

2023年04月26日

# 南微医学 (688029.SH)

## 公司快报

### 一季报恢复明显，诊疗复苏驱动业绩快速增长

#### 投资要点

- ◆ **一季报业绩超预期：**公司发布 2022 年报实现收入 19.8 亿元 (+2%)、归母净利润 3.31 亿元 (+1%)、扣非归母净利润 2.99 亿元 (+9%)；2023 年一季报实现收入 5.5 亿元 (+24%)、归母净利润 1.01 亿元 (+134%)、扣非归母净利润 0.99 亿元 (+131%)。2023 年一季度利润增速超出市场预期，随着 23Q1 年院内诊疗有序复苏，公司产品实现快速放量，业绩恢复增长。
- ◆ **国产内镜诊疗器械龙头。**公司成立于 2000 年，逐步由非血管支架单一产品发展为基于三大技术平台形成的三大系列产品，包括内镜诊疗、肿瘤消融及 EOCT。内镜诊疗系列产品贡献主要营收，公司的软组织夹凭借优异性能和性价比优势为基础类耗材国产替代重要主力；中高端重磅产品黄金刀自 2019 上市以来，放量表现抢眼，有望加速国产替代；布局高端 ERCP 类、EUS/EBUS 类器械，打造内镜消化耗材全品类，未来有望借助基础耗材渠道优势和品牌优势打开进院通道，实现中高端器械快速放量。公司肿瘤消融产品市占全国第二，为公司营收主要来源之一。同时布局神经介入、可视化等新兴蓝海赛道产品，为未来公司业绩增长提供动力。
- ◆ **国内外业务双轮驱动，器械出海打开新格局。**公司布局海外业务打开成长空间，以活检钳、支架及软组织夹等基础耗材打通渠道，后逐步导入 ERCP、ESD、EUS/EBUS 等高端耗材加速提升市场渗透；持续优化国内营销布局的同时，加大海外业务突破，产品海外市场准入许可获批亮眼，三臂夹、星霸夹等创新产品陆续取得 FDA 认证，公司国际化进程提速。2022 年公司实现美洲市场同比 15% 的业绩增长；EMEA（欧洲、中东及非洲）市场业绩同比增长 6%。随着公司海外销售渠道持续优化，针对客户需求细化区域服务，有望进一步推动海外销售。
- ◆ **可视化产品成重要增长引擎，加速创新产品迭代更新。**布局一次性内镜市场，打开第二成长曲线。内镜耗材化趋势渐成，可解决传统内镜消毒困难、维修成本高等痛点，随着技术进步，成本有望大幅下降。公司的一次性胆道镜上市后快速放量；一次性支气管镜于 2022 年获得国内注册证，借年底 ICU 扩容机遇入局重症医学新市场，快速投标入院，有望接力新增长；一次性胆道镜延伸产品等其他一次性内镜产品研发进展顺利。聚焦临床需求，加速推进创新产品更新迭代。2022 年牵拉夹、三臂夹、闭合夹、合金夹等止血类产品相继获得国内注册，有效解决临床痛点，为公司提供新的增长点。随着 23 年院内诊疗有序复苏，公司业绩有望恢复快速增长。
- ◆ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.66/6.17/8.09 亿元，增速分别为 41%/33%/31%，对应 PE 分别为 32/24/18 倍。考虑到今年院内诊疗复苏带动公司产品快速放量，可视化产品成为第二增长引擎，公司业绩有望实现快速增长，首次覆盖，给予“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，集中带量采购风险，研发进度不及预期风险。

#### 财务数据与估值

投资评级

**买入-B(首次)**

股价(2023-04-25)

78.76 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	14,794.86
流通市值(百万元)	14,794.86
总股本(百万股)	187.85
流通股本(百万股)	187.85
12个月价格区间	115.50/65.99

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	5.64	-12.83	9.25
绝对收益	4.04	-18.06	13.13

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001  
 zhouping@huajinsec.cn

#### 相关报告



会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,702	3,575	4,625
YoY(%)	46.8	1.7	36.4	32.3	29.4
净利润(百万元)	325	331	466	617	809
YoY(%)	24.5	1.8	40.9	32.6	31.0
毛利率(%)	64.2	60.9	63.4	63.2	62.9
EPS(摊薄/元)	1.73	1.76	2.48	3.29	4.30
ROE(%)	11.0	10.2	12.6	14.5	16.1
P/E(倍)	45.6	44.8	31.8	24.0	18.3
P/B(倍)	5.0	4.6	4.0	3.5	3.0
净利率(%)	16.7	16.7	17.2	17.3	17.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2807	2983	3381	4042	4662	<b>营业收入</b>	1947	1980	2702	3575	4625
现金	1163	1875	1553	1589	2303	营业成本	697	773	989	1316	1717
应收票据及应收账款	356	282	469	576	786	营业税金及附加	16	16	19	25	32
预付账款	39	28	28	62	60	营业费用	389	433	578	747	956
存货	394	567	353	938	760	管理费用	346	309	414	529	671
其他流动资产	854	230	979	877	754	研发费用	153	165	220	284	358
<b>非流动资产</b>	825	911	1073	1291	1543	财务费用	21	-61	-8	14	11
长期投资	49	44	61	77	97	资产减值损失	-24	-23	-17	-20	-21
固定资产	278	283	445	627	828	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	97	98	104	111	121	投资净收益	65	43	47	51	52
其他非流动资产	401	487	464	476	497	<b>营业利润</b>	367	364	521	691	911
<b>资产总计</b>	3632	3894	4454	5333	6206	营业外收入	13	10	14	15	13
<b>流动负债</b>	602	558	673	988	1081	营业外支出	3	6	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	377	368	531	702	919
应付票据及应付账款	384	332	461	684	796	所得税	48	35	61	80	104
其他流动负债	217	226	212	304	286	<b>税后利润</b>	329	333	470	623	816
<b>非流动负债</b>	40	61	38	40	45	少数股东损益	5	2	4	5	7
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	325	331	466	617	809
其他非流动负债	40	61	38	40	45	EBITDA	391	359	530	723	948
<b>负债合计</b>	641	620	711	1028	1126	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	47	49	54	59	66	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	134	188	188	188	188	<b>成长能力</b>					
资本公积	1926	1914	1914	1914	1914	营业收入(%)	46.8	1.7	36.4	32.3	29.4
留存收益	889	1119	1517	2072	2835	营业利润(%)	30.1	-0.8	43.1	32.7	31.7
归属母公司股东权益	2943	3225	3689	4246	5014	归属于母公司净利润(%)	24.5	1.8	40.9	32.6	31.0
<b>负债和股东权益</b>	3632	3894	4454	5333	6206	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	64.2	60.9	63.4	63.2	62.9
						净利率(%)	16.7	16.7	17.2	17.3	17.5
						ROE(%)	11.0	10.2	12.6	14.5	16.1
						ROIC(%)	10.1	8.7	11.5	13.7	15.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	17.7	15.9	16.0	19.3	18.1
						流动比率	4.7	5.3	5.0	4.1	4.3
						速动比率	3.9	3.9	4.4	3.0	3.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	6.9	6.2	7.2	6.8	6.8
						应付账款周转率	2.3	2.2	2.5	2.3	2.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	45.6	44.8	31.8	24.0	18.3
						P/B	5.0	4.6	4.0	3.5	3.0
						EV/EBITDA	32.9	36.2	23.4	17.3	12.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)