

增持 (维持)

南微医疗 (688029)

可视化产品增长显著, 海外市场快速扩张

2023年04月27日

市场数据

日期	2023-04-26
收盘价(元)	91.79
总股本(百万股)	187.85
流通股本(百万股)	187.85
净资产(百万元)	3329.34
总资产(百万元)	3966.04
每股净资产(元)	17.72

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证医药】南微医学(688029)2022年三季报点评:业绩符合预期,公司经营稳健》2022-10-31

《【兴证医药】南微医学(688029)2022年中报点评:Q2业绩恢复正增长,可视化系列产品快速放量》2022-08-28

《【兴证医药】南微医学(688029)2021年年报及2022年一季报点评:公司收入端稳步增长,长期有望持续成长》2022-04-26

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

东楠

dongnan@xyzq.com.cn

S0190521030001

投资要点

- 事件:** 近日,南微医疗发布了2022年年报及2023年一季报。2022年,公司实现营业收入19.80亿元,同比增长1.72%;实现归母净利润3.31亿元,同比增长1.80%;实现扣非归母净利润2.99亿元,同比增长8.64%;实现经营现金流净额2.5亿元,同比增长44.68%。2022年四季度,公司实现营业收入4.68亿元,同比下降16.09%;实现归母净利润1.04亿元,同比增长35.96%;实现扣非归母净利润0.83亿元,同比增长22.53%。2023年一季度,公司实现营业收入5.50亿元,同比增长24.26%;实现归母净利润1.01亿元,同比增长133.98%;实现扣非归母净利润0.99亿元,同比增长131.00%;实现经营现金流净额0.66亿元,同比增长382.79%。

- 盈利预测与评级:** 随着全球疫情得到有效控制,医院逐步恢复正常诊疗秩序,疫情对公司院端销售的影响正在逐步消解。伴随着内镜诊疗在国内的渗透率与普及率不断提高,公司产品用于消化道癌症早筛的价值逐步凸显,该类产品的销售有望随行业增长而不断扩容;未来渠道下沉至基层也将提升行业“天花板”;包括可视化产品线在内的新产品的逐步放量,将为公司业绩增长带来新看点;而随着公司海外产品管线的不断完善,以及营销改革的不断深入,境外收入贡献有望持续增长,我们看好公司长期发展。我们调整了盈利预测,预计2023-2025年公司EPS分别为2.62元、3.41元、4.34元,对应2023年4月26日收盘价,市盈率分别为35.0倍、26.9倍、21.1倍;维持“增持”评级。

- 风险提示:** 核心产品销售不及预期,新产品获批及研发失败风险,高值耗材集采等行业政策风险,海外法律诉讼风险等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1980	2635	3368	4222
同比增长	1.72%	33.10%	27.78%	25.36%
归母净利润(百万元)	331	491	639	813
同比增长	1.80%	48.57%	30.08%	27.29%
毛利率	60.9%	62.9%	63.9%	64.8%
ROE	10.3%	13.6%	15.6%	17.2%
每股收益(元)	1.77	2.62	3.41	4.34
市盈率	52.0	35.0	26.9	21.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 近日，南微医疗发布了 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现营业收入 19.80 亿元，同比增长 1.72%；实现归母净利润 3.31 亿元，同比增长 1.80%；实现扣非归母净利润 2.99 亿元，同比增长 8.64%；实现经营现金流净额 2.5 亿元，同比增长 44.68%。2022 年四季度，公司实现营业收入 4.68 亿元，同比下降 16.09%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 35.96%；实现扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 22.53%。2023 年一季度，公司实现营业收入 5.50 亿元，同比增长 24.26%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 133.98%；实现扣非归母净利润 0.99 亿元，同比增长 131.00%；实现经营现金流净额 0.66 亿元，同比增长 382.79%。

点评

- **可视化产品增长显著，海外市场快速扩张。**受制于国内外疫情引起的手术量下降、国际政治经济环境变化引起的通货膨胀、人工成本增加以及销售产品结构变化等一系列复杂因素，公司国内外业务遭受持续挑战，尤其是内镜耗材业务受到较大影响。公司集中资源发展第二增长曲线，有效对冲了终端需求下降带来的不利影响，继续保持稳定持续的发展趋势。分产品看，止血及闭合类收入 7.25 亿元，同比下降 18.71%；活检类收入 2.50 亿元，同比增长 5.6%；扩张类收入 1.87 亿元，同比增长 0.81%；ERCP 类收入 1.10 亿元，同比下降 14.3%；EMR/ESD 类收入 2.54 亿元，同比下降 2.24%；EUS/EBUS 类收入 0.24 亿元，同比增长 31.92%；微波消融针收入 1.23 亿元，同比下降 2.15%；肿瘤消融设备收入 0.06 亿元，同比增长 14.97%；可视化产品类收入 1.90 亿元，同比增长 1,850.61%。分地区看，国内市场收入 11.45 亿元，同比下降 4.58%。国际市场收入 8.28 亿元，同比增长 11.64%，其中亚太市场海外市场收入同比增长 25%，美洲市场同比增长 15%，欧洲、中东及非洲 (EMEA) 市场同比增长 6%。此外，康友医疗聚焦消融业务，2022 年营业收入同比增长 10.32%，呈现稳健的发展势头。南微纽诺的首款上市产品三叉神经压迫球囊装置快速推进全国营销布局，并已于 2022 年 7 月获得首批销售回款。2022 年 Q4 单季度实现营业收入 4.68 亿元，同比增长-16.09%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 35.96%；实现扣非归母净利润 0.83 亿元，同比增长 22.53%。
- **在研管线布局丰富，持续加大创新力度。**公司始终致力于围绕临床需求，加速传统内镜耗材产品迭代更新及优化。2022 年内，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。其中牵拉夹主要用于为 ESD 提供术中自体牵引，提供清晰的手术视野；三臂夹主要用于大创面缝合；闭合夹较好解决了目前粘膜夹无法肌层闭合的问题；合金夹可有效运用于 NOTES 手

术。普通涂层取样钳、导丝锁、快速交换切开刀、一次性使用网兜套圈(网)、新一代 EUS-Flex 针等相关创新优化产品相继获得国内外注册,子公司康友医疗的一次性使用活检针和微导管导丝系统分别获得 FDA 和国内注册,南微纽诺的三叉神经压迫球囊装置获得国内注册。一次性内镜研发将着眼长远,制定开发和迭代规划,追求研发一次成功率,确保新品上市后有一定时间的市场领先期;内镜耗材研发将做好产品线规划,聚焦消化、呼吸内镜临床前沿进行前瞻性开发。

表 1、公司主要研发项目及进展情况

项目名称	阶段性成果	拟达到目标
止血/闭合类	公司持续优化完善夹子系列品,臂夹获国内和 FDA 注册证书;闭合夹获国内注册证书及 FDA 注册;钴铬合金夹获国内注册证书;其他止血闭合类产品正在开发中	优化产品性能质量,开发系列产品,形成产品系族,满足各种临床需求
活检类	活检钳升级产品完成多个国家的注册,其他活检类产品正在开发中	适应全自动装配而开发,同时开发出可视化下的活检耗材
扩张类	自膨式覆膜食道支架系列产品获国内注册证书;TTS 气管支架获得 FDA 注册,其他扩张类产品正在开发中	布局全球市场,以解决消化道及气道狭窄区域的扩张治疗;机编系列产品旨在实现支架编织的自动化
ERCP 类	导丝锁、取石球囊已获得 FDA 注册;导丝锁、快速交换切开刀已获得国内注册;其他 ERCP 类产品正在开发中	布局全球市场,并完成 ERCP 手术器械成套注册;同步开发快速交换系列产品和胆道镜下系列耗材产品
EMR/ESD 类	申报 ESD 新型器械专利多项,逐步完善专利布局;一次性使用网兜套圈(网)国内获证;一次性内窥镜先端帽获国内和 CE 注册,ESD 牵拉组织夹获得国内注册;其他 EMR/ESD 产品正在开发中	致力于解决现行内镜微创术式 EMR/ESD 痛点,提高手术效率,降低手术费用
EUS/EBUS 类	新一代 EUS-Flex 和 EBUS 针均已获得国内和 FDA 注册,其他 EUS/EBUS 产品正在开发中	致力于解决现行内镜微创术式 EUS/EBUS 临床痛点,降低手术费用
OCT 类	2020 年 12 月通过国家药监局创新医疗器械审批绿色通道获得国内注册证,相关研究正在进行中	消化道早癌筛查和 ESD 手术规划
可视化类	一次性胆道镜下微型耗材系列研发和注册进展顺利,微型胆道活检钳获国内注册证及 FDA 认证,微型取石网篮和异物套圈获国内注册;一次性支气管镜获得国内、FDA 及 CE 注册,其他可视化产品正在研发中	可视化类产品实现在直视下完成胆胰、呼吸、泌尿系统等诊断与治疗,具有对病变进行直视观察、精准活检的诊治操作的优势

资料来源:公司年报,兴业证券经济与金融研究院整理

- **费用方面。**2022 年度，销售费用 4.33 亿元，同比增长 11.50%，销售费用率 21.88%，同比增加 1.92 个百分点；管理费用 3.09 亿元，同比下降 10.61%，管理费用率 15.61%，同比减少 2.15 个百分点；财务费用-0.61 亿元，同比减少 0.82 亿元；研发费用 1.65 亿元，同比增长 8.13%，研发费用率 8.35%，同比增加 0.50 个百分点。2023 年一季度，销售费用 1.11 亿元，同比增长 25.34%，销售费用率 20.21%，同比增加 0.17 个百分点；管理费用 0.76 亿元，同比下降 10.90%，管理费用率 13.86%，同比减少 5.47 个百分点；财务费用-0.01 亿元，同比减少 0.07 亿元；研发费用 0.35 亿元，同比下降 12.82%，研发费用率 6.44%，同比减少 2.73 个百分点。
- **一季度费用率显著改善，利润增长超预期。**2023 年一季度，分地区看，国内市场第一季度销售收入 3.46 亿元，同比增长 25.49%；国际市场第一季度销售收入完成 2.03 亿元，同比增长 22.08%。2022 年第一季度，公司因实施 2020 年限制性股票激励计划产生股份支付费用为 1,567.60 万元，在不考虑股份支付的影响，本期归属于上市公司股东的净利润较上期增长 74.16%。费用方面，销售费用 1.11 亿元，同比增长 25.34%，销售费用率 20.21%，同比增加 0.17 个百分点；管理费用 0.76 亿元，同比下降 10.90%，管理费用率 13.86%，同比减少 5.47 个百分点；财务费用-0.01 亿元，同比减少 0.07 亿元；研发费用 0.35 亿元，同比下降 12.82%，研发费用率 6.44%，同比减少 2.73 个百分点。
- **盈利预测与评级：**随着全球疫情得到有效控制，医院逐步恢复正常诊疗秩序，疫情对公司院端销售的影响正在逐步消解。伴随着内镜诊疗在国内的渗透率与普及率不断提高，公司产品用于消化道癌症早筛的价值逐步凸显，该类产品的销售有望随行业增长而不断扩容；未来渠道下沉至基层也将提升行业“天花板”；包括可视化产品线在内的新产品的逐步放量，将为公司业绩增长带来新看点；而随着公司海外产品管线的不断完善，以及营销改革的不断深入，境外收入贡献有望持续增长，我们看好公司长期发展。我们调整了盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.62 元、3.41 元、4.34 元，对应 2023 年 4 月 26 日收盘价，市盈率分别为 35.0 倍、26.9 倍、21.1 倍；维持“增持”评级。
- **风险提示：**核心产品销售不及预期，新产品获批及研发失败风险，高值耗材集采等行业政策风险，海外法律诉讼风险等。

表 2、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	443	518	552	468	550	24.3%	1947	1980	1.7%
营业成本	170	210	215	178	204	20.4%	697	773	10.9%
毛利	273	308	336	290	346	26.6%	1249	1207	-3.4%
销售费用	89	104	115	125	111	25.3%	389	433	11.5%
管理费用	86	85	90	49	76	-10.9%	346	309	-10.6%
财务费用	6	-27	-29	-11	-1	-118.4%	21	-61	-391.1%
研发费用	41	43	38	44	35	-12.8%	153	165	8.1%
资产减值	-1	-6	-3	-12	-1	-	-23	-22	-
公允价值	0	8	-6	-2	2	-	0	0	-
投资收益	4	5	13	21	2	-42.3%	65	43	-34.1%
营业利润	51	105	120	88	121	138.6%	367	364	-0.8%
利润总额	52	101	123	92	122	135.6%	377	368	-2.5%
归母净利润	43	81	102	104	101	134.0%	325	331	1.8%
EPS	0.231	0.434	0.544	0.552	0.540	134.0%	1.729	1.760	1.8%
销售费用率	20.0%	20.0%	20.9%	26.8%	20.2%	0.2%	20.0%	21.9%	1.9%
管理费用率	19.3%	16.5%	16.2%	10.4%	13.9%	-5.5%	17.8%	15.6%	-2.2%
财务费用率	1.3%	-5.2%	-5.2%	-2.4%	-0.2%	-1.5%	1.1%	-3.1%	-4.1%
研发费用率	9.2%	8.3%	6.9%	9.3%	6.4%	-2.7%	7.9%	8.3%	0.5%
所得税率	12.1%	16.5%	15.3%	-7.2%	15.2%	3.2%	12.7%	9.5%	-3.2%
毛利率	61.7%	59.4%	61.0%	61.9%	62.9%	1.2%	64.2%	60.9%	-3.2%
净利率	9.8%	15.7%	18.5%	22.1%	18.4%	8.7%	16.7%	16.7%	0.0%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2983	3794	4821	6107
货币资金	1875	2438	3169	4120
交易性金融资产	11	11	11	11
应收票据及应收账款	282	376	480	602
预付款项	28	35	43	53
存货	567	717	892	1091
其他	219	218	225	230
非流动资产	911	895	872	846
长期股权投资	44	44	44	44
固定资产	283	405	451	460
在建工程	277	138	69	35
无形资产	98	98	98	98
商誉	132	132	132	132
长期待摊费用	36	36	36	36
其他	42	42	42	42
资产总计	3894	4689	5692	6952
流动负债	558	951	1443	2057
短期借款	0	307	696	1193
应付票据及应付账款	332	420	522	639
其他	226	224	224	224
非流动负债	61	61	61	61
长期借款	0	0	0	0
其他	61	61	61	61
负债合计	620	1012	1505	2118
股本	188	188	188	188
资本公积	1914	1914	1914	1914
未分配利润	1009	1361	1809	2377
少数股东权益	49	64	84	108
股东权益合计	3274	3677	4188	4834
负债及权益合计	3894	4689	5692	6952

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	331	491	639	813
折旧和摊销	47	18	23	26
资产减值准备	1	5	7	9
资产处置损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-0	-0	-0	-0
财务费用	-52	-1	12	29
投资损失	-43	-42	-46	-49
少数股东损益	2	15	19	25
营运资金的变动	-97	-169	-200	-227
经营活动产生现金流量	250	317	455	625
投资活动产生现金流量	669	42	47	49
融资活动产生现金流量	-74	204	230	276
现金净变动	908	563	731	951
现金的期初余额	967	1875	2438	3169
现金的期末余额	1875	2438	3169	4120

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1980	2635	3368	4222
营业成本	773	977	1216	1487
税金及附加	16	21	27	34
销售费用	433	540	724	908
管理费用	309	366	438	549
研发费用	165	174	217	271
财务费用	-61	-1	12	29
其他收益	0	1	1	1
投资收益	43	42	46	49
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-2	-2	-2
资产减值损失	-22	-13	-14	-16
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	364	586	765	975
营业外收入	10	13	13	15
营业外支出	6	3	4	4
利润总额	368	595	774	986
所得税	35	89	116	148
净利润	333	506	658	838
少数股东损益	2	15	19	25
归属母公司净利润	331	491	639	813
EPS(元)	1.77	2.62	3.41	4.34

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	1.7%	33.1%	27.8%	25.4%
营业利润增长率	-0.8%	60.8%	30.5%	27.6%
归母净利润增长率	1.8%	48.6%	30.1%	27.3%
盈利能力				
毛利率	60.9%	62.9%	63.9%	64.8%
归母净利率	16.7%	18.6%	19.0%	19.3%
ROE	10.3%	13.6%	15.6%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	15.9%	21.6%	26.4%	30.5%
流动比率	5.34	3.99	3.34	2.97
速动比率	4.33	3.24	2.72	2.44
营运能力				
资产周转率	52.6%	61.4%	64.9%	66.8%
应收帐款周转率	604.9%	776.4%	762.8%	756.4%
存货周转率	156.9%	148.7%	147.7%	146.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.77	2.62	3.41	4.34
每股经营现金	1.34	1.69	2.43	3.34
每股净资产	17.22	19.29	21.92	25.24
估值比率(倍)				
PE	52.0	35.0	26.9	21.1
PB	5.3	4.8	4.2	3.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn