

内镜诊疗行业恢复良好， 23Q1 业绩增速可观

核心观点

根据公司公告，2022 年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 19.80、3.31、2.99 亿元；2023Q1 公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.50、1.01、0.99 亿元，业绩增速可观。短期来看，国内市场恢复后，公司常规内镜耗材产品有望恢复快速增长，公司一次性胆道镜、一次性支气管镜等可视化产品有望成为第二增长曲线，贡献新的盈利增长点；长期来看，公司的国际化能力已逐步得到验证，随着公司产品管线的进一步丰富、市场的持续开拓，有望进一步打开海外成长空间。

事件

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司 2022 年实现收入 19.80 亿元，同比增长 1.72%；归母净利润 3.31 亿元，同比增长 1.80%；扣非归母净利润 2.99 亿元，同比增长 8.64%，EPS 为 1.76 元/股。

公司 2023 年一季度实现收入 5.50 亿元，同比增长 24.26%；归母净利润 1.01 亿元，同比增长 133.98%；扣非归母净利润 0.99 亿元，同比增长 131.00%，EPS 为 0.54 元/股。

简评

2023Q1 业绩增速可观，降本增效成效显著

2022 年公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 19.80、3.31、2.99 亿元，分别同比增长 1.72%、1.80%、8.64%，若剔除股份支付和所得税影响，全年归母净利润同比下降 15.58%。疫情下，内镜诊疗行业受到较大负面影响，但公司积极进行战略转型，积极降本增效，并集中资源发展第二增长曲线，继续保持稳定持续发展。22Q4 公司实现营收 4.68 亿元（-16.09%）、归母净利润 1.04 亿元（+35.96%）、扣非归母净利润 0.83 亿元（+22.53%），22Q4 利润端实现同比增长，预计主要受股权激励费用冲回影响。

南微医学 (688029.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2023 年 04 月 30 日

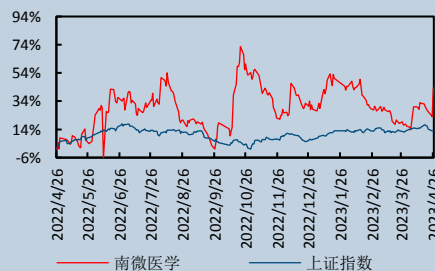
当前股价：91.79 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
21.26/21.30	-4.50/-4.48	-6.43/-17.89
12 月最高/最低价 (元)		118.21/64.13
总股本 (万股)		18,784.74
流通 A 股 (万股)		18,429.84
总市值 (亿元)		172.43
流通市值 (亿元)		169.17
近 3 月日均成交量 (万)		208.44
主要股东		
深圳市中科招商创业投资有限公司		22.49%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-28 【中信建投医疗器械】南微医学 (688029):业绩符合预期，持续推进产品注册
- 2022-08- 【中信建投医疗器械】南微医学 (688029):业绩符合预期，持续推进产品注册

分产品拆分，2022 年止血闭合类收入 7.25 亿元 (-18.71%)，活检类收入 2.50 亿元 (+5.60%)，扩张类收入 1.87 亿元 (+0.81%)，ERCP 类收入 1.10 亿元 (-14.30%)，EMR/ESD 类收入 2.54 亿元 (-2.24%)，EUS/EBUS 类收入 0.24 亿元 (+31.92%)，微波消融针收入 1.23 亿元 (-2.15%)，微波消融设备收入 584 万元 (+14.97%)，可视化产品收入 1.90 亿元 (+1859.61%)。国内疫情反复影响内镜手术和常规检查，公司常规内镜耗材产品整体有所下滑，但可视化产品增长迅速，收入占比达到 9.60%，弥补了常规内镜耗材产品的下滑，助力公司打造出第二增长曲线。分地区来看，2022 年公司国内收入 11.45 亿元 (-4.58%)，海外收入 8.28 亿元 (+11.64%)，美国、欧洲、亚太等海外主要市场克服俄乌冲突、通货膨胀率升高等不利因素影响，海外销售收入仍实现不错的增长。

2023Q1 公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.50、1.01、0.99 亿元，分别同比增长 24.26%、133.98%、131.00%，内镜诊疗行业恢复趋势明显，公司业绩增速可观。拆分地区来看，2023Q1 国内市场收入 3.46 亿元 (+25.49%)，国际市场收入 2.03 亿元 (+22.08%)，均实现不错的恢复。利润端增速远高于收入端，一方面由于公司产品结构调整及可视化产品成本优化，整体毛利率有明显改善；另一方面公司主动进行费用控制，研发费用率及销售费用率均有显著降低。此外，2022Q1 公司确认股份支付费用约 1567.60 万元，在不考虑股份支付的影响下，2023Q1 归母净利润同比增长 74.16%。

加速传统内镜耗材产品迭代优化，聚焦一次性内镜技术研发

公司持续加速传统内镜耗材产品迭代更新及优化。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。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。相关产品有效解决了临床使用中的痛点，满足了医生需求。公司紧抓一次性内镜行业发展契机，聚焦一次性内镜技术研发。2022 年，公司一次性胆道镜及延伸产品、一次性支气管镜等其他一次性内镜产品研发进展顺利，同时继续构建以成像技术为核心的一次性内镜底层技术，持续提升可视化产品性能，降低成本，夯实一次性内镜业务发展优势。

持续优化营销体系，稳步拓展新产品布局

公司持续优化营销体系，拓展新产品布局。国内市场方面，公司加强内镜新产品导入和非公医疗市场的开发，目前已经建立起专业的可视化产品营销团队，并初步完成一次性内镜在消化领域的营销布局。在美洲市场方面，公司一方面不断提升美洲市场营销专业性和覆盖率，持续加强市场渗透并扩大客户群体，另一方面规划建设巴拿马库、增加安全库存，预防供应链波动带来的不利影响；公司引入麦肯锡团队就美国公司未来发展进行战略咨询，为美国公司未来发展制定了切实可行的调整改革计划。欧洲、中东及非洲（EMEA）市场方面，公司通过扩充产品线、拓展销售渠道、统筹和拓展学术推广、积极参与重点医院招标、聚焦重要战略客户等多维度方式，着力优化德英法荷直销区域以及其他经销区域营销活动效率，进一步提高 MT 产品市场覆盖率和定价能力。此外，康友医疗聚焦消融业务，以超声介入为基础，向多科室延伸，提升市场覆盖面；加速呼吸介入耗材、穿刺活检、球囊产品市场准入和推广。

财务数据基本正常，费用控制良好

2022 年全年，公司综合毛利率为 60.95%，同比减少 3.23 个百分点，预计主要由于可视化产品毛利率仍然较低以及毛利率较高的止血闭合类产品受疫情影响收入占比下降；销售费用率为 21.88%，同比提升 1.92 个百分点，主要由于销售人员薪酬、差旅费及销售佣金增加；管理费用率为 15.61%，同比减少 2.16 个百分点，主要由于公司实施股权激励计划产生股份支付费用减少；研发费用率为 8.35%，同比提升 0.50 个百分点，主要由

于公司增加可视化产品、微波消融系统等新产品的开发投入，以及研发人员薪酬、试样材料及检测费等投入增加；经营活动产生的现金流量净额同比增长 44.68%，主要由于公司销售商品收到的现金增加；投资活动产生的现金流量净额同比增长 171.99%，主要由于公司购买结构性存款到期收回；筹资活动产生的现金流量净额本期金额同比减少 774.27 万元，主要由于分红款增加。财务费用率为-3.06%，主要由于汇率波动影响导致的汇兑收益增加。2022 年应收账款周转天数为 57.92 天，同比增加 6.13 天，应付账款周转天数为 166.85 天，同比增加 12.30 天，公司整体运营效率提升。其余财务指标基本正常。

2023Q1，公司综合毛利率为 62.87%，同比提升 1.17 个百分点，预计主要由于可视化产品毛利率同比提升以及毛利率较高的止血闭合类产品收入占比提升；销售费用率为 20.21%，同比提升 0.17 个百分点，随着市场恢复，市场推广活动增多；管理费用率为 13.86%，同比减少 5.48 个百分点，预计主要由于股份支付费用同比减少；研发费用率为 6.44%，同比减少 2.73 个百分点，公司主动控制研发费用支出，降本增效显著。经营活动产生的现金流量净额为 0.66 亿元（去年同期为-0.23 亿元），主要由于为职工支付的现金及购买商品款减少。

盈利预测与估值

短期来看，国内市场恢复后，公司常规内镜耗材产品有望恢复快速增长，公司一次性胆道镜、一次性支气管镜等可视化产品有望成为公司第二增长曲线，贡献新的盈利增长点；长期来看，公司的国际化能力已逐步得到验证，随着公司产品管线的进一步丰富、市场的持续开拓，有望进一步打开海外成长空间。我们预测 2023-2025 年，公司营业收入分别为 25.81、33.23 和 42.06 亿元，分别同比增长 30.34%、28.75%和 26.56%；归母净利润分别为 4.50、5.92 和 7.64 亿元，分别同比增长 36.19%、31.59%和 28.92%。以 4 月 27 日收盘价（90.35 元/股）计算，2023-2025 年 PE 分别为 38、29 和 22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争风险：在传统内镜诊疗耗材行业，国产公司注册获批产品越来越多，势必会使得行业竞争加剧；在可视化产品布局方面，做传统内镜耗材的厂家和设备的厂家均有所布局，未来也会面临竞争加剧的风险；行业政策变化风险：医保局对医用耗材带量采购政策持续，如果涉及到公司占比比较高的产品，对公司的业务影响具有一定的不确定性；新产品推广进度不及预期：公司转型布局的可视化产品跟传统业务既有协同性，针对的科室也有一定的区别，存在市场推广是否顺利的风险；汇兑波动风险：公司有部分业务是外汇结算，存在受汇率波动影响的风险。

表 1:财务摘要（百万元）

会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1326.41	1946.72	1980.14	2580.92	3322.93	4205.50
增长率(%)	1.45%	46.77%	1.72%	30.34%	28.75%	26.56%
归属母公司股东净利润	260.76	324.75	330.59	450.25	592.49	763.80
增长率(%)	-14.11%	24.54%	1.80%	36.19%	31.59%	28.92%
每股收益 EPS(元)	1.39	1.73	1.76	2.40	3.15	4.07
市盈率(P/E)	65.09	52.26	51.34	37.69	28.65	22.22

资料来源: iFinD, 中信建投证券

表 2:财务报表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	645.42	1163.46	1875.37	2513.55	2972.76	3539.67
应收票据及账款	206.73	355.61	282.23	413.86	532.84	674.37
预付账款	18.87	39.47	27.63	41.68	53.67	67.92
其他应收款	19.45	11.07	10.72	22.16	28.53	36.11
存货	215.24	394.29	567.31	565.57	718.33	896.67
其他流动资产	1392.76	842.71	219.49	107.26	135.02	168.03
流动资产总计	2498.48	2806.61	2982.74	3664.09	4441.15	5382.77
长期股权投资	27.84	48.86	43.98	56.56	69.15	81.73
固定资产	259.32	293.33	295.02	287.73	273.20	251.45
在建工程	115.02	188.97	276.94	230.79	184.63	138.47
无形资产	16.42	97.22	97.55	81.29	65.03	48.77
长期待摊费用	30.87	35.62	35.93	17.96	0.00	0.00
其他非流动资产	157.27	161.14	161.86	161.86	161.86	161.86
非流动资产合计	606.75	825.14	911.28	836.19	753.87	682.28
资产总计	3105.23	3631.75	3894.02	4500.27	5195.02	6065.05
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	214.25	384.43	332.31	463.63	588.86	735.05
其他流动负债	206.89	217.20	225.89	338.31	430.24	537.80
流动负债合计	421.15	601.64	558.20	801.94	1019.10	1272.85
长期借款	0.00	7.59	5.42	3.86	2.36	1.02
其他非流动负债	20.45	32.22	55.93	55.93	55.93	55.93
非流动负债合计	20.45	39.81	61.35	59.79	58.29	56.95
负债合计	441.59	641.44	619.55	861.74	1077.40	1329.80
股本	133.34	133.75	187.81	187.81	187.81	187.81
资本公积	1832.62	1926.41	1914.11	1914.11	1914.11	1914.11
留存收益	644.99	883.16	1123.08	1480.92	1951.81	2558.86
归属母公司权益	2610.94	2943.32	3225.00	3582.84	4053.73	4660.78
少数股东权益	52.69	46.98	49.46	55.70	63.89	74.46
股东权益合计	2663.63	2990.30	3274.47	3638.54	4117.63	4735.24
负债和股东权益合计	3105.23	3631.75	3894.02	4500.27	5195.02	6065.05
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1326.41	1946.72	1980.14	2580.92	3322.93	4205.50
营业成本	450.64	697.29	773.25	954.94	1212.87	1513.98
税金及附加	12.28	16.22	15.98	22.07	28.42	35.97
销售费用	278.42	388.56	433.26	567.80	731.05	925.21
管理费用	222.84	345.77	309.07	374.23	465.21	588.77
研发费用	99.67	152.89	165.33	188.41	242.57	294.39
财务费用	15.54	20.84	-60.67	-7.46	-9.45	-11.31

资产减值损失	-10.07	-22.51	-22.04	-26.06	-33.55	-42.46
信用减值损失	-5.08	-1.98	-0.98	-4.60	-5.92	-7.49
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	49.23	65.39	43.10	52.57	52.57	52.57
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.00	0.75	-0.27	0.16	0.16	0.16
其他收益	1.12	0.39	0.30	0.61	0.61	0.61
营业利润	282.23	367.18	364.16	503.60	666.13	861.88
营业外收入	24.43	12.96	9.52	15.64	15.64	15.64
营业外支出	5.67	2.80	5.81	4.76	4.76	4.76
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	300.99	377.34	367.87	514.47	677.00	872.76
所得税	34.85	47.99	35.03	58.00	76.32	98.39
净利润	266.14	329.35	332.84	456.48	600.69	774.37
少数股东损益	5.38	4.60	2.25	6.23	8.20	10.57
归属母公司股东净利润	260.76	324.75	330.59	450.25	592.49	763.80
EBITDA	350.13	455.33	384.72	594.69	762.46	945.62
NOPLAT	263.29	338.03	274.72	440.07	582.51	754.55
EPS(元)	1.39	1.73	1.76	2.40	3.15	4.07
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	266.14	329.35	332.84	399.50	543.71	717.40
折旧与摊销	33.60	57.14	77.51	87.67	94.90	84.17
财务费用	15.54	20.84	-60.67	-7.46	-9.45	-11.31
投资损失	-49.23	-65.39	-43.10	-52.57	-52.57	-52.57
营运资金变动	-62.33	-273.53	-96.99	200.58	-100.70	-120.95
其他经营现金流	27.55	104.47	40.54	64.06	64.06	64.06
经营性现金净流量	231.27	172.89	250.14	691.78	539.95	680.79
资本支出	171.75	152.97	189.67	-0.00	0.00	-0.00
长期投资	-41.47	346.24	831.90	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	50.12	52.54	26.36	32.91	32.91	32.91
投资性现金净流量	-163.10	245.81	668.59	32.91	32.91	32.91
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	7.59	-2.17	-1.56	-1.50	-1.34
普通股增加	0.00	0.41	54.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7.71	93.79	-12.30	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-59.39	-167.80	-113.35	-84.95	-112.15	-145.44
筹资性现金净流量	-51.68	-66.02	-73.76	-86.51	-113.65	-146.78
现金流量净额	-1.34	322.04	907.90	638.18	459.21	566.91

资料来源：中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

王在存

北京大学生物医学工程博士。2017年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2年卖方工作经验，2021年11月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

研究助理

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心
 B 座 12 层
 电话：（8610）8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号
 南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk