

# 内镜诊疗浪潮持续，19Q3 业绩提速

## ——南微医学 (688029.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

### ◆事件：

公司发布 2019 年三季度报，19Q1-3 实现收入 9.61 亿、归母净利润 2.27 亿、扣非归母净利润 2.24 亿、经营性净现金流 2.05 亿元，分别同比增长 41.19%、38.90%、49.03%、54.22%；实现 EPS 2.11 元，业绩略超预期。

### ◆点评：

**19Q3 业绩提速。**19H1、Q3 收入同比增长 40%、43%，归母净利润同比增长 30%、59%，扣非净利润同比增长 45%、57%，业绩提速明显。19Q1-3 毛利率为 65.54%，同比提升 1.9 pp，利润增速高于收入原因在于产品放量规模效应明显及上市募资带来的财务费用节省综合导致。其中，估计 19Q1-3 核心产品止血和闭合类收入保持 50% 以上增长。

**深耕内镜诊疗耗材 20 年，收获正当时。**从诊疗技术发展来看，诊断方面的早诊早治、治疗方面的微创治疗，是必然趋势。2017 年，全球内镜诊疗耗材市场规模为 50 亿美元（不包括内镜设备）。保守估算，2018 年我国内镜诊疗耗材市场规模为 34 亿元。如果达到美国 2009 年普及率水平，我国内镜诊疗耗材市场规模在 100 亿元以上。在内镜诊疗领域，南微已经形成了六大产品系列，基本覆盖了全型号、全流程。凭借软组织夹、非血管支架等拳头产品，产品已具有国际竞争力。

**微创诊疗高端产品布局崭露头角。**在内镜诊疗耗材快速发展的同时，公司正向微创诊疗高端产品进军：治疗方面，公司通过收购康友医疗 51% 股权切入到肿瘤物理微波消融领域。2018 年肿瘤消融产品收入 7089 万元，在国内该领域市占率约 23%，处第一梯队。另外，技术达到国际领先的 II 型消融针项目正在研发；诊断方面，公司开发出了技术全球领先的 EOCT，目前已获美国 FDA 批准，并于 2017 年进入我国创新医疗器械审批绿色通道，有望于 2020 年底获批。

**◆盈利预测与估值结论：**公司作为内镜诊疗耗材龙头，长期前景广阔。考虑业绩略超预期，微创诊疗产品有望持续放量，我们维持 19 年 EPS 预测为 2.03 元，上调 20-21 年 EPS 为 2.76/3.65 元（原为 2.63/3.34 元），同比增长 40%/36%/33%，现价对应 19-21 年 PE 为 81/59/45 倍。

**◆风险提示：**诉讼风险、控费政策风险、产品注册风险、汇率波动风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	641	922	1,301	1,760	2,332
营业收入增长率	54.64%	43.93%	41.09%	35.26%	32.53%
净利润（百万元）	101	193	270	367	486
净利润增长率	-377.56%	90.45%	40.16%	36.05%	32.33%
EPS（元）	0.76	1.45	2.03	2.76	3.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.22%	33.24%	11.06%	13.48%	15.69%
P/E	215	113	81	59	45
P/B	50.0	37.6	8.9	8.0	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 1 日

当前价：163.36 元

### 分析师

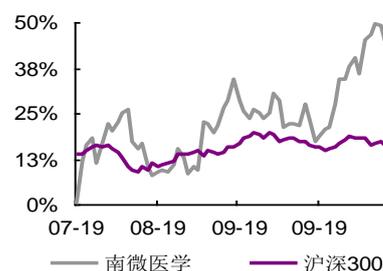
林小伟（执业证书编号：S0930517110003）  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsecn.com](mailto:linxiaowei@ebsecn.com)

宋硕（执业证书编号：S0930518060001）  
021-52523872  
[songshuo@ebsecn.com](mailto:songshuo@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：1.33  
总市值(亿元)：217.82  
一年最低/最高(元)：87.10/173.86  
近 3 月换手率：145.64%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

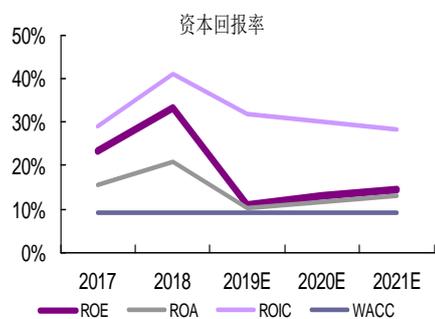
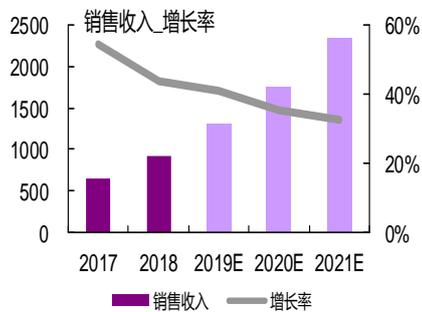
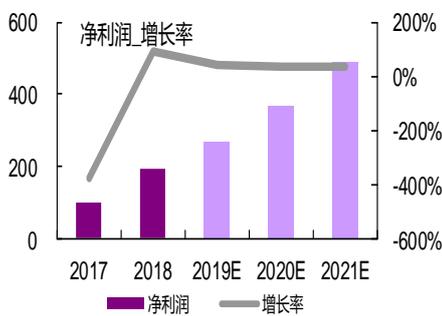
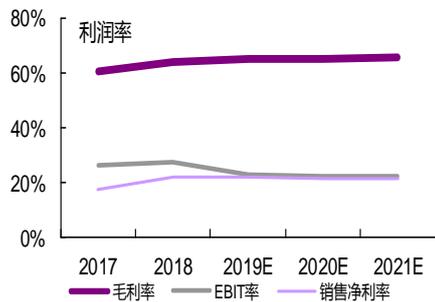
%	一个月	三个月	十二个月
相对	19.07	12.60	0.00
绝对	22.68	18.07	0.00

资料来源：Wind

### 相关研报

深耕微创诊疗 20 载，迎来厚积薄发黄金期  
——南微医学 (688029.SH) 新股定价报告

.....2019-07-21



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>641</b>	<b>922</b>	<b>1,301</b>	<b>1,760</b>	<b>2,332</b>
营业成本	253	334	457	614	803
折旧和摊销	15	19	12	18	28
营业税费	8	15	21	28	37
销售费用	114	185	280	397	542
管理费用	90	127	231	308	402
财务费用	7	1	-10	-20	-22
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	21	13	18	24
<b>营业利润</b>	<b>132</b>	<b>226</b>	<b>319</b>	<b>431</b>	<b>567</b>
<b>利润总额</b>	<b>131</b>	<b>234</b>	<b>323</b>	<b>437</b>	<b>575</b>
少数股东损益	11	11	11	12	13
<b>归属母公司净利润</b>	<b>101</b>	<b>193</b>	<b>270</b>	<b>367</b>	<b>486</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>718</b>	<b>969</b>	<b>2,777</b>	<b>3,154</b>	<b>3,636</b>
流动资产	387	621	2,336	2,549	2,804
货币资金	173	341	1,912	2,003	2,083
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	94	133	196	259	344
应收票据	0	1	1	1	2
其他应收款	5	7	9	11	16
存货	108	133	207	262	342
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	22	21	21	21	21
固定资产	129	132	157	218	302
无形资产	10	15	44	90	164
<b>总负债</b>	<b>252</b>	<b>349</b>	<b>283</b>	<b>364</b>	<b>462</b>
无息负债	156	253	268	349	447
有息负债	96	96	15	15	15
<b>股东权益</b>	<b>466</b>	<b>620</b>	<b>2,494</b>	<b>2,789</b>	<b>3,175</b>
股本	100	100	133	133	133
公积金	276	294	1,881	1,892	1,892
未分配利润	59	184	427	699	1,072
少数股东权益	30	41	52	64	77

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>140</b>	<b>192</b>	<b>146</b>	<b>338</b>	<b>428</b>
净利润	101	193	270	367	486
折旧摊销	15	19	12	18	28
净营运资金增加	29	29	205	132	192
其他	-5	-48	-341	-180	-278
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-100</b>	<b>-26</b>	<b>-97</b>	<b>-182</b>	<b>-256</b>
净资本支出	-53	-49	-110	-200	-280
长期投资变化	22	21	0	0	0
其他资产变化	-69	1	13	18	24
<b>融资活动现金流</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>1,521</b>	<b>-65</b>	<b>-92</b>
股本变化	0	0	33	0	0
债务净变化	26	0	-81	0	0
无息负债变化	45	97	15	81	97
<b>净现金流</b>	<b>24</b>	<b>167</b>	<b>1,571</b>	<b>91</b>	<b>80</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	54.64%	43.93%	41.09%	35.26%	32.53%
净利润增长率	-377.56%	90.45%	40.16%	36.05%	32.33%
EBITDA 增长率	1718.56%	49.47%	12.71%	33.60%	33.49%
EBIT 增长率	-13322.94%	51.61%	16.48%	32.84%	32.56%
<b>估值指标</b>					
PE	215	113	81	59	45
PB	50	38	9	8	7
EV/EBITDA	90	60	66	49	37
EV/EBIT	98	64	68	52	39
EV/NOPLAT	115	74	79	59	45
EV/Sales	26	18	16	12	9
EV/IC	33	30	24	18	13
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	60.57%	63.77%	64.91%	65.11%	65.59%
EBITDA 率	28.53%	29.63%	23.67%	23.38%	23.55%
EBIT 率	26.15%	27.55%	22.74%	22.34%	22.34%
税前净利润率	20.52%	25.38%	24.86%	24.81%	24.63%
税后净利润率 (归属母公司)	15.79%	20.90%	20.76%	20.88%	20.85%
ROA	15.61%	20.99%	10.12%	12.03%	13.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.22%	33.24%	11.06%	13.48%	15.69%
经营性 ROIC	28.89%	40.92%	30.73%	30.16%	29.17%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.25	2.02	9.69	7.90	6.68
速动比率	1.62	1.59	8.83	7.09	5.86
归属母公司权益/有息债务	4.54	6.02	162.84	181.71	206.54
有形资产/有息债务	6.52	8.51	172.56	194.56	221.84
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.76	1.45	2.03	2.76	3.65
每股红利	0.00	0.00	0.63	0.85	1.12
每股经营现金流	1.05	1.44	1.10	2.53	3.21
每股自由现金流(FCFF)	0.63	1.27	-0.21	0.36	0.27
每股净资产	3.27	4.35	18.32	20.44	23.23
每股销售收入	4.80	6.92	9.76	13.20	17.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼