

南微医学 (688029.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

可视化新品实现放量,一季度经营快速修复

业绩简述

4月25日,公司发布2022年年度报告及2023年第一季度报告。2022年公司实现收入19.80亿元,同比+2%;实现归母净利润3.31亿元,同比+2%;实现扣非归母净利润2.99亿元,同比+9%。分季度来看,2022Q4实现收入4.68亿元,同比-16%;归母净利润1.04亿元,同比+36%;扣非归母净利润0.83亿元,同比+23%。2023Q1公司实现收入5.50亿元,同比+24%;归母净利润1.01亿元,同比+134%;扣非归母净利润0.99亿元,同比+131%。

经营分析

整体经营稳中有升,可视化新品快速放量。2022年公司虽然内镜耗材品种出现一定下滑,可视化新产品依然带动公司实现了业务增长。可视化产品实现收入1.90亿元,同比+1851%。公司以胆道镜在消化领域内的临床试用、多中心研究、学术推广等为契机,目前已基本完成一次性内镜在消化领域的营销布局,实现100多家医院装机,一次性胆道镜品种全年实现快速放量。

坚持创新技术研发,一次性内镜技术拓展顺利。公司全年研发费用率8.4%,同比+0.5pct。公司在研发方面聚焦一次性内镜技术,一次性胆道镜延伸产品、一次性支气管镜等新产品研发进展顺利。一次性支气管镜抓住年底ICU扩容机遇入局重症医学新市场,未来可视化产品将成为公司的第二增长曲线。

一季度经营快速修复,利润率提升显著。2023年一季度公司综合毛利率达到62.9%,同比+1.2pct;净利率达到18.8%,同比+8.5pct,预计主要系公司内镜耗材产品Q1销售快速恢复的同时,公司费用率水平也有显著下降。公司2023年Q1管理费用率13.9%,同比-5.5pct。若不考虑股份支付的影响,公司一季度归母净利润同比增长增速约为74%,目前业绩增长已经重回高速增长轨道。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在消化内镜耗材及一次性内镜领域的发展潜力,预计2023-2025年公司归母净利润分别为4.64、6.30、8.27亿元,同比增长41%、36%、31%,EPS分别为2.47、3.36、4.40元,现价对应PE为32、23、18倍,维持“买入”评级。

风险提示

医保控费政策风险;院内需求恢复速度不及预期风险;新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;汇兑风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

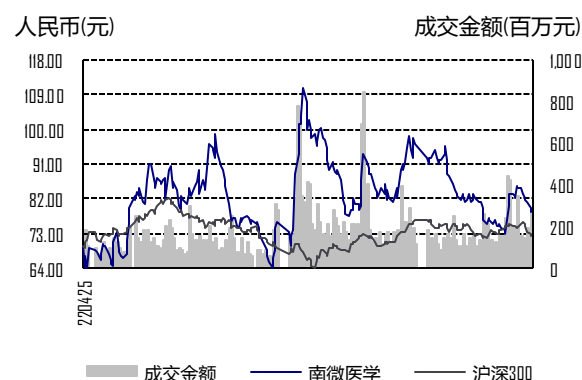
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):78.76元

相关报告:

- 《南微医学公司点评:22年业绩增速承压,内镜诊疗需求有望逐步恢复...》,2023.2.28
- 《降本控费效果显著,可视化平台拓展加速-南微医学2022三季报...》,2022.10.28
- 《疫情导致国内短期承压,创新产品拓展迅速-南微医学中报点评》,2022.8.19



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,702	3,558	4,592
营业收入增长率	46.77%	1.72%	36.47%	31.65%	29.06%
归母净利润(百万元)	325	331	464	630	827
归母净利润增长率	24.54%	1.80%	40.50%	35.70%	31.17%
摊薄每股收益(元)	2.428	1.766	2.473	3.355	4.401
每股经营性现金流净额	1.29	1.34	4.75	3.32	4.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.03%	10.25%	12.95%	15.47%	17.54%
P/E	87.59	46.52	31.85	23.47	17.89
P/B	9.66	4.77	4.13	3.63	3.14

来源:公司年报、国金证券研究所

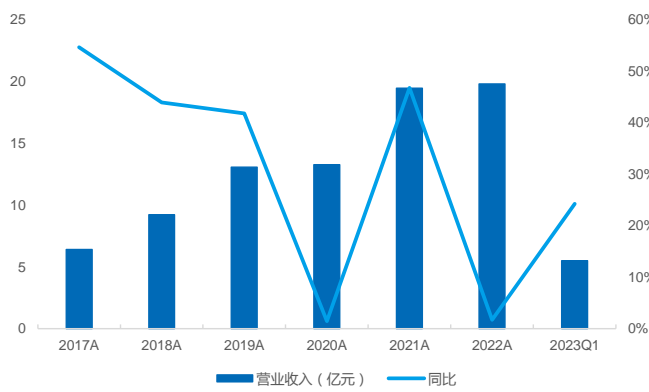
整体经营稳中有升，可视化新品快速放量

2022 年公司积极应对国内疫情反复、国际通货膨胀加剧等不利因素影响，虽然内镜耗材品种出现一定下滑，可视化新产品依然带动公司实现了业务增长。

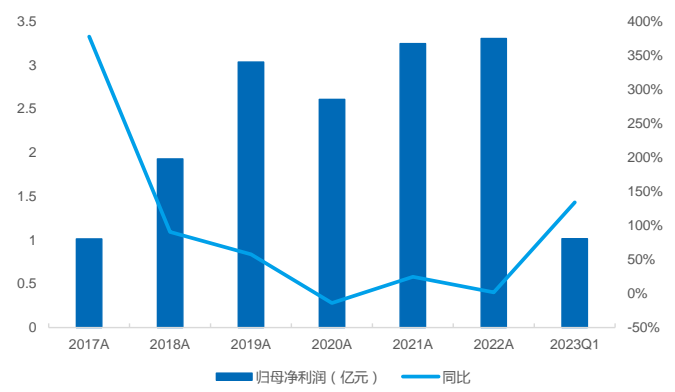
2022 年主营业务中，公司止血闭合类产品实现收入 7.25 亿元，同比-19%；活检类产品实现收入 2.50 亿元，同比+6%；扩张类产品实现收入 1.87 亿元，同比+1%；ERCP 类产品实现收入 1.10 亿元，同比-14%；EMR/ESD 类产品实现收入 2.54 亿元，同比-2%；EUS/EBUS 类产品实现收入 2382 万元，同比+32%；微波消融针实现收入 1.23 亿元，同比-2%；肿瘤消融设备实现收入 584 万元，同比+15%；可视化产品实现收入 1.90 亿元，同比+1851%。公司以胆道镜在消化领域内的临床试用、多中心研究、学术推广等为契机，目前已基本完成一次性内镜在消化领域的营销布局，实现 100 多家医院装机，一次性胆道镜品种全年实现快速放量。

分地区来看，公司内销业务实现收入 11.45 亿元，同比-5%，主要系国内疫情反复影响内镜手术和常规检查需求；公司外销实现收入 8.28 亿元，同比+12%，占总收入比例达到 42%。

图表1：2017A-2023Q1 公司营业收入及增速



图表2：2017A-2023Q1 公司归母净利润及增速

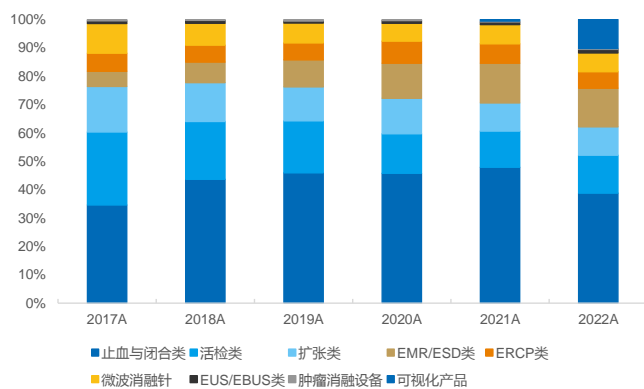


来源：公司公告，国金证券研究所

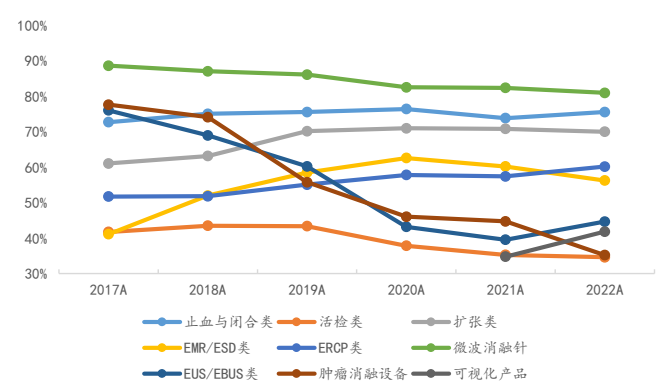
来源：公司公告，国金证券研究所

从产品毛利率来看，2022 年公司止血闭合类产品毛利率为 75.6%，同比+1.7pct；活检类产品毛利率 34.6%，同比-0.7pct；扩张类产品毛利率 70.1%，同比-0.8pct；EMR/ESD 类产品毛利率 56.3%，同比-4.0pct；ERCP 类产品毛利率 60.2%，同比+2.8pct；微波消融针毛利率 81.0%，同比-1.4pct；EUS/EBUS 类产品毛利率 44.7%，同比+5.1pct；肿瘤消融设备毛利率 35.2%，同比-9.5pct；可视化产品实现毛利率 41.9%，同比+7.1pct。虽然可视化产品自身毛利率在快速提升，但由于其在公司产品结构中占比提升较快，公司 2022 年全年综合毛利率达到 61.0%，同比-3.2pct。

图表3：2017-2022 公司收入结构变化



图表4：2017-2022 公司各业务毛利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

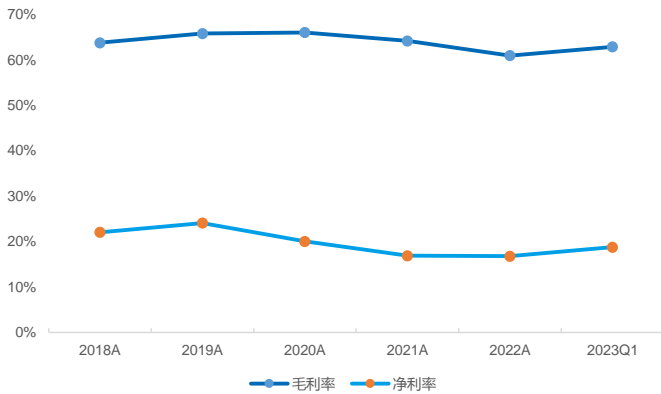
来源：公司公告，国金证券研究所

坚持创新技术研发，一次性内镜技术拓展顺利

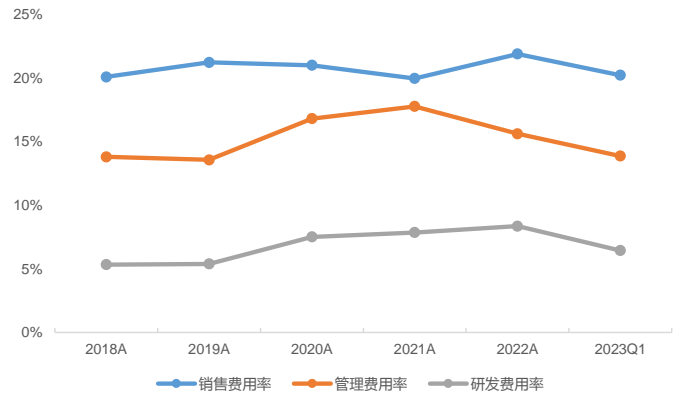
2022 年公司综合净利率达 16.8%，同比-0.1pct，维持相对平稳。公司全年销售费用率 21.9%，同比+1.9pct；管理费用率 13.9%，同比-2.2pct；研发费用率 8.4%，同比+0.5pct。公司在研发方面聚焦一次性内镜技术，一次性胆道镜延伸产品、一次性支气管镜等新产品研发

进展顺利。目前公司仍在持续提升产品性能、降低生产成本，一次性支气管镜抓住年底ICU扩容机遇入局重症医学新市场，有望成为公司有一个新的增长点。未来可视化产品将成为公司的第二增长曲线。

图表5: 2018A-2023Q1 公司利润率变化



图表6: 2018A-2023Q1 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

一季度经营快速修复, 利润率提升显著

2023年一季度公司综合毛利率达到62.9%, 同比+1.2pct; 净利率达到18.8%, 同比+8.5pct, 预计主要系公司内镜耗材产品一季度销售快速恢复的同时, 公司费用率水平也有显著下降。公司2023年Q1管理费用率达到13.9%, 同比-5.5pct, 2022年Q1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1568万元。若不考虑股份支付的影响, 公司一季度归母净利润同比增长增速约为74%, 目前业绩增长已经重回高速增长轨道。

风险提示

医保控费政策风险: 未来若公司部分产品纳入带量采购或者DRGs等政策导致产品价格降价, 将可能对公司利润率或盈利能力造成负面影响。

院内需求恢复速度不及预期风险: 若院内消化内镜耗材手术量恢复情况较慢, 将可能对公司部分产品销售造成负面影响。

新产品研发不达预期风险: 若公司不同板块在研产品推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

汇率波动风险: 由于公司存在部分境外销售业务, 若人民币兑美元汇率发生较大波动, 将可能对公司收入及利润造成一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	1,326	1,947	1,980	2,702	3,558	4,592	货币资金	645	1,163	1,875	2,380	2,698	3,223	
增长率		46.8%	1.7%	36.5%	31.7%	29.1%	应收款项	226	367	293	388	511	660	
主营业务成本	-451	-697	-773	-990	-1,300	-1,676	存货	215	394	567	526	691	891	
%销售收入	34.0%	35.8%	39.1%	36.7%	36.6%	36.5%	其他流动资产	1,412	882	247	50	63	78	
毛利	876	1,249	1,207	1,712	2,257	2,916	流动资产	2,498	2,807	2,983	3,345	3,963	4,851	
%销售收入	66.0%	64.2%	60.9%	63.4%	63.5%	63.5%	%总资产	80.5%	77.3%	76.6%	75.1%	76.5%	79.2%	
营业税金及附加	-12	-16	-16	-22	-28	-37	长期投资	35	58	53	73	103	153	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	374	467	560	724	796	790	
销售费用	-278	-389	-433	-554	-729	-941	%总资产	12.1%	12.9%	14.4%	16.3%	15.4%	12.9%	
%销售收入	21.0%	20.0%	21.9%	20.5%	20.5%	20.5%	无形资产	179	264	265	276	286	295	
管理费用	-223	-346	-309	-405	-516	-643	非流动资产	607	825	911	1,107	1,218	1,271	
%销售收入	16.8%	17.8%	15.6%	15.0%	14.5%	14.0%	%总资产	19.5%	22.7%	23.4%	24.9%	23.5%	20.8%	
研发费用	-100	-153	-165	-216	-302	-390	资产总计	3,105	3,632	3,894	4,452	5,181	6,122	
%销售收入	7.5%	7.9%	8.3%	8.0%	8.5%	8.5%	短期借款	0	7	6	6	6	6	
息税前利润 (EBIT)	263	346	283	515	681	905	应付款项	334	421	380	575	741	954	
%销售收入	19.8%	17.8%	14.3%	19.1%	19.2%	19.7%	其他流动负债	87	174	171	216	286	368	
财务费用	-16	-21	61	44	52	61	流动负债	421	602	558	797	1,032	1,327	
%销售收入	1.2%	1.1%	-3.1%	-1.6%	-1.5%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-15	-24	-23	-28	-9	-11	其他长期负债	20	40	61	14	13	12	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	442	641	620	811	1,045	1,339	
投资收益	49	65	43	10	10	10	普通股股东权益	2,611	2,943	3,225	3,586	4,076	4,715	
%税前利润	16.4%	17.3%	11.7%	1.8%	1.4%	1.0%	其中：股本	133	134	188	188	188	188	
营业利润	282	367	364	541	735	965	未分配利润	566	779	1,009	1,370	1,860	2,499	
营业利润率	21.3%	18.9%	18.4%	20.0%	20.7%	21.0%	少数股东权益	53	47	49	54	60	68	
营业外收支	19	10	4	5	5	5	负债股东权益合计	3,105	3,632	3,894	4,452	5,181	6,122	
税前利润	301	377	368	546	740	970	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	22.7%	19.4%	18.6%	20.2%	20.8%	21.1%	每股指标							
所得税	-35	-48	-35	-76	-104	-136	每股收益	1.956	2.428	1.766	2.473	3.355	4.401	
所得税率	11.6%	12.7%	9.5%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	19.581	22.007	17.223	19.091	21.697	25.098	
净利润	266	329	333	469	636	834	每股经营现金净流	1.734	1.293	1.336	4.750	3.321	4.401	
少数股东损益	5	5	2	5	6	8	每股股利	1.000	0.600	0.750	0.550	0.750	1.000	
归属于母公司的净利润	261	325	331	464	630	827	回报率							
净利率	19.7%	16.7%	16.7%	17.2%	17.7%	18.0%	净资产收益率	9.99%	11.03%	10.25%	12.95%	15.47%	17.54%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.40%	8.94%	8.49%	10.43%	12.17%	13.51%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	8.72%	10.08%	7.81%	12.14%	14.15%	16.25%	
净利润	266	329	333	469	636	834	增长率							
少数股东损益	5	5	2	5	6	8	主营业务收入增长率	1.45%	46.77%	1.72%	36.47%	31.65%	29.06%	
非现金支出	49	82	101	81	76	86	EBIT增长率	-17.98%	31.77%	-18.13%	81.74%	32.35%	32.77%	
非经营收益	-29	-42	-92	-12	-15	-15	净利润增长率	-14.11%	24.54%	1.80%	40.50%	35.70%	31.17%	
营运资金变动	-55	-196	-91	354	-73	-79	总资产增长率	8.00%	16.96%	7.22%	14.32%	16.39%	18.15%	
经营活动现金净流	231	173	250	892	624	826	资产管理能力							
资本开支	-161	-163	-211	-228	-143	-73	应收账款周转天数	51.6	52.5	58.7	52.0	52.0	52.0	
投资	-41	346	832	-20	-30	-50	存货周转天数	172.9	159.5	227.0	200.0	200.0	200.0	
其他	39	63	48	10	10	10	应付账款周转天数	164.7	156.7	169.2	160.0	160.0	160.0	
投资活动现金净流	-163	246	669	-238	-163	-113	固定资产周转天数	71.4	52.2	52.2	53.7	46.1	35.2	
股权募资	0	36	36	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	0	-44	0	0	净负债/股东权益	-76.34%	-66.65%	-57.40%	-65.50%	-65.35%	-67.49%	
其他	-52	-102	-110	-104	-141	-188	EBIT利息保障倍数	16.9	16.6	-4.7	-11.8	-13.0	-14.8	
筹资活动现金净流	-52	-66	-74	-148	-141	-188	资产负债率	14.22%	17.66%	15.91%	18.22%	20.18%	21.88%	
现金净流量	-1	322	908	506	320	526								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-06	买入	258.11	239.45~386.01
2	2021-10-21	买入	261.29	N/A
3	2021-10-28	买入	255.60	N/A
4	2022-02-26	买入	154.79	N/A
5	2022-04-26	买入	98.10	N/A
6	2022-08-19	买入	87.12	N/A
7	2022-10-28	买入	99.94	N/A
8	2023-02-28	买入	81.80	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402