

南微医学(688029)

报告日期: 2023年04月26日

## 业务结构优化, 看好疫后潜力

### ——南微医学 2022 年报及 2023 一季报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 疫情扰动已消退, 看好 2023 年业绩修复潜力

**2022 年:** 公司实现营业收入 19.8 亿元, 同比增加 1.72%; 归母净利润 3.31 亿元, 同比增加 1.80%; 扣非归母净利润 3.00 亿元, 同比增加 8.64%。若剔除股份支付和所得税影响, 归母净利润为 3.32 亿元, 同比减少 15.58%。

**2022 年 Q1:** 公司实现营业收入 5.50 亿元, 同比增加 24.26%; 归母净利润 1.01 亿元, 同比增加 133.98%; 扣非归母净利润 0.99 亿元, 同比增加 131.00% (若不考虑 2022 年同期股票激励计划影响, 同比增长 74.16%)。

主要受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因素影响, 公司 2022 年收入及利润端短期承压。2023Q1, 随着疫情消退, 手术量逐步恢复, 带来公司经营层面逐步改善。

##### □ 成长性分析: 产品+渠道结构优化, 第二增长曲线渐成。

**产品结构优化:** 2021 年以来公司加大对可视化产品业务的拓展, 基于良好的医工合作基础, 公司一次性胆道镜产品自 2022 年上市, 便同步配合开展全国多中心临床研究迅速打开了市场, 在部分传统内镜耗材销售下滑形势下, 成为公司业务持续发展的重要支撑 (2022 年公司可视化业务收入 1.90 亿元, 占总营收 9.6%)。另外, 公司一次性支气管镜已于 2022 年 6 月获得国内注册证, 并抓住年底 ICU 扩容机遇入局重症医学新市场, 通过快速迭代改进, 快速投标入院, 已于 2022 年实现销售收入, 我们预计, 2023 年有望成为继一次性胆道镜产品, 公司又一个新的增长点。此外, 在新产品布局和迭代上, 牵拉夹、三臂夹、闭合夹、合金夹等止血类产品相继于 2022 年获得国内注册; 依托于南微纽诺的首款上市产品——三叉神经压迫球囊装置, 已于 2022 年 7 月获得首批销售回款, 公司涉足领域及产品结构有望得到进一步优化, 我们持续看好公司凭借着优秀的医工转化平台、完善的市场准入和渠道建设优势, 为新业务新产品持续赋能, 打开长期成长天花板的潜力。

**渠道结构优化:** 2022 年公司着力于海外团队搭建及优化工作, 其中欧洲区域: 加大对英国、法国、荷兰等新设子公司扶持, 指导其迅速完成办公设施建设、团队建设、销售网络搭建工作。美洲方面: 引入麦肯锡团队就美国公司未来发展进行战略咨询, 并制定了切实可行的调整改革计划 (如改革销售激励方式等)。从结果来看, 2022 年国内因疫情反复影响内镜手术及常规检查, 实现收入 11.45 亿元, 同比减少 4.58%。而海外市场经历了俄乌局势以及区域销售模式切换等多方面因素影响, 依旧保持了较为良好的正增长, 其中欧洲、中东及非洲 (EMEA) 市场 2022 年实现 6.08% 的同比增长, 美洲市场实现 14.63% 同比增长。我们认为, 随着欧洲部分区域销售模式的切换带来销售团队及销售网络的逐步完善、美洲市场销售团队的持续优化, 以及海外国际局势的好转, 公司海外产品市场覆盖率及渗透率或将得到较快提升, 并带动海外收入逐步进入到加速阶段。

##### □ 盈利能力分析: 成本下行, 盈利能力有望逐步提升

**毛利率:** 2022 年公司毛利率 60.95%, 同比减少 3.23pct, 主要受人力成本及运输成本增加以及产品结构变化影响。其中可视化产品 2022 年开始快速放量, 由于产品量产时间短, 毛利率较低 (2022 年收入 1.90 亿元, 占比为 9.6%, 毛利率 41.9%), 对公司整体毛利率有所拖累。2023 年 Q1 公司毛利率为 62.87%, 同比增加 1.17pct。我们预计随着可视化产品逐步规模化摊薄成本, 以及疫情消退带来人力及运输成本回落, 公司毛利率有望逐步提升。

**净利率:** 2022 年公司销售净利率 16.81%, 同比减少 0.11pct, 除去毛利率影响外, 公司销售费用率为 21.88%, 同比提升 1.92pct, 管理费用率为 15.61%, 同比

#### 投资评级: 增持(维持)

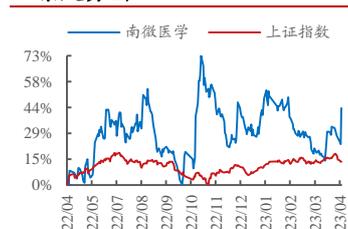
**分析师: 孙建**  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

**研究助理: 刘明**  
 liuming01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥91.79
总市值(百万元)	17,242.51
总股本(百万股)	187.85

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《战略布局拐点, 看好海外放量——南微医学 2022 三季报点评》2022.10.28
- 《业务结构优化, 增长曲线渐成——南微医学 2022 年中报点评》2022.08.19
- 《【浙商医药】南微医学 2021 年报及 2022Q1 点评: 核心产品增长强劲, 新业务拓展或超预期》2022.04.26

下降 2.16pct (主要系实施股权激励计划产生费用减少所致), 财务费用率为-3.06%, 同比减少 4.13pct (主要系因汇率波动影响导致的汇兑收益增加所致), 研发费用率为 8.35%, 同比增加 0.5pct。我们预计, 随着疫情消退, 手术量逐步恢复, 公司收入快速增长摊薄费用, 公司净利率有望得到快速提升。(2023 年 Q1 净利率为 18.80%, 同比提升 8.52pct, 环比提升 1.99pct)。

**经营质量:** 2022 年公司经营性现金流净额为 2.50 亿元, 同比增加 44.68%。预计主要与经营性应收项目的减少有关 (2022 年经营性应收项目减少 0.70 亿元, 2021 年经营性应收项目增加 1.80 亿元), 经营质量已逐步恢复。

我们认为, 随着全球新冠疫情逐步缓解、公司股权激励费用摊薄逐渐减小、海外直销团队收入规模的快速提升, 以及可视化业务规模效应逐步显现, 2023-2025 年公司盈利能力有望得到持续改善。

#### □ 盈利预测与估值:

我们认为, 南微医学是国内少有的依托于密切的医工合作, 能够持续孵育出爆款新产品的企业。随着国内疫情消退, 手术量快速恢复, 以及公司海外营销网络的逐步优化和可视化等新业务的持续放量并贡献第二增长动力。我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.47、3.33、4.24 元/股, 2023 年 4 月 26 日收盘价对应 2023 年 PE 为 37 倍, 维持“增持”评级。

#### □ 风险提示:

股权激励对表观业绩影响的波动性风险、国外局势扰动风险、新产品销售不及预期风险、汇兑风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1980.14	2740.39	3470.07	4304.93
(+/-) (%)	1.72%	38.39%	26.63%	24.06%
归母净利润	330.59	464.65	624.61	796.40
(+/-) (%)	1.80%	40.55%	34.43%	27.50%
每股收益(元)	1.76	2.47	3.33	4.24
P/E	52.15	37.10	27.60	21.65

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2983	3495	4214	5119
现金	1875	1464	2216	3048
交易性金融资产	11	745	531	429
应收账款	282	359	422	491
其它应收款	11	15	19	24
预付账款	28	38	48	60
存货	567	666	769	859
其他	209	209	209	209
<b>非流动资产</b>	911	1003	1099	1175
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	44	46	45	46
固定资产	283	390	476	548
无形资产	98	114	136	141
在建工程	277	245	230	227
其他	210	208	212	213
<b>资产总计</b>	3894	4498	5314	6295
<b>流动负债</b>	558	704	883	1062
短期借款	0	0	0	0
应付款项	332	440	551	671
预收账款	1	2	3	3
其他	224	262	330	387
<b>非流动负债</b>	61	50	56	53
长期借款	0	0	0	0
其他	61	50	56	53
<b>负债合计</b>	620	754	939	1115
少数股东权益	49	54	61	69
归属母公司股东权益	3225	3690	4314	5111
<b>负债和股东权益</b>	3894	4498	5314	6295

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	250	423	648	829
净利润	333	470	631	805
折旧摊销	47	58	76	91
财务费用	(61)	2	(5)	(17)
投资损失	(43)	(53)	(54)	(50)
营运资金变动	(138)	11	67	40
其它	113	(66)	(67)	(40)
<b>投资活动现金流</b>	669	(833)	100	(14)
资本支出	(93)	(110)	(120)	(130)
长期投资	5	(2)	1	(1)
其他	756	(721)	219	117
<b>筹资活动现金流</b>	(74)	(2)	5	17
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(74)	(2)	5	17
<b>现金净增加额</b>	845	(412)	752	832

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1980	2740	3470	4305
营业成本	773	1024	1281	1562
营业税金及附加	16	22	28	35
营业费用	433	562	711	883
管理费用	309	419	503	624
研发费用	165	219	274	336
财务费用	(61)	2	(5)	(17)
资产减值损失	23	32	40	50
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	43	53	54	50
其他经营收益	0	0	1	1
<b>营业利润</b>	364	512	692	884
营业外收支	4	6	6	6
<b>利润总额</b>	368	519	698	889
所得税	35	49	66	85
<b>净利润</b>	333	470	631	805
少数股东损益	2	5	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	331	465	625	796
EBITDA	387	578	774	981
EPS (最新摊薄)	1.76	2.47	3.33	4.24

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.72%	38.39%	26.63%	24.06%
营业利润	-0.82%	40.72%	34.97%	27.76%
归属母公司净利润	1.80%	40.55%	34.43%	27.50%
<b>获利能力</b>				
毛利率	60.95%	62.62%	63.07%	63.72%
净利率	16.81%	17.13%	18.19%	18.69%
ROE	10.55%	13.24%	15.39%	16.67%
ROIC	9.37%	12.58%	14.47%	15.60%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.91%	16.77%	17.66%	17.71%
净负债比率	1.04%	0.88%	0.70%	0.59%
流动比率	5.34	4.96	4.77	4.82
速动比率	4.33	4.02	3.90	4.01
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.65	0.71	0.74
应收账款周转率	6.22	8.15	7.84	7.77
应付账款周转率	2.16	2.65	2.59	2.56
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.76	2.47	3.33	4.24
每股经营现金	1.33	2.25	3.45	4.41
每股净资产	17.17	19.65	22.97	27.21
<b>估值比率</b>				
P/E	52.15	37.10	27.60	21.65
P/B	5.35	4.67	4.00	3.37
EV/EBITDA	35.17	26.20	18.88	14.16

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>