

2023年05月05日

证券研究报告·2022年年报及2023年一季报点评

南微医学 (688029) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 87.37元

目标价: 108.45元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

23Q1 业绩恢复明显，可视化业务未来可期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现收入 19.8 亿元 (+1.72%), 实现归母净利润 3.3 亿元 (+1.8%), 实现扣非归母 3 亿元 (+8.6%)。经营活动现金流净额 2.5 亿元 (+44.7%)。2022 年公司实施股权激励计划产生股份支付费用为 620.74 万元, 若剔除股份支付和所得税影响, 实现归母净利润 3.3 亿元 (-15.6%)。同日, 公司公布 2023 年一季度报告, 实现收入 5.5 亿元 (+24.3%), 实现归母净利润 1 亿元 (+134%), 实现扣非归母 1 亿元 (+131%)。经营活动现金流净额 6.6 亿元。22 年业绩短期承压, 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。
- **22 年业绩短期承压, 收入结构变化影响短期毛利率。** 1) 分季度看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4/23Q1 单季度收入分别为 4.2/5.2/5.5/4.7/5.5 亿元 (+12.5%/+7.6%/+7.3%/-16.1%/+24.3%), 22 年前三季度维持稳健增长, 第四季度受到疫情引起的手术量下降, 业绩下滑较为明显。2) 从盈利能力看, 22 年毛利率为 60.9% (-3.2pp), 主要因可视化产品短期毛利率偏低且止血闭合类收入下降所致, 四费率为 42.8% (-3.9pp), 其中销售和研发费用率分别增加 1.9p 和 0.5pp, 管理和财务费用率分别减少 2.2pp 和 4.1pp, 但 22 年综合税率降低 3.2pp, 最终归母净利率与 21 年 16.7% 持平。
- **疫情影响国内内镜业务, 可视化产品贡献大增量。** 分区域看, 22 年国内收入 11.5 亿元 (-4.6%), 主要因国内疫情形势严峻影响内镜手术和常规检查。国内可视化业务营收约 1.9 亿元, 大幅提振公司国内内镜营收; 22 年国外收入 8.3 亿元 (+11.6%), 22 年美国、欧洲、亚太等海外主要市场有效克服了俄乌冲突、通货膨胀率升高等不利因素影响。分产品看, 传统内镜耗材产品方面, 预计 EMR/ESD 类同比下降 2.2%, ERCP 类同比下滑 14.3%, 扩张类基本维稳+0.8%, 止血闭合类两位数下降; 新增可视化产品类收入 1.9 亿元, 占营收比重 9.6%, 第二增长曲线正在形成。
- **内镜设备耗材化趋势初现, 聚焦一次性内镜技术夯实第二增长曲线。** 随着内镜手术的不断普及, 内镜诊疗器械需求量不断增加, 据波士顿科学的统计和分析, 2022 年全球内镜诊疗器械市场规模为 60 亿美元, 公司在全球市场份额仅为低个位数, 未来提升空间巨大。此外, 基于成本因素和感染风险的考量, 内镜设备耗材化的趋势已经逐渐形成, 根据 Frost&Sullivan 数据, 2020 年全球和国内一次性内镜规模分别为 5.3 亿美元和 3680 万元, 2020~2025 年复合增速分别为 45.1% 和 107.6%, 公司重点加大可视化产品研发, 一次性胆道镜国内上市后首年实现较好的销售收入, 一次性胆道镜延伸产品及一次性支气管镜等其他一次性内镜产品研发进展顺利。后续将继续取得海外市场和新产品的注册证, 公司已抓住一次性内镜的发展大机会。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.5、6.2、8.2 亿元。公司作为内镜诊疗创新器械龙头, 全球竞争力不断提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、政策控费风险、汇率风险、新品放量或不及预期。

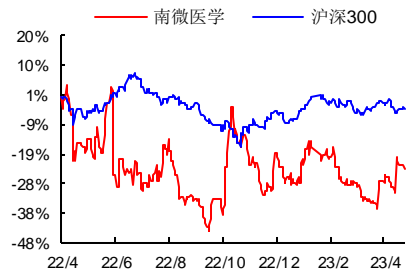
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1980.14	2615.65	3343.96	4232.39
增长率	1.72%	32.09%	27.84%	26.57%
归属母公司净利润 (百万元)	330.59	453.63	616.05	816.58
增长率	1.80%	37.22%	35.80%	32.55%
每股收益 EPS (元)	1.76	2.41	3.28	4.35
净资产收益率 ROE	10.16%	12.52%	4.81%	16.80%
PE	50	36	27	20
PB	5.09	4.55	3.97	3.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.88
流通 A 股(亿股)	0.90
52 周内股价区间(元)	60.74-111.66
总市值(亿元)	164
总资产(亿元)	39.66
每股净资产(元)	17.72

相关研究

1. 南微医学 (688029): 22H1 业绩符合预期, 可视化类夯实第二增长曲线 (2022-08-19)
2. 南微医学 (688029): 2021 年业绩符合预期, 2022Q1 可视化类贡献新增长点 (2022-04-26)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司止血及闭合类（标准款软组织夹，高性能款软组织夹，止血夹，止血及闭合类）产品 2023-2025 年销量分别上涨 30%、25%、25%。

假设 2：公司活检类（活检钳，细胞刷）产品得益于手术量的上升及医院需求端的恢复，预计 2023-2025 年销量将上涨 25%、25%、25%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 3：公司扩张类（支架，扩张球囊等）产品 2023 年随着需求的复苏，预计会呈现稳定增长态势。预计 2023-2025 年销量将上涨 25%、25%、25%。

假设 4：公司 ERCP 类产品预计 2023-2025 年销量将上涨 30%、25%、25%。

假设 5：公司 EMR/ESD 类产品预计 2023-2025 年销量将稳定上涨 30%、25%、25%。随着消化道早筛的普及，预计相应的检查量和手术量将持续上涨，推升相关产品的销量。

假设 6：公司 EUS/EBUS 类产品预计 2023-2025 年销量将稳定上涨 30%、25%、25%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 7：公司微波消融针产品预计 2023-2025 年销量将稳定上涨 15%、15%、15%。

假设 8：公司肿瘤消融设备产品预计 2023-2025 年销量将稳定上涨 10%、10%、10%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 9：公司可视化产品类产品预计 2023-2025 年销量将快速上涨 100%、40%、30%。产品初期推出阶段。其中一次性内窥镜是内窥镜体逐步走向耗材化的典型代表。公司重点加大可视化产品研发，一次性胆道镜国内上市后首年实现较好的销售收入。预计未来可视化产品将持续放量。

假设 10：公司代理业务预计 2023-2025 年销量将稳定上涨 25%、25%、25%，主要系美洲市场的增长态势持续向好。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
止血及闭合类	收入	725	943	1178	1473
	增速	-18.7%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	75.6%	70.0%	70.0%	70.0%
活检类	收入	250	313	391	489
	增速	5.6%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	34.6%	40.0%	40.0%	40.0%
扩张类	收入	187	234	292	365
	增速	0.8%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	71.0%	70.0%	70.0%	70.0%
ERCP 类	收入	110	148	200	270

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
		-14.3%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	60.2%	58.0%	58.0%	58.0%
EMR/ESD 类	收入	254	343	446	580
	增速	-2.2%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	60.0%	65.0%	65.0%	65.0%
EUS/EBUS 类	收入	24	32	42	54
	增速	32.0%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	44.7%	50.0%	55.0%	55.0%
微波消融针	收入	123	142	163	188
	增速	-2.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	81.0%	82.0%	82.0%	82.0%
肿瘤消融设备	收入	6	6	7	8
	增速	14.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	35.1%	45.0%	45.0%	45.0%
可视化产品类	收入	190	380	533	692
	增速	1850.6%	100.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	41.9%	45.0%	47.0%	50.0%
其他主营业务	收入	50	63	79	98
	增速	9.5%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	43.4%	45.0%	45.0%	45.0%
代理经销	收入	54	67	84	105
	增速	55.4%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	7	7	8	9
	增速	41.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
合计	收入	1980	2616	3344	4232
	增速	1.7%	32.1%	27.8%	26.6%
	毛利率	60.9%	60.6%	60.6%	61.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营收分别为 26.2 亿元 (+32.1%)、33.4 亿元 (+27.8%) 和 42.3 亿元 (+26.6%)，归母净利润分别为 4.5 亿元 (+37.2%)、6.2 亿元 (+35.8%) 和 8.2 亿元 (+32.5%)，EPS 分别为 2.41 元、3.28 元、4.35 元，对应动态 PE 分别为 36 倍、27 倍、20 倍。

公司多年深耕内镜下诊疗领域，对微创技术发展历程和趋势、临床诊疗需求、医患痛点有着深刻理解。多年来，公司顺应临床医学从传统外科手术到微创诊疗手术的行业发展趋势，依托内镜诊疗技术平台，通过自主研发和医工结合逐步形成了包括扩张（包含非血管腔道支架与球囊类）、止血闭合、EMR/ESD、活检、EUS/EBUS、及 ERCP 六大类近 30 项内镜诊疗核心领域的技术。公司也在加速一次性内镜方面的探索，公司一次性胆道镜已于 2021

年取得国内注册证正式获批上市，一次性支气管镜已于 2022 年获得国内注册证，一次性胆道镜延伸产品等正在加速推进中。2022 年公司一次性胆道镜产品销售顺利，已实现 100 多家医院装机；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，快速迭代改进，快速投标入院，有望成为公司有一个新的增长。考虑到公司品类齐全的产品布局、高性价比的成本优势、不断扩大的规模效应、以及国内国际的双轮驱动，公司竞争力明显，未来成长性突出。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300595.SZ	欧普康视	31.60	0.90	1.16	1.46	35	27	22
002901.SZ	大博医疗	33.64	0.72	1.12	1.53	47	30	22
688161.SH	威高骨科	53.29	1.64	2.06	2.52	33	26	21
300760.SZ	迈瑞医疗	314.36	9.59	11.57	13.95	33	27	23
688016.SH	心脉医疗	171.67	6.52	8.58	10.95	26	20	16
平均值						35	26	21

数据来源：Wind，西南证券整理；股价截至 2023 年 5 月 5 日

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 36 倍，行业平均值为 35 倍，与行业平均估值水平接近。看好产品端带来的增量空间以及利润端进一步的弹性释放，随着研发推进，可视化业务有望打开公司更大的成长空间。考虑到公司品类齐全的产品布局、高性价比的成本优势、不断扩大的规模效应、以及国内国际的双轮驱动，公司未来成长性突出，给予 2023 年 45 倍估值，对应目标价 108.45 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1980.14	2615.65	3343.96	4232.39	净利润	332.84	458.63	621.05	821.58
营业成本	773.25	1031.85	1317.18	1652.15	折旧与摊销	46.95	42.34	54.89	67.46
营业税金及附加	15.98	20.93	26.75	33.86	财务费用	-60.67	2.00	2.00	2.00
销售费用	433.26	541.58	649.89	812.36	资产减值损失	-22.04	0.00	0.00	0.00
管理费用	309.07	390.85	488.56	586.28	经营营运资本变动	-323.11	-207.38	-211.14	-265.50
财务费用	-60.67	2.00	2.00	2.00	其他	276.17	-72.06	-79.50	-75.26
资产减值损失	-22.04	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	250.14	223.53	387.29	550.29
投资收益	43.10	80.00	80.00	80.00	资本支出	-182.05	-280.00	-280.00	-280.00
公允价值变动损益	0.13	0.00	0.00	0.00	其他	850.64	80.00	80.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	668.59	-200.00	-200.00	-200.00
营业利润	364.16	501.78	681.24	902.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.71	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	367.87	506.78	686.24	907.83	股权融资	41.76	0.00	0.00	0.00
所得税	35.03	48.14	65.19	86.24	支付股利	-100.31	-66.12	-90.73	-123.21
净利润	332.84	458.63	621.05	821.58	其他	-15.21	-12.62	-2.00	-2.00
少数股东损益	2.25	5.00	5.00	5.00	筹资活动现金流净额	-73.76	-78.74	-92.73	-125.21
归属母公司股东净利润	330.59	453.63	616.05	816.58	现金流量净额	907.90	-55.21	94.57	225.08
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1875.37	1820.16	1914.73	2139.81	成长能力				
应收和预付款项	320.58	470.51	595.36	745.45	销售收入增长率	1.72%	32.09%	27.84%	26.57%
存货	567.31	752.32	964.38	1209.56	营业利润增长率	-0.82%	37.79%	35.77%	32.53%
其他流动资产	219.49	286.49	363.27	456.94	净利润增长率	1.06%	37.79%	35.41%	32.29%
长期股权投资	43.98	43.98	43.98	43.98	EBITDA 增长率	-19.73%	55.84%	35.16%	31.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	560.14	814.45	1056.21	1285.40	毛利率	60.95%	60.55%	60.61%	60.96%
无形资产和开发支出	229.12	216.06	203.00	189.94	三费率	34.42%	35.72%	34.10%	33.09%
其他非流动资产	78.05	74.45	70.86	67.27	净利率	16.81%	17.53%	18.57%	19.41%
资产总计	3894.02	4478.42	5211.79	6138.34	ROE	10.16%	12.52%	14.81%	16.80%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.55%	10.24%	11.92%	13.38%
应付和预收款项	458.99	684.14	867.82	1073.24	ROIC	21.08%	25.92%	27.27%	29.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.70%	20.88%	22.07%	22.97%
其他负债	160.56	131.45	150.83	173.59	营运能力				
负债合计	619.55	815.59	1018.65	1246.83	总资产周转率	0.53	0.62	0.69	0.75
股本	187.81	187.85	187.85	187.85	固定资产周转率	7.05	6.39	5.09	4.75
资本公积	1914.11	1914.07	1914.07	1914.07	应收账款周转率	6.05	7.30	6.93	6.97
留存收益	1118.93	1506.44	2031.76	2725.13	存货周转率	1.59	1.56	1.53	1.52
归属母公司股东权益	3225.00	3608.36	4133.68	4827.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.76%	—	—	—
少数股东权益	49.46	54.46	59.46	64.46	资本结构				
股东权益合计	3274.47	3662.83	4193.14	4891.52	资产负债率	15.91%	18.21%	19.55%	20.31%
负债和股东权益合计	3894.02	4478.42	5211.79	6138.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.34	4.41	4.01	3.84
					速动比率	4.33	3.42	3.00	2.82
					股利支付率	30.34%	14.58%	14.73%	15.09%
					每股指标				
					每股收益	1.76	2.41	3.28	4.35
					每股净资产	17.17	19.21	22.01	25.70
					每股经营现金	1.33	1.19	2.06	2.93
					每股股利	0.53	0.35	0.48	0.66
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	350.44	546.12	738.13	972.29					
PE	49.65	36.18	26.64	20.10					
PB	5.09	4.55	3.97	3.40					
PS	8.29	6.27	4.91	3.88					
EV/EBITDA	41.34	26.62	19.57	14.63					
股息率	0.61%	0.40%	0.55%	0.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	