

南微医学(688029)

报告日期: 2023年08月07日

## 疫后复苏持续, 可视化出海可期

### ——南微医学 2023 中报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 疫后复苏持续, 指引全年高增长态势

**2023H1:** 公司实现营业收入 11.47 亿元, 同比增加 19.46%; 归母净利润 2.64 亿元, 同比增加 111.69%; 扣非归母净利润 2.59 亿元, 同比增加 116.87%。

**2023Q2:** 公司实现营业收入 5.97 亿元, 同比增加 15.35%; 归母净利润 1.63 亿元, 同比增加 99.82%; 扣非归母净利润 1.60 亿元, 同比增加 108.90%。

2023 年上半年, 国内医院终端诊疗全面恢复。春节后, 受疫情影响较大的择期手术快速复苏, 与公司主营业务相关的消化内镜诊疗耗材的采购需求放量明显。

##### □ 成长性分析: 可视化产品海外获批, 看好全球化放量潜力

①**从国内外来看:** 2023H1 国内市场主营收入约 6.94 亿元, 去年同期 5.96 亿元, YOY 16.43%; 国际市场主营收入约 4.47 亿元, 去年同期 3.63 亿元, YOY 22.97%。

②**从各利润中心来看:** 亚太区市场销售收入 6.53 亿元, YOY 18.2%, 其中国内内镜耗材收入 5.50 亿元, YOY 33.33%, 亚太海外整体收入约 0.53 亿元, YOY 44.7%, 可视化产品收入约 0.5 亿元, YOY -51.46%; 美洲区市场收入约 2.02 亿元, YOY 21%; EMEA (欧洲、中东及非洲) 市场收入 1.79 亿元, YOY 21%; 康友医疗收入 1.09 亿元, YOY 18%。

③**从新产品研发来看:** 在可视化产品方面: 2023H1, 公司一次性胆道镜陆续获得 FDA、CE 及日本注册, 为进一步全球推广奠定基础; 一次性支气管镜已于 2022 年 6 月获得国内注册证, 目前仍处于持续放量阶段; 一次性脑血管冲洗系统等其他一次性内镜产品研发进展顺利。其他核心产品方面: 公司围绕一次性内镜开发的微型胆道活检钳获得日本注册、微型取石球囊等镜下配套耗材获得国内注册, 为相关疾病的诊断、治疗提供更完善的解决方案。消化内镜耗材方面, 牵拉夹、三臂夹、闭合夹、合金夹等止血类创新产品相继上市且销售顺利, 有效解决了临床使用中的痛点, 满足医生需求。此外, 子公司康友医疗微导管、引流管、气道封堵球囊、一次性穿刺活检针等新产品上半年顺利获证并已开始投入临床试用并实现转产, 初步从微波技术平台转型为肿瘤介入平台。子公司南微纽诺的经鼻支架、经颅支架等新产品研发顺利。公司涉足领域及产品结构有望在新产品陆续上市放量后得到更进一步优化, 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。

**总体而言:** 2023H1, 受疫情影响较大的择期手术快速复苏, 与公司主营业务相关的消化内镜诊疗耗材的采购需求放量明显, 考虑到 2022 年低基数以及今年医院终端诊疗全面恢复趋势, 我们认为公司内镜诊疗常规耗材收入依旧有望维持较高增速。另外, 贡献公司第二增长曲线的可视化产品受 2022 年推广第一年带来的较高基数 (2022 年收入 1.90 亿元, 占总营收 9.6%) 影响, 2023H1 同比虽有所下滑, 但考虑到 2023H1 公司一次性胆道镜海外获批, 有望在 2023 下半年逐步打开国际市场迎来放量加速, 为公司整体收入增长贡献一定弹性, 我们看好公司全年高增长持续性。

##### □ 盈利能力分析: 规模效应及产品结构优化下, 盈利能力趋于稳定

**毛利率:** 2023H1 公司毛利率 63.74%, 同比增加 3.27pct, 我们预计主要与可视化新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有关。

**净利率:** 2023H1 公司销售净利率 23.63%, 同比增加 10.09pct。期间费用方面: 公司销售费用率为 22.05%, 同比提升 2.01pct, 管理费用率为 13.28%, 同比下降

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

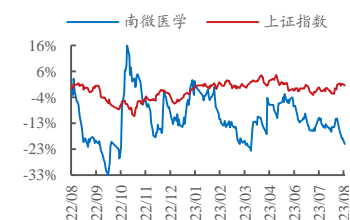
研究助理: 刘明

liuming01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 74.75
总市值(百万元)	14,041.59
总股本(百万股)	187.85

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业务结构优化, 看好疫后潜力》2023.04.26
- 《战略布局拐点, 看好海外放量——南微医学 2022 三季度报点评》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

4.51pct (主要系上期计入公司实施股权激励计划产生股份支付费用, 本期未发生), 财务费用率为-6.33%, 同比减少 4.15pct (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 5.99%, 同比减少 2.74pct (主要系研发试样材料减少所致)。我们预计, 随着医院终端诊疗全面恢复, 公司营收已逐步恢复至常态水平, 公司净利率有望维持稳定。

**经营质量:** 2023H1 公司经营性现金流净额为 2.43 亿元, 同比增加 539.07%。经营性现金流净额占经营活动净收益比例为 80.42%。主要系公司销售回款增加及支付的材料款减少所致。

我们认为, 随着公司海外直销团队收入规模的快速提升, 以及可视化等新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 2.56、3.26、4.17 元/股, 2023 年 8 月 7 日收盘价对应 2023 年 PE 为 29.1 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	2504.25	3175.61	3971.83
(+/-) (%)	1.72%	26.47%	26.81%	25.07%
归母净利润	330.59	481.72	613.13	783.09
(+/-) (%)	1.80%	45.71%	27.28%	27.72%
每股收益(元)	1.76	2.56	3.26	4.17
P/E	42.47	29.14	22.90	17.93

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	3453	4151	5041
现金	1875	1521	2263	3078
交易性金融资产	11	745	531	429
应收账款	282	328	387	454
其它应收款	11	14	17	22
预付账款	28	35	44	55
存货	567	601	700	795
其他	209	209	209	209
<b>非流动资产</b>	911	998	1094	1169
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	204	207	207
<b>资产总计</b>	3894	4451	5244	6210
<b>流动负债</b>	558	640	808	985
短期借款	0	0	0	0
应付款项	332	397	501	621
预收账款	1	2	2	3
其他	224	240	304	361
<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	690	864	1038
少数股东权益	49	55	61	69
归属母公司股东权益	3225	3707	4320	5103
<b>负债和股东权益</b>	3894	4451	5244	6210

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	250	478	630	792
净利润	333	487	620	791
折旧摊销	47	58	76	91
财务费用	(61)	2	(5)	(17)
投资损失	(43)	(55)	(60)	(70)
营运资金变动	(138)	(15)	66	45
其它	113	1	(65)	(48)
<b>投资活动现金流</b>	669	(831)	106	6
资本支出	(93)	(110)	(120)	(130)
长期投资	5	(2)	1	(1)
其他	756	(718)	225	137
<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	(354)	742	815

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1980	2504	3176	3972
营业成本	773	925	1167	1445
营业税金及附加	16	20	26	32
营业费用	433	501	635	794
管理费用	309	376	460	576
研发费用	165	175	238	298
财务费用	(61)	2	(5)	(17)
资产减值损失	23	29	37	46
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	43	55	60	70
其他经营收益	0	0	1	1
<b>营业利润</b>	364	532	679	869
营业外收支	4	6	6	6
<b>利润总额</b>	368	538	685	875
所得税	35	51	65	83
<b>净利润</b>	333	487	620	791
少数股东损益	2	5	6	8
<b>归属母公司净利润</b>	331	482	613	783
EBITDA	387	597	761	966
EPS (最新摊薄)	1.76	2.56	3.26	4.17

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.72%	26.47%	26.81%	25.07%
营业利润	-0.82%	45.95%	27.72%	27.98%
归属母公司净利润	1.80%	45.71%	27.28%	27.72%
<b>获利能力</b>				
毛利率	60.95%	63.07%	63.26%	63.62%
净利率	16.81%	19.44%	19.51%	19.92%
ROE	10.55%	13.69%	15.06%	16.39%
ROIC	9.37%	12.98%	14.18%	15.37%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.91%	15.50%	16.47%	16.71%
净负债比率	1.04%	0.96%	0.76%	0.63%
流动比率	5.34	5.40	5.14	5.12
速动比率	4.33	4.46	4.27	4.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.60	0.66	0.69
应收账款周转率	6.22	7.84	7.85	7.80
应付账款周转率	2.16	2.53	2.60	2.57
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.76	2.56	3.26	4.17
每股经营现金	1.33	2.55	3.36	4.22
每股净资产	17.17	19.74	23.00	27.17
<b>估值比率</b>				
P/E	42.47	29.14	22.90	17.93
P/B	4.35	3.79	3.25	2.75
EV/EBITDA	35.17	19.90	14.93	11.03

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>