

# 南微医学 (688029.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 上半年业绩高速增长,净利率提升趋势

显著

### 业绩简述

2023年8月7日,公司发布2023年半年度报告,2023年上半年实现收入11.47亿元,同比+19%;实现归母净利润2.64亿元,同比+112%;实现扣非归母净利润2.59亿元,同比+117%。

单季度来看,2023Q2实现收入5.97亿元,同比+15%;实现归母净利润1.63亿元,同比+100%;实现扣非归母净利润1.60亿元,同比+109%。

### 经营分析

国内内镜耗材需求快速恢复,海外市场实现稳步增长。上半年国内市场医院终端恢复情况良好,择期手术需求得到一定释放,中国大陆消化内镜耗材实现收入5.5亿元,同比+33%。同时海外市场渗透率持续提升,上半年美洲、EMEA(欧洲、中东及非洲)市场均实现同比21%的业绩增长,自有品牌销售拓展顺利。

费用投放得到高效控制,利润率提升趋势显著。公司上半年管理费用率13.3%,同比-4.5pct,主要系股权激励费用减少影响。公司研发费用率6.0%,同比-2.7pct。目前公司战略已从注重规模转向注重效益,将通过开源、提效、降本实现有质量的增长,利润率提升成果显著,上半年公司实现净利率23.6%,同比+10.1pct。

研发项目进展顺利,可视化产品国内外同步拓展。2023年上半年公司各类研发项目取得不同程度进展。其中,一次性内科用胆道镜获得美国、欧洲及日本注册证,一次性外科用胆道镜取得国内注册证并实现量产出货。此外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,可视化产品国内外均取得进展,有望为公司带来第二增长曲线。

### 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4.84、6.58、8.64亿元,同比增长46%、36%、31%,EPS分别为2.58、3.50、4.60元,现价对应PE为29、21、16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

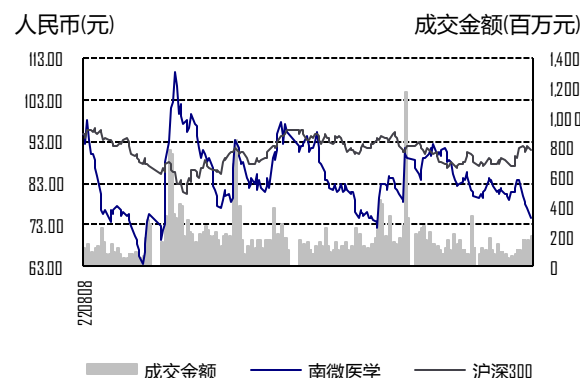
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):74.75元

相关报告:

- 《南微医学公司点评:可视化新品实现放量,一季度经营快速修复》,2023.4.26
- 《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



### 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	2,608	3,431	4,449
营业收入增长率	46.77%	1.72%	31.70%	31.58%	29.64%
归母净利润(百万元)	325	331	484	658	864
归母净利润增长率	24.54%	1.80%	46.38%	35.94%	31.41%
摊薄每股收益(元)	2.428	1.766	2.576	3.502	4.602
每股经营性现金流净额	1.29	1.34	4.87	3.52	4.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.03%	10.25%	13.42%	15.96%	18.01%
P/E	87.59	46.52	29.02	21.34	16.24
P/B	9.66	4.77	3.89	3.41	2.93

来源:公司年报、国金证券研究所

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	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,326</b>	<b>1,947</b>	<b>1,980</b>	<b>2,608</b>	<b>3,431</b>	<b>4,449</b>	货币资金	645	1,163	1,875	2,403	2,749	3,311	
增长率		46.8%	1.7%	31.7%	31.6%	29.6%	应收款项	226	367	293	375	493	639	
<b>主营业务成本</b>	<b>-451</b>	<b>-697</b>	<b>-773</b>	<b>-956</b>	<b>-1,258</b>	<b>-1,632</b>	存货	215	394	567	508	668	868	
%销售收入	34.0%	35.8%	39.1%	36.6%	36.7%	36.7%	其他流动资产	1,412	882	247	49	61	76	
<b>毛利</b>	<b>876</b>	<b>1,249</b>	<b>1,207</b>	<b>1,652</b>	<b>2,174</b>	<b>2,816</b>	流动资产	2,498	2,807	2,983	3,334	3,971	4,893	
%销售收入	66.0%	64.2%	60.9%	63.4%	63.4%	63.3%	%总资产	80.5%	77.3%	76.6%	75.1%	76.5%	79.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-27</b>	<b>-36</b>	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	
<b>销售费用</b>	<b>-278</b>	<b>-389</b>	<b>-433</b>	<b>-561</b>	<b>-738</b>	<b>-956</b>	%总资产	12.1%	12.9%	14.4%	16.3%	15.3%	12.8%	
%销售收入	21.0%	20.0%	21.9%	21.5%	21.5%	21.5%	无形资产	179	264	265	276	286	295	
<b>管理费用</b>	<b>-223</b>	<b>-346</b>	<b>-309</b>	<b>-352</b>	<b>-446</b>	<b>-556</b>	非流动资产	607	825	911	1,107	1,218	1,271	
%销售收入	16.8%	17.8%	15.6%	13.5%	13.0%	12.5%	%总资产	19.5%	22.7%	23.4%	24.9%	23.5%	20.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-100</b>	<b>-153</b>	<b>-165</b>	<b>-183</b>	<b>-240</b>	<b>-311</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,105</b>	<b>3,632</b>	<b>3,894</b>	<b>4,441</b>	<b>5,189</b>	<b>6,164</b>	
%销售收入	7.5%	7.9%	8.3%	7.0%	7.0%	7.0%	短期借款	0	7	6	6	6	6	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>263</b>	<b>346</b>	<b>283</b>	<b>536</b>	<b>722</b>	<b>957</b>	应付款项	334	421	380	552	712	923	
%销售收入	19.8%	17.8%	14.3%	20.6%	21.1%	21.5%	其他流动负债	87	174	171	209	275	356	
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>61</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	<b>63</b>	流动负债	421	602	558	767	993	1,285	
%销售收入	1.2%	1.1%	-3.1%	-1.7%	-1.5%	-1.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-15</b>	<b>-24</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	其他长期负债	20	40	61	14	13	12	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	442	641	620	781	1,006	1,297	
<b>投资收益</b>	<b>49</b>	<b>65</b>	<b>43</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,611</b>	<b>2,943</b>	<b>3,225</b>	<b>3,606</b>	<b>4,123</b>	<b>4,799</b>	
%税前利润	16.4%	17.3%	11.7%	1.8%	0.0%	0.0%	其中：股本	133	134	188	188	188	188	
<b>营业利润</b>	<b>282</b>	<b>367</b>	<b>364</b>	<b>563</b>	<b>767</b>	<b>1,009</b>	未分配利润	566	779	1,009	1,390	1,907	2,584	
营业利润率	21.3%	18.9%	18.4%	21.6%	22.3%	22.7%	少数股东权益	53	47	49	54	60	68	
<b>营业外收支</b>	<b>19</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,105</b>	<b>3,632</b>	<b>3,894</b>	<b>4,441</b>	<b>5,189</b>	<b>6,164</b>	
<b>税前利润</b>	<b>301</b>	<b>377</b>	<b>368</b>	<b>568</b>	<b>772</b>	<b>1,014</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	22.7%	19.4%	18.6%	21.8%	22.5%	22.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-35</b>	<b>-48</b>	<b>-35</b>	<b>-80</b>	<b>-108</b>	<b>-142</b>	每股收益	1.956	2.428	1.766	2.576	3.502	4.602	
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	19.194	21.947	25.549	
<b>净利润</b>	<b>266</b>	<b>329</b>	<b>333</b>	<b>489</b>	<b>664</b>	<b>872</b>	每股经营现金净流	1.734	1.293	1.336	4.872	3.521	4.653	
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	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>261</b>	<b>325</b>	<b>331</b>	<b>484</b>	<b>658</b>	<b>864</b>	<b>回报率</b>							
净利率	19.7%	16.7%	16.7%	18.6%	19.2%	19.4%	净资产收益率	9.99%	11.03%	10.25%	13.42%	15.96%	18.01%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	8.40%	8.94%	8.49%	10.90%	12.68%	14.02%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	8.72%	10.08%	7.81%	12.58%	14.83%	16.89%	
<b>净利润</b>	<b>266</b>	<b>329</b>	<b>333</b>	<b>489</b>	<b>664</b>	<b>872</b>	<b>增长率</b>							
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%	31.70%	31.58%	29.64%	
<b>非现金支出</b>	<b>49</b>	<b>82</b>	<b>101</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>86</b>	EBIT 增长率	-17.98%	31.77%	-18.13%	89.28%	34.72%	32.47%	
非经营收益	-29	-42	-92	-12	-5	-5	净利润增长率	-14.11%	24.54%	1.80%	46.38%	35.94%	31.41%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-55</b>	<b>-196</b>	<b>-91</b>	<b>358</b>	<b>-73</b>	<b>-79</b>	总资产增长率	8.00%	16.96%	7.22%	14.04%	16.85%	18.79%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>231</b>	<b>173</b>	<b>250</b>	<b>915</b>	<b>661</b>	<b>874</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-161</b>	<b>-163</b>	<b>-211</b>	<b>-228</b>	<b>-143</b>	<b>-73</b>	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	0	0	应付账款周转天数	164.7	156.7	169.2	160.0	160.0	160.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-163</b>	<b>246</b>	<b>669</b>	<b>-238</b>	<b>-173</b>	<b>-123</b>	固定资产周转天数	71.4	52.2	52.2	55.6	47.8	36.4	
股权募资	0	36	36	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	0	0	0	-44	0	0	净负债/股东权益	-76.34%	-66.65%	-57.40%	-65.78%	-65.83%	-68.12%	
其他	-52	-102	-110	-104	-141	-188	EBIT 利息保障倍数	16.9	16.6	-4.7	-12.2	-13.6	-15.3	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-52</b>	<b>-66</b>	<b>-74</b>	<b>-148</b>	<b>-141</b>	<b>-188</b>	资产负债率	14.22%	17.66%	15.91%	17.59%	19.39%	21.04%	
<b>现金净流量</b>	<b>-1</b>	<b>322</b>	<b>908</b>	<b>529</b>	<b>347</b>	<b>563</b>								

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	2021-10-21	买入	261.29	N/A
2	2021-10-28	买入	255.60	N/A
3	2022-02-26	买入	154.79	N/A
4	2022-04-26	买入	98.10	N/A
5	2022-08-19	买入	87.12	N/A
6	2022-10-28	买入	99.94	N/A
7	2023-02-28	买入	81.80	N/A
8	2023-04-26	买入	78.76	N/A

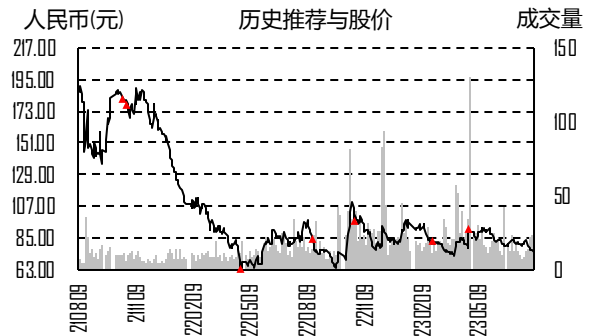
来源：国金证券研究所

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806