

南微医学 (688029) \ 科创板行业

——内镜诊疗器械领军者

投资建议: 暂无评级
首次覆盖

当前价格: 元

目标价格: 元

投资要点:

▶ 内镜诊疗耗材领军者, 核心产品竞争优势明显

公司主营业务为配合内镜使用的检查及微创手术器械、微波消融所需的设备和耗材。经过近20年的创新发展, 公司逐步由非血管支架单品研发到形成三大技术平台(内镜诊疗、肿瘤消融和OCT技术), 业务由国内市场为主到国内国际市场双轮驱动发展, 已成为微创诊疗领域内兼具科研创新实力和核心产品竞争优势的行业领军企业。

▶ 我国内镜诊疗市场渗透率低, 内镜市场空间广阔

内镜诊疗技术是将内镜插入人体自然腔道, 并通过内镜工作管道插入器械进行检查和治疗的一种全新临床技术。根据波士顿科学的统计数据, 2017年全球内镜诊疗市场规模为50亿美元, 且预测2017-2020年仍将维持5%的复合增速持续增长。特别是在消化道癌症、胆胰管疾病和消化道出血领域, 对应的内镜诊疗市场份额分别为28%、28%、12%。而国内内镜诊疗器械市场2012-2017年的复合增速为25-30%, 2017年市场规模达到60亿元。对于消化道早期癌症, 内镜下的治疗手术与传统外科手术具有相当疗效, 考虑到我国消化道癌症的高发和内镜诊疗的低渗透率, 我们预计未来5年国内内镜诊疗器械市场有望维持20%以上速度增长, 南微医学等行业龙头将率先受益。

▶ 丰富的产品线助力公司业绩持续高增长

近年来公司业绩维持快速增长, 收入由2014年的2.03亿元增长至2018年的9.22亿元, 5年间平均复合增速超过40%, 其中2015年开始受益于外延并购及新产品的快速放量, 业绩增速进一步加快, 近3年复合增速近50%。归母净利润随收入规模的扩大快速提升, 公司2018年实现归母净利润1.93亿元, 同比增长90.45%, 业绩进入增长快车道。2019年H1公司业绩延续高增长态势, 其中收入增长40.14%至6.18亿元; 实现归母净利润1.5亿元, 同比增长

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	133/31
流通A股市值(百万元)	
每股净资产(元)	
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	0.00/0.00

一年内股价相对走势

汪太森 分析师
 执业证书编号: S0590517110002
 电话: 0510-85182970
 邮箱: wangts@glsc.com.cn

肖永胜 研究助理
 电话: 0510-82832787
 邮箱: xiaoy@glsc.com.cn

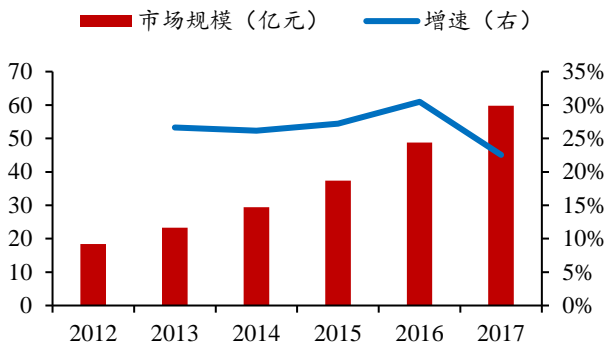
相关报告

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	640.67	922.11	1,283.64	1,650.06	2,060.22
增长率(%)	54.64%	43.93%	39.21%	28.54%	24.86%
EBITDA(百万元)	149.74	255.53	336.60	446.85	563.48
净利润(百万元)	101.18	192.70	283.09	383.74	479.89
增长率(%)	373.31%	90.45%	46.91%	35.55%	25.06%
EPS(元/股)	0.76	1.45	2.12	2.88	3.60
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-0.25	-0.85	-4.91	-3.89	-3.38

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

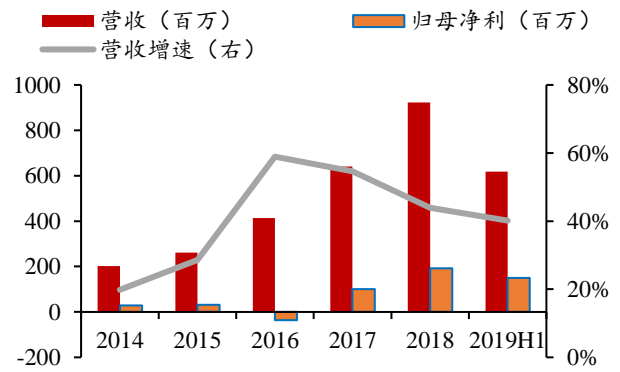
30.61%。公司在内镜诊疗领域拥有止血及闭合类、活检类、扩张类、EMR/ESD 类、ERCP 类和 EUS/EBUS 类等，其中主力品种软组织夹和多种非心血管类支架产品性能不输波科、库克等国际知名品牌，具备全球化竞争力。

图表 1：国内内镜诊疗器械市场快速增长



来源：Wind，国联证券研究所

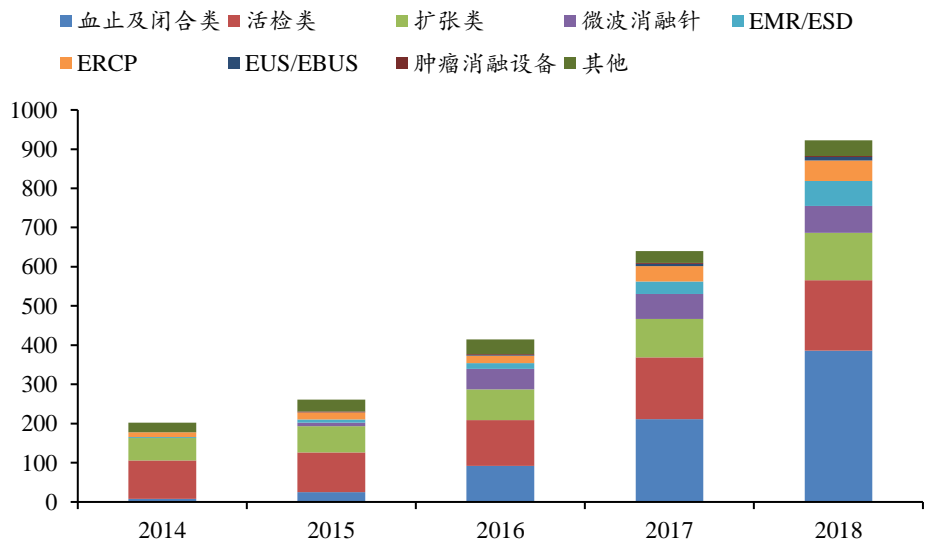
图表 2：公司业绩维持快速增长



来源：Wind，国联证券研究所

公司当前主要收入来源于六大内镜诊疗耗材品种，2014 年活检类和扩张类合计占公司收入的 77%，后随着血止及闭合类及 EMR/ESD 等新品类的快速放量，产品结构逐步丰富化，其中血止及闭合成为公司最大品类，2018 年血止及闭合、活检类及扩张类三大品种收入合计占公司总收入的 75%。

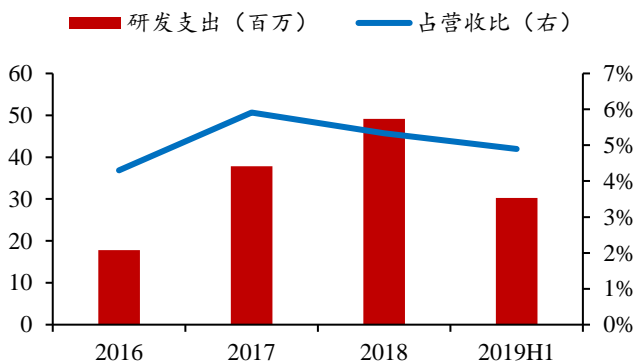
图表 3：公司产品收入结构 (百万)



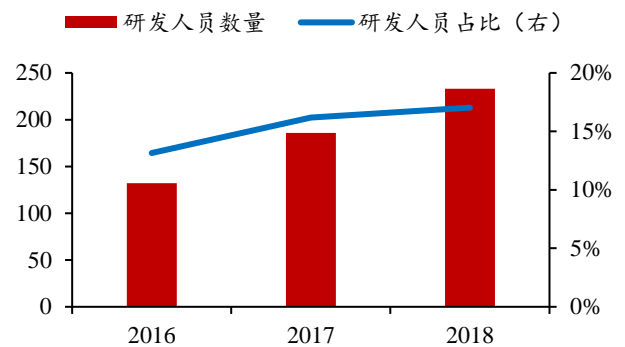
来源：Wind，国联证券研究所

➤ 研发推动长期可持续发展

公司持续加大研发投入，近 3 年研发支出占收入比维持在 5% 以上，2018 年研发支出 4912 万元，同比增长近 30%。预计随着收入规模的快速提升及相关募投项目的推进，公司研发投入将持续加大。相应的，公司研发人员数量也快速扩增，2016 年研发人数为 132 人，占员工总数 13.15%，到 2018 年研发人数增至 233 人，占比提升到 17.03%，体现出公司对研发重视程度不断提升。

图表 4：公司研发支出及收入占比


来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：公司历年研发人员数量及占总员工比


来源：Wind，国联证券研究所

经过多年的投入和发展，公司已逐步形成了“1+3+N”的创新体系，除内镜诊疗和肿瘤消融外，公司的新研发品种内镜式光学相干断层扫描系统（EOCT）已经获得了 FDA 认证，国内方面也进入创新医疗器械审批绿色通道，有望成为公司未来业绩增长的主要动力。

➤ 盈利预测与估值

预计公司 2019-2021 年实现归母净利润为 2.83 亿元、3.84 亿元和 4.8 亿元，参照可比公司，基于谨慎性原则，给予南微医学 30-35 倍 PE，对应预测的 2019 年净利润，则公司 2019 年合理市值为 84.9-99.05 亿元，按发行后总股本 1.33 亿计算，对应股价区间为 63.83-74.47 亿元。

图表 6：各业务板块收入及毛利拆分

业务	类别	2016	2017	2018E	2019E	2020E
血止及闭合类	营收 (百万元)	211.63	385.6	597.68	866.64	1169.96
	增长率 (%)		82.20%	55.00%	45.00%	35.00%
	毛利率 (%)	72.73%	75.10%	75.00%	74.00%	73.00%
活检类	营收 (百万元)	157.74	179.87	201.45	223.61	245.98
	增长率 (%)		14.03%	12.00%	11.00%	10.00%
	毛利率 (%)	41.76%	43.52%	43.00%	42.00%	41.50%
扩张类	营收 (百万元)	98.04	121.06	142.85	165.71	190.56
	增长率 (%)		23.48%	18.00%	16.00%	15.00%
	毛利率 (%)	61.07%	63.18%	62.80%	62.30%	62.00%
EMR/ESD	营收 (百万元)	98.04	121.06	142.85	164.28	185.63
	增长率 (%)		23.48%	18.00%	15.00%	13.00%
	毛利率 (%)	41.12%	52.02%	57.00%	60.00%	62.00%
ERCP	营收 (百万元)	38.95	52.5	68.25	87.36	111.82
	增长率 (%)		34.79%	30.00%	28.00%	28.00%
	毛利率 (%)	51.74%	51.85%	52.00%	51.50%	51.00%
EUS/EBUS 类	营收 (百万元)	5.82	8.99	12.59	16.36	21.27
	增长率 (%)		54.47%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率 (%)	76.07%	68.99%	70.00%	69.50%	69.00%

微波消融针	营收(百万元)	63.84	68.62	74.11	80.04	86.44
	增长率(%)		7.49%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率(%)	88.66%	87.10%	86.00%	85.00%	85.00%
肿瘤消融设备	营收(百万元)	2.48	2.27	2.27	2.27	2.27
	增长率(%)		-8.47%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率(%)	77.66%	74.14%	70.00%	70.00%	70.00%
代理经销商	营收(百万元)		5.53	6.64	7.96	9.56
	增长率(%)			20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)		27.64%	25.00%	25.00%	25.00%
其他收入	营收(百万元)	28.15	28.24	29.09	29.96	30.86
	增长率(%)		0.32%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率(%)	42.99%	44.01%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	营收(百万元)	1.84	5.87	5.87	5.87	5.87
	增长率(%)		219.02%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率(%)	0.00%	27.64%	27.64%	27.64%	27.64%
合计	营收(百万元)	706.53	979.61	1283.64	1650.06	2060.22
	增长率(%)		38.65%	31.04%	28.54%	24.86%
	毛利率(%)	58.76%	63.06%	64.82%	65.46%	65.72%

来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 风险提示

行业政策及市场竞争; 产品销售不及预期; 新品研发不及预期; 高值耗材降价超预期。

图表 7: 可比公司估值 (2019/7/19)

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			
			TTM	19E	20E	21E
002901.SZ	大博医疗	150.32	39.02	32.37	25.60	20.18
300633.SZ	开立医疗	104.72	43.33	31.95	24.70	19.46
300326.SZ	凯利泰	74.76	15.45	24.19	18.65	14.71
300529.SZ	健帆生物	263.76	59.67	48.25	36.50	28.06
	均值	148.39	39.37	27.15	21.78	18.44

来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	173.24	340.56	1,756.7	1,866.0	2,055.6	营业收入	640.67	922.11	1,283.6	1,650.0	2,060.2
应收账款+票据	98.91	140.98	194.94	234.58	299.48	营业成本	252.65	334.04	451.63	569.95	706.16
预付账款	4.60	6.17	7.73	9.29	10.89	营业税金及附加	8.20	14.63	20.37	26.18	32.69
存货	108.14	132.93	180.70	233.81	299.15	营业费用	113.87	185.16	263.15	338.26	422.34
其他	1.80	0.01	1.00	1.00	1.00	管理费用	128.12	176.36	243.89	313.51	391.44
流动资产合计	386.69	620.65	2,141.1	2,344.7	2,666.1	财务费用	6.86	1.06	-20.85	-37.00	-39.99
长期股权投资	22.33	21.08	61.08	106.08	156.08	资产减值损失	8.14	7.01	8.00	8.00	8.00
固定资产	128.75	131.69	151.46	274.59	361.72	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	20.54	39.14	150.00	120.00	80.00	投资净收益	8.46	21.40	20.00	25.00	30.00
无形资产	10.00	15.08	14.68	14.27	13.86	其他	0.45	0.44	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	150.01	141.57	155.03	155.30	155.36	营业利润	131.74	225.69	337.46	456.16	569.58
非流动资产合计	331.63	348.57	532.25	670.24	767.03	营业外净收益	-0.29	8.38	5.00	5.00	5.00
资产总计	718.33	969.22	2,673.4	3,014.9	3,433.1	利润总额	131.45	234.07	342.46	461.16	574.58
短期借款	30.00	40.00	0.00	0.00	0.00	所得税	19.30	30.68	48.37	65.42	81.69
应付账款+票据	64.68	80.96	109.20	138.60	171.80	净利润	112.15	203.39	294.09	395.74	492.89
其他	77.07	186.07	81.37	97.36	114.01	少数股东损益	10.97	10.69	11.00	12.00	13.00
流动负债合计	171.75	307.03	190.58	235.97	285.81	归属于母公司净利	101.18	192.70	283.09	383.74	479.89
长期带息负债	56.05	15.00	15.00	15.00	15.00						
长期应付款	20.93	22.21	22.21	22.21	22.21						
其他	3.40	4.62	4.62	4.62	4.62						
非流动负债合计	80.38	41.83	41.83	41.83	41.83						
负债合计	252.14	348.86	232.41	277.79	327.64						
少数股东权益	30.46	40.66	51.66	63.66	76.66						
股本	100.00	100.00	133.34	133.34	133.34						
资本公积	265.47	265.47	1,832.1	1,832.1	1,832.1						
留存收益	70.26	214.24	423.87	708.04	1,063.4						
股东权益合计	466.19	620.37	2,441.0	2,737.1	3,105.5						
负债和股东权益总	718.33	969.22	2,673.4	3,014.9	3,433.1						

现金流量表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	106.50	182.31	269.84	366.49	458.64
折旧摊销	15.22	19.15	13.31	21.01	27.21
财务费用	6.63	-1.32	-19.17	-35.33	-38.32
存货减少	-20.18	-9.26	-47.77	-53.10	-65.34
营运资金变动	23.72	-4.08	-132.96	4.19	-16.66
其它	11.94	3.85	8.00	8.00	8.00
经营活动现金流	143.83	190.65	91.25	311.26	373.54
资本支出	53.43	48.77	150.00	120.00	80.00
长期投资	62.27	0.37	22.00	22.00	22.00
其他	15.46	22.84	-8.74	4.25	4.25
投资活动现金流	-	-26.30	-180.74	-137.75	-97.75
债权融资	26.05	0.00	-40.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	1,600.0	0.00	0.00
其他	-39.93	-4.72	-54.28	-64.24	-86.20
筹资活动现金流	-13.88	-4.72	1,505.7	-64.24	-86.20
现金净增加额	27.53	165.47	1,416.2	109.27	189.59

主要财务比率					
	2017A	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	54.64%	43.93	39.21%	28.54%	24.86%
EBIT	1,872.41	75.71	36.77%	31.72%	25.93%
EBITDA	3,917.19	70.64	31.73%	32.75%	26.10%
归属于母公司净利	-216.42%	90.45	46.91%	35.55%	25.06%
获利能力					
毛利率	60.57%	63.77	64.82%	65.46%	65.72%
净利率	17.46%	22.02	22.91%	23.98%	23.92%
ROE	23.22%	33.24	11.85%	14.35%	15.84%
ROIC	36.18%	49.79	75.47%	49.00%	48.75%
偿债能力					
资产负债	35.10%	35.99	8.69%	9.21%	9.54%
流动比率	2.25	2.02	11.24	9.94	9.33
速动比率	1.61	1.59	10.28	8.94	8.28
营运能力					
应收账款周转率	6.79	6.88	6.87	7.31	7.12
存货周转率	2.34	2.51	2.50	2.44	2.36
总资产周转率	0.89	0.95	0.48	0.55	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.76	1.45	2.12	2.88	3.60
每股经营现金流	1.08	1.43	0.68	2.33	2.80
每股净资产	3.27	4.35	17.92	20.05	22.72
估值比率					
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-0.25	-0.85	-4.91	-3.89	-3.38
EV/EBIT	-0.28	-0.92	-5.11	-4.08	-3.55

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210