

按照既定战略持续发展，短期疫情不改公司长期逻辑

买入（首次）

2020 年 08 月 17 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师：刘闯

执业证书：S0600520070003

021-60199793

liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,307	1,536	2,301	3,016
同比（%）	41.8%	17.5%	49.8%	31.0%
归母净利润（百万元）	304	307	457	593
同比（%）	57.6%	-2.4%	53.4%	29.8%
每股收益（元/股）	2.28	2.30	3.42	4.44
P/E（倍）	106.07	105.04	70.54	54.35

投资要点

■ **事件：**2020 年上半年实现营业收入 5.7 亿元，同比下降 7.6%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比下降 24.2%；实现扣非后归母净利润 1.1 亿元，同比下降 28.6%。

■ **Q2 单季度业绩有所改善，经营性现金流大幅减少：**受新冠疫情影响，内镜门诊和治疗人数同比下降，相关手术器械、耗材用量明显减少，公司上半年业绩出现下滑。分季度看，公司 Q2 单季度实现营业收入 3.2 亿元，同比下降 2.1%；实现归母净利润 6648 万元，同比下降 22.9%；实现扣非净利润 6465 万元，同比下降 24.3%，业绩下滑幅度显著收窄。随着国内疫情趋稳，预计下半年医院内镜检查和手术量将逐步恢复正常，公司业绩有望显著回升。公司上半年经营性现金流为 3199 万，同比下降 74.5%，主要是疫情期间给予经销商的账期适当延长以及员工人数扩大导致员工薪酬增加所致。

■ **研发投入继续加码，营销渠道整合优化：**公司继续加强研发投入，上半年研发费用为 3755 万元，同比增长 24.05%，研发费用率为 6.58%，同比上升 1.68 个百分点。公司开发的一次性使用高频切开刀已在国内获批，上半年正在进行美国 FDA 注册；快速交换切开刀已完成欧盟 CE 注册，目前正在准备国内和美国 FDA 注册；EUS Flex 针上半年基本完成设计定型，准备设计验证；消融手术规划系统-医学影像处理软件和微波治疗球囊导管在国内获批，EOCT 产品已提交 CFDA 注册申请。营销方面，公司利用国内营销网络募投项目建设契机，已初步完成营销分中心建设，实现了营销要素和资源的整合，快速提升了营销效能和服务效率。同时，公司将国际销售区域优化为 MTU、MTE、亚太区和 ROW（世界其他区域）四大板块，提高了资源配置针对性和效率。随着公司新产品的上市和营销渠道优化，有望增厚公司未来业绩。

■ **全球内镜诊疗市场超 50 亿美元，公司作为国产龙头发展潜力巨大：**2019 年全球内镜诊疗器械市场约 55 亿美元，增速超过 5%，中国内镜诊疗器械约 30 亿，增速 20%以上，庞大诊疗需求尚未释放，公司作为国内内镜诊疗耗材龙头，发展潜力大。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 3.07 亿、4.57 亿和 5.93 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 2.3 元、3.42 元和 4.44 元。当前股价对应估值分别为 105 倍、71 倍、54 倍。考虑到公司 1、疫情企稳后业绩有望快速回升，2、公司新产品上市叠加营销渠道整合，未来业绩有望进一步增长，3、公司作为国内窥镜诊疗龙头，前景广阔，参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情影响超预期的风险；产品研发不达预期的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	239.80
一年最低/最高价	118.88/283.00
市净率(倍)	13.01
流通 A 股市值(百万元)	10275.32

基础数据

每股净资产(元)	18.43
资产负债率(%)	13.44
总股本(百万股)	133.34
流通 A 股(百万股)	42.85

相关研究

1、《南微医学 (688029)：南微医学：内镜诊疗器械行业的领军者》2019-07-16

南微医学三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,397	2,493	2,868	3,172	营业收入	1,307	1,536	2,301	3,016
现金	647	675	741	967	减:营业成本	447	533	799	1,046
应收账款	170	251	325	429	营业税金及附加	15	18	26	35
存货	212	199	416	390	营业费用	277	346	518	679
其他流动资产	1,368	1,369	1,386	1,386	管理费用	248	330	472	618
非流动资产	478	566	856	1,102	财务费用	-4	-4	-3	-8
长期股权投资	32	48	65	81	资产减值损失	-4	-8	-2	-3
固定资产	235	306	565	785	加:投资净收益	32	30	40	45
在建工程	30	35	58	71	其他收益	0	1	1	1
无形资产	17	14	7	6	营业利润	352	335	534	695
其他非流动资产	164	163	161	158	加:营业外净收支	7	19	9	9
资产总计	2,875	3,059	3,724	4,274	利润总额	359	353	542	704
流动负债	317	322	551	544	减:所得税费用	44	46	71	92
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	12	1	15	20
应付账款	192	133	355	285	归属母公司净利润	304	307	457	593
其他流动负债	125	189	197	259	EBIT	339	334	522	679
非流动负债	30	35	54	63	EBITDA	364	362	566	748
长期借款	0	5	24	33	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	30	30	30	30	每股收益(元)	2.28	2.30	3.42	4.44
负债合计	347	357	606	607	每股净资产(元)	18.56	19.86	22.86	26.83
少数股东权益	53	54	69	89	发行在外股份(百万 股)	133	133	133	133
归属母公司股东权益	2,475	2,648	3,049	3,577	ROIC(%)	63.7%	48.2%	48.0%	47.5%
负债和股东权益	2,875	3,059	3,724	4,274	ROE(%)	12.5%	11.4%	15.1%	16.7%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	65.8%	65.3%	65.3%	65.3%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	24.1%	20.0%	19.8%	19.6%
经营活动现金流	252	255	388	540	资产负债率(%)	12.1%	11.7%	16.3%	14.2%
投资活动现金流	-1,390	-104	-294	-269	收入增长率(%)	41.8%	17.5%	49.8%	31.0%
筹资活动现金流	1,470	-123	-27	-44	净利润增长率(%)	57.6%	-2.4%	53.4%	29.8%
现金净增加额	338	28	66	226	P/E	106.07	105.04	70.54	54.35
折旧和摊销	25	28	45	69	P/B	13.01	12.16	10.56	9.00
资本开支	53	72	274	229	EV/EBITDA	83.12	83.61	53.40	40.16
营运资本变动	-57	-64	-85	-89					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>