

产品结构调整促毛利率提升，研发加码赋能可持续发展

——南微医学（688029）2020年年度报告及2021年一季度报点评

分析师： 陈晨

SAC NO: S1150118080007

2021年4月20日

医药——医疗器械

证券分析师

陈晨

022-23839062

chenchen@bhzq.com

评级： 增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 205.68

最近半年股价相对走势



事件：

公司发布2020年年度报告及2021年一季度报告：2020年度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润13.26、2.61、2.12亿元，分别同比增长1.45%、-14.11%、-23.25%，上半年主要受疫情影响，内镜择期手术和常规检查等非紧急医疗受限，上半年营收同比下降约7.64%，下半年业绩回暖，三、四季度营收同比分别增长5.14%、13.98%，全年业绩基本符合预期；

2021年一季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润3.94亿元、6684.82、6297.35万元，分别同比增长59.47%、41.10%、51.75%，相比于2019Q1的2.87亿元销售规模增长37.12%，国内外分别实现营收2.27、1.66亿元，同比增加91.89%、29.64%，剔除股份支付影响实现归母净利润为8,899.59万元，同比增长87.85%，每股收益0.6674元/股，同比增长87.84%，业绩表现较佳。

● 产品结构调整促毛利率提升，研发加码赋能可可持续发展

2020年公司毛利率为近年新高，达66.03%，主要由于产品结构调整，毛利率相对较低（37.87%）的活检类产品因疫情影响胃肠诊疗开展，导致销量及销售额下降，毛利率较高的止血闭合类（76.44%）、扩张类（71.01%）略有增长，黄金刀、圈套器、注射针、ERCP、球囊扩张等产品同比呈现较大上升态势，其中黄金刀销售额同比增长200%；由于期间费用率上扬以及汇兑损失（同比增加2,512.29万元）导致净利率相较往年较低（20.06%），其中管理费用率（16.80%）、研发费用率（7.51%）、财务费用率（1.17%）分别同比上涨3.24、2.13、1.45个百分点，销售费用率则由于疫情影响有所下降，管理费用增幅较大主要系公司实施2020年股权激励计划产生的股份支付费用所致，研发投入9,966.86万元，研发人员327名，占员工总人数的16.76%，专利申请194项，再创新高，为公司可持续发展赋能，2020年公司远端腔道可视化产品完成开发并提交型式检验，EOCT C1主机和耗材获得国内注册，开发完成LOCKADO、合金夹、连发夹、ERCP快速交换系统、一次性使用高频切开刀（单极、双极）、颅内隧道牵开手术系统、IV消融设备、微波治疗保护球囊等一系列创新或升级产品，进一步丰富产品储备；2021Q1毛利率再度创新高，达到66.34%，净利率则持续下降至17.43%，其中管理费用率相比于2020年的16.80%上涨至20.96%，主要由于实施2020年限制性股票激励计划产生股份支付费用为2,246.63万元。

● 长期发展逻辑依旧坚挺

国内内镜下诊疗耗材行业将充分受益于早筛渗透率的提升以及术式升级而快速发展（现有规模约50亿元，增速可达20%以上），公司核心产品凭借优异

性能以及渠道拓展有望带来市场份额的提升，如 EOCT 成像扫描速度（24.4 帧/秒）为 FDA 首批产品 NvisionVLE 的两倍，软组织夹在残留长度、旋转、闭合等核心指标方面比肩甚至超越波士顿科学、库克、奥林巴斯等国际巨头（国内外市场份额仅约为 15%、10%），潜在进入者除非有颠覆性的优势否则难以撼动公司产品地位，我们认为公司长期发展逻辑坚挺。

● 盈利预测

考虑到公司的产品性能优异且品类齐全、国内市场增速较快且空间庞大、海内外双推市场导向明确，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 18.06、23.80、30.07 亿元，同比增速分别为 36.2%、31.8%、26.3%，实现归母净利润分别为 3.81、5.21、6.91 亿元，同比增速分别为 46.0%、36.9%、32.7%，EPS 分别为 2.85、3.91、5.19 元，当前股价对应 PE 分别为 72X、53X、40X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品市场接受度低于预期，市场竞争加剧，海外疫情发展超预期。

财务摘要（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,307	1,326	1,806	2,380	3,007
(+/-)%	41.8%	1.4%	36.2%	31.8%	26.3%
息税前利润（EBIT）	320	263	379	514	680
(+/-)%	51.1%	-18.0%	44.5%	35.3%	32.4%
归母净利润	304	261	381	521	691
(+/-)%	57.5%	-14.1%	46.0%	36.9%	32.7%
每股收益（元）	2.28	1.96	2.85	3.91	5.19

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	647	645	987	1,493	2,168	营业收入	1,307	1,326	1,806	2,380	3,007
应收票据/账款	170	207	263	349	444	营业成本	447	451	613	808	1,020
预付账款	9	19	19	26	34	营业税金及附加	15	12	17	22	28
其他应收款	9	19	20	27	35	销售费用	277	278	379	501	632
存货	212	215	284	380	478	管理费用	177	223	280	357	421
其他流动资产	0	5	5	5	5	研发费用	70	100	137	179	225
流动资产合计	2,397	2,498	2,965	3,668	4,553	财务费用	-4	16	-2	-9	-17
长期股权投资	32	28	28	28	28	资产减值损失	-4	-10	0	0	0
固定资产合计	235	259	259	259	259	信用减值损失	0	-5	0	0	0
无形资产	17	16	16	16	16	其他收益	0	1	1	2	2
商誉	131	131	131	131	131	投资收益	32	49	54	71	90
长期待摊费用	15	31	31	31	31	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	7	7	7	7	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2,875	3,105	3,572	4,274	5,159	营业利润	352	282	437	595	790
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	7	19	0	0	0
应付票据及应付账款	192	214	258	356	449	利润总额	359	301	437	595	790
预收账款	8	1	8	8	10	所得税费用	44	35	51	69	91
应付职工薪酬	79	65	97	127	158	净利润	315	266	386	526	698
应交税费	11	12	18	22	28	归母净利润	304	261	381	521	691
其他流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	5	6	5	7
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	2.28	1.96	2.85	3.91	5.19
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	347	442	522	698	885	营收增长率	41.8%	1.4%	36.2%	31.8%	26.3%
股东权益	2,528	2,664	3,050	3,576	4,275	EBIT 增长率	51.1%	-18.0%	44.5%	35.3%	32.4%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润增长率	57.5%	-14.1%	46.0%	36.9%	32.7%
净利润	315	266	386	526	698	销售毛利率	65.8%	66.0%	66.0%	66.0%	66.1%
折旧与摊销	25	34	0	0	0	销售净利率	24.1%	20.1%	21.4%	22.1%	23.2%
经营净现金流	252	231	287	435	585	ROE	12.3%	10.0%	12.7%	14.8%	16.4%
投资净现金流	-1,390	-163	54	71	90	ROIC	11.1%	8.7%	11.0%	12.7%	14.1%
筹资净现金流	1,470	-52	0	0	0	资产负债率	12.1%	14.2%	14.6%	16.3%	17.1%
现金净变动	338	-1	342	506	675	PE	70.54	94.09	72.06	52.65	39.67
期初现金余额	309	647	645	987	1,493	PB	8.65	9.40	9.17	7.81	6.52
期末现金余额	647	645	987	1,493	2,168	EV/EBITDA	60.17	80.66	69.68	50.50	37.14

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

宁前羽

+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

吴晓楠

+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨

+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华

+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越

+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜

+86 22 2386 9129

张婧怡

+86 22 2383 9130

李济安

+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

陈菊

+86 22 2383 9135

韩乾

+86 22 2383 9192

杨毅飞

+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn