

市场价格 (人民币): 205.68 元

一季报业绩超预期, 国内外业务全面恢复

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.33
已上市流通 A 股(亿股)	0.43
总市值(亿元)	274.25
年内股价最高最低(元)	277.52/163.66
沪深 300 指数	5087
上证指数	3478

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,307	1,326	1,843	2,337	3,035
营业收入增长率	41.79%	1.45%	38.95%	26.80%	29.87%
归母净利润(百万元)	304	261	389	577	789
归母净利润增长率	57.55%	-14.11%	49.35%	48.14%	36.85%
摊薄每股收益(元)	2.277	1.956	2.921	4.327	5.921
每股经营性现金流净额	1.89	1.55	2.31	3.84	5.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.27%	9.99%	13.69%	18.08%	21.54%
P/E	70.54	94.09	70.42	47.54	34.74
P/B	8.65	9.40	9.64	8.60	7.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月19日, 公司公布2020年年报, 全年实现营业收入13.26亿元, 同比增长1.5%, 实现净利润2.66亿元, 同比下降15.6%, 实现扣非净利润2.12亿元, 同比减少23%。全年业绩符合预期。
- 2021年Q1实现营收3.94亿元, 同比增长59%, 实现净利润0.66亿元, 同比增长41%, 扣非净利润0.63亿元, 同比增长52%。业绩超预期。

经营分析

- 疫情影响逐步消退, 收入业绩恢复良好:** 2020年受疫情影响, 医院门诊和手术量下降但整体收入仍实现增长。21年Q1营收3.9亿(+60%), 归母净利润0.66亿(+41%), 超预期主要为国内疫情控制较好, 销售恢复较快; 国外尽管仍有较多国家受疫情影响较大, 但终端销售也呈现较快增长势头。
- 费用端加大不影响中长期增长趋势:** 2020年公司加大了研发创新、市场推广。研发费用、销售费用、管理费用分别增长41.6%、0.4%和25.7%, 夯实公司中长期发展基础。股权激励费用较上年增加0.47亿元, 汇兑损失较上年增加0.25亿元, 费用端投入较多使得利润端短期承压。随着新产品开发、渠道建设的中长期价值效应逐步显现, 未来业绩高增长动力强劲。
- Q1业绩增长超预期, 全年有望保持高增长趋势:** 2021Q1收入增长60%、净利润增长41%, 扣除股权费用后净利润增长88%, 其中疫情影响下国内、海外收入仍同比增长91.9%、29.6%, 体现公司渠道建设的显著效果以及公司过硬的产品力, 公司全年有望保持高增长趋势。
- 内镜诊疗高速增长, 新产品线有望接棒发力, 海内外业务双轮驱动:** 国内镜耗材市场高速增长, 公司新产品线研发进展顺利, 初步形成了相关品类的创新产品矩阵。其中颅内隧道牵开手术系统、一次性可视化脑部灌洗系统等产品研发持续推进, 预计2021年有望进入收获期, 增添新的增长点。

盈利调整

- 考虑到疫情影响逐步消除, 我们上调21、22年归母净利润11%、8%, 预计公司21-23年净利润分别为3.9、5.8、7.9亿元, 同比增长49%、48%、37%。维持“买入”评级。

风险提示

- 限售股解禁风险, 海外市场拓展风险, 新产品研发推广不及预期。

相关报告

- 《业绩稳健恢复, 中长期增长动力强劲-南微医学公司点评》, 2021.3.1
- 《股权激励草案发布, 彰显未来发展信心-南微医学点评》, 2020.11.20
- 《收入端进入恢复轨道, 费用端保持投入强度-南微医学公司点评》, 2020.8.18
- 《内镜诊疗逐步恢复, 克服疫情笃定前行-南微医学公司点评》, 2020.7.15

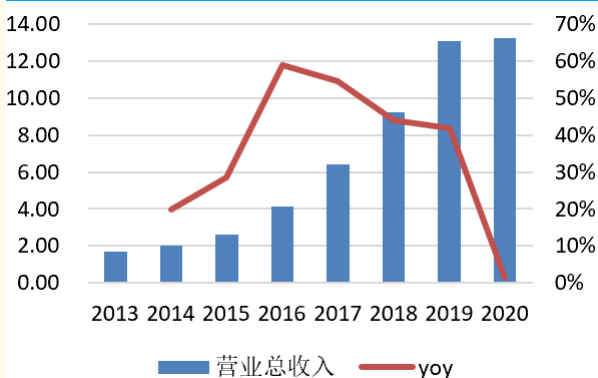
袁维

分析师 SAC 执业编号: S113051808
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

疫情影响逐步消退，收入业绩恢复良好

- 4月19日，公司公布2020年年报，全年实现营业收入13.26亿元，同比增长1.5%，实现净利润2.66亿元，同比下降15.6%，实现扣非净利润2.12亿元，同比减少23%。全年业绩符合预期。
- 分季度：2020年Q1受国内疫情及春节假期影响，内镜择期手术和常规检查等非紧急医疗活动基本停止，公司国内业务受到重大冲击；Q2国内疫情逐步得到控制，但国外疫情迅速蔓延，导致公司上半年营收整体较2019年上半年减少约7.64%。Q3公司国内业务陆续得到较快恢复，但国外疫情仍较为严峻，不过国内市场下半年实现了经营业绩的持续增长，下半年营业收入较2019年同期增加9.59%，助力公司完成了全年预期销售目标。

图表 1: 2013-2020 南微医学营收情况 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 2013-2020 南微医学归母净利润 (亿元)



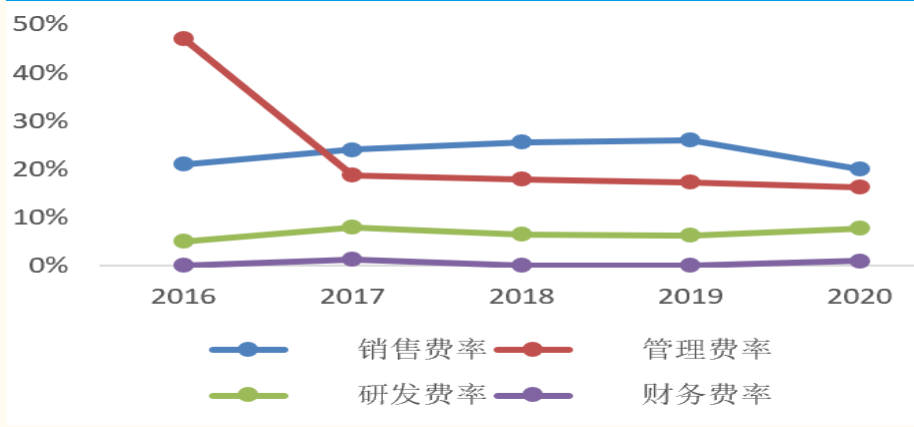
来源：公司公告，国金证券研究所

- 分区域：公司国内市场、MTU、MTE 及康友医疗业务同比实现增长。其中，国内市场营收在因疫情影响失去两个月的情况下逆势增长约 6.31%；MTE 和 MTU 为了弥补因疫情而损失的时间，通过持续引入新产品，同比实现增长；康友医疗克服疫情影响，实现了 1 亿元收入，但疫情控制相对缓慢的世界其他区域收入同比下滑约 21.63%。
- 分产品：活检钳产品同比 2019 年销售量和销售额下降 (-23%)；止血闭合类产品、扩张类产品略有增长 (+5%)；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，黄金刀产品表现抢眼，销售收入同比增长 200%，受到市场广泛认可。同时，报告期内，MTU 先后注册、引入包括 ESD 刀、痔疮套扎枪、食道支架、气道支架、Protrap (息肉瓶) 等 10 多项新产品。总体上，基础产品稳步增长，创新产品逐步放量，各类新产品持续引入，产品结构不断优化，为未来业务增长奠定坚实基础。

费用端加大不影响中长期增长趋势

2020 年公司加大了研发创新、市场推广。研发费用、销售费用、管理费用分别增长 41.6%、0.4% 和 25.7%，研发费用的增加主要系报告期公司持续增加新产品研发投入且前期已有研发项目进入设计验证及注册阶段，验证及注册费用投入增加，管理费用的增加主要系公司人员费用、法务费、租赁费及实施股权激励计划产生股份支付费用增加所致。股权激励费用较上年增加 0.47 亿元，汇兑损失较上年增加 0.25 亿元，费用端投入较多使得利润端短期承压，不过投入的费用在于夯实公司中长期发展基础。随着新产品开发、渠道建设的中长期价值效应逐步显现，未来业绩高增长动力强劲。

图表 3：2016-2020 南微医学费用率变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

Q1 业绩增长超预期，全年有望保持高增长趋势

- 公司 2021 年第一季度实现营业收入 3.94 亿元，上年同期营业收入 2.47 亿元，同比增长 59%，其中国内市场 Q1 较去年有较大的增长，国内 Q1 销售收入 2.27 亿元，去年同期 1.18 亿元，同比增加 91.89%；国际市场 Q1 销售收入完成 1.66 亿元，去年同期 1.28 亿元，同比增加 29.64%。主要原因为国内疫情控制较好，销售恢复较快；国外尽管仍有较多国家受疫情影响较大，但终端销售也呈现较快增长势头。

内镜诊疗高速增长，新产品线有望接棒发力，海内外业务双轮驱动

- 公司作为国内内镜诊疗耗材龙头，持续升级相关产品线，有望加快进口替代进程。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，巨大诊疗需求尚未释放，公司作为国内内镜诊疗耗材龙头持续升级相关产品线，有望加快进口替代进程。
- 新产品线布局全面，后续有望接力。公司持续进行止血夹升级，目前有三款新一代产品处于不同研发或注册阶段；黄金刀已获国内注册证，正在推进海外注册；快速交换 ERCP 系统已获欧盟 CE 认证，正在推进中美注册；其中颅内隧道牵开手术系统、一次性可视化脑部灌洗系统等产品研发持续推进，预计 2021 年有望进入收获期，增添新的增长点。
- 疫情消散，海外业务有望恢复高增长。公司已在美国、欧洲和世界其他地区建立了稳定的营销网络，并与部分世界知名企业保持了良好的合作关系。内海外相关资源联动互补，既有效开拓市场，又利于防御风险。近年来，随着公司产品线丰富、市场准入推进，国际国内两个市场大体均衡发展。目前，海外市场已拓展至 80 多个国家和地区，其中美国市场和其他一些新兴国家市场发展较快，较好地起到了优势互补、相得益彰的作用。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	922	1,307	1,326	1,843	2,337	3,035	货币资金	341	647	645	529	573	740
增长率		41.8%	1.4%	38.9%	26.8%	29.9%	应收账款	141	179	226	330	494	658
主营业务成本	-334	-447	-451	-540	-675	-875	存货	133	212	215	278	403	617
%销售收入	36.2%	34.2%	34.0%	29.3%	28.9%	28.8%	其他流动资产	6	1,359	1,412	1,399	1,402	1,406
毛利	588	860	876	1,303	1,662	2,160	流动资产	621	2,397	2,498	2,536	2,872	3,421
%销售收入	63.8%	65.8%	66.0%	70.7%	71.1%	71.2%	%总资产	64.0%	83.4%	80.5%	76.0%	74.3%	74.4%
营业税金及附加	-15	-15	-12	-18	-28	-30	长期投资	21	32	35	55	85	135
%销售收入	1.6%	1.1%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	固定资产	171	265	374	528	660	771
销售费用	-185	-277	-278	-332	-397	-516	%总资产	17.6%	9.2%	12.1%	15.8%	17.1%	16.8%
%销售收入	20.1%	21.2%	21.0%	18.0%	17.0%	17.0%	无形资产	140	163	179	221	247	274
管理费用	-127	-177	-223	-240	-257	-364	非流动资产	349	478	607	803	992	1,180
%销售收入	13.8%	13.6%	16.8%	13.0%	11.0%	12.0%	%总资产	36.0%	16.6%	19.5%	24.0%	25.7%	25.6%
研发费用	-49	-70	-100	-92	-126	-152	资产总计	969	2,875	3,105	3,339	3,864	4,600
%销售收入	5.3%	5.4%	7.5%	5.0%	5.4%	5.0%	短期借款	81	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	212	320	263	621	853	1,098	应付款项	146	219	334	246	208	234
%销售收入	23.0%	24.5%	19.8%	33.7%	36.5%	36.2%	其他流动负债	80	98	87	30	28	34
财务费用	-1	4	-16	12	11	14	流动负债	307	317	421	276	235	268
%销售收入	0.1%	-0.3%	1.2%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	长期贷款	15	0	0	0	0	0
资产减值损失	-7	-5	15	-6	-9	-14	其他长期负债	27	30	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	349	347	442	276	235	268
投资收益	21	32	49	5	15	20	普通股股东权益	580	2,475	2,611	2,845	3,191	3,664
%税前利润	9.1%	8.9%	16.4%	0.8%	1.7%	1.8%	其中：股本	100	133	133	133	133	133
营业利润	226	352	282	632	871	1,118	未分配利润	184	462	566	799	1,145	1,619
营业利润率	24.5%	26.9%	21.3%	34.3%	37.3%	36.8%	少数股东权益	41	53	53	218	438	668
营业外收支	8	7	19	5	8	9	负债股东权益合计	969	2,875	3,105	3,339	3,864	4,600
税前利润	234	359	301	637	879	1,127	比率分析						
利润率	25.4%	27.4%	22.7%	34.6%	37.6%	37.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-31	-44	-35	-83	-82	-107	每股指标						
所得税率	13.1%	12.2%	11.6%	13.0%	9.3%	9.5%	每股收益	1.927	2.277	1.956	2.921	4.327	5.921
净利润	203	315	266	554	797	1,019	每股净资产	5.797	18.562	19.581	21.334	23.930	27.482
少数股东损益	11	12	5	165	220	230	每股经营现金净流	1.923	1.890	1.545	2.306	3.840	5.500
归属于母公司的净利润	193	304	261	389	577	789	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.168	1.731	2.368
净利率	20.9%	23.2%	19.7%	21.1%	24.7%	26.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	33.24%	12.27%	9.99%	13.69%	18.08%	21.54%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	19.88%	10.56%	8.40%	11.67%	14.93%	17.16%
净利润	203	315	266	554	797	1,019	投入资本收益率	25.70%	11.12%	8.72%	17.65%	21.33%	22.93%
少数股东损益	11	12	5	165	220	230	增长率						
非现金支出	26	29	24	56	80	106	主营业务收入增长率	43.93%	41.79%	1.45%	38.95%	26.80%	29.87%
非经营收益	-24	-35	-29	2	-23	-29	EBIT 增长率	53.76%	51.06%	-17.98%	136.55%	37.40%	28.63%
营运资金变动	-13	-57	-55	-305	-342	-363	净利润增长率	90.45%	57.55%	-14.11%	49.35%	48.14%	36.85%
经营活动现金净流	192	252	206	307	512	733	总资产增长率	34.93%	196.66%	8.00%	7.52%	15.72%	19.07%
资本开支	-49	-53	-161	-233	-222	-221	资产管理能力						
投资	0	-1,370	-41	-20	-30	-50	应收账款周转天数	44.9	42.3	51.6	62.0	75.0	78.0
其他	22	33	39	5	15	20	存货周转天数	131.7	140.6	172.9	190.0	220.0	260.0
投资活动现金净流	-26	-1,390	-163	-248	-237	-251	应付账款周转天数	#DIV/0!	78.5	164.7	85.0	65.0	50.0
股权募资	0	1,636	0	0	0	0	固定资产周转天数	52.1	65.7	71.4	71.8	69.5	60.8
债权募资	0	-96	0	-20	0	0	偿债能力						
其他	1	-65	-70	-156	-231	-316	净负债/股东权益	-39.38%	-78.98%	-76.34%	-62.60%	-54.05%	-49.11%
筹资活动现金净流	1	1,475	-70	-176	-231	-316	EBIT 利息保障倍数	200.5	-87.7	16.9	-51.1	-74.8	-80.8
现金净流量	167	337	-27	-117	44	167	资产负债率	35.99%	12.07%	14.22%	8.28%	6.08%	5.83%

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
买入	0	2	9	11	32
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.10	1.15	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-19	买入		60.00~82.50
2	2019-10-29	买入	163.11	N/A
3	2020-01-20	买入	184.23	N/A
4	2020-02-28	买入	177.60	N/A
5	2020-07-15	买入	239.80	N/A
6	2020-08-18	买入	239.80	N/A
7	2020-11-20	买入	217.43	N/A
8	2021-03-01	买入	209.23	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402