

国内市场驱动业绩恢复, 内镜诊疗器械龙头增长可期

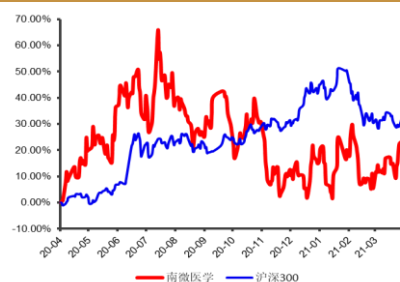
投资要点

- **事件:** 1) 公司发布2020年报, 全年收入13.3亿元(+1.4%), 归母净利润2.6亿元(-14.1%), 扣非归母净利润2.1亿元(-23.3%)。2) 公司发布2021年一季报, Q1收入4亿元(+59.5%), 归母净利润0.67亿元(+41.1%), 扣非归母净利润0.63亿元(+51.8%)。
- **2020年收入逐季恢复, 各项投入为长期增长蓄势。** 1) 分季度看, 2020年Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为2.5/3.2/3.6/4亿元(-14%/-2.1%/+5.1%/+14%), 单季度归母净利润分别4738/6648/9458/5233万元(-25.9%/-22.9%/+23.1%/-31.7%), 国内市场恢复带动收入逐季改善。2) 从盈利能力看, 2020年毛利率为66%(+0.23pp), 基本稳定, 期间费用率为46.5%(+6.6pp), 主要因销售费用率、管理费用率、研发费用率分别增加3.2pp、2.1pp、1.5pp, 主要因为公司在研发、信息化建设、新员工招聘、激励费用等方面加大投入, 为长期增长蓄势。3) 分区域看, 2020年国内收入8.1亿元(+6.3%), 国际收入5.1亿元(-5.2%), 主要因为国内疫情得控而海外疫情持续蔓延所致。4) 分业务看, EMR/ESD类、ERCP类、EUS/EBUS类产品量价齐升, 收入分别为1.6亿元(+30%)、1亿元(+31.6%)、1216万元(+36.6%), 销量分别为240.9万件(+18.2%)、35.2万件(+30.3%)、9.5万件(+24.9%); 止血及闭合类、活检类、扩张类分别为收入5.8亿元(+0.19%)、1.8亿元(-23.48%)、1.6亿元(+6%), 销量分别为667.4万件(+9.3%)、913.2万件(-17.3%)、20.8万件(+8.2%), 单价均有所下降以获得市场份额提升; 微波消融针7937万元(-10.7%), 销量3.7万件(-15.4%); 肿瘤消融设备481万元(-24.2%)。
- **一季度国内高增长驱动业绩进一步恢复。** 2021Q1收入4亿元(+59.5%), 相比2019Q1增长37.1%, 归母净利润0.67亿元(+41.1%), 剔除股权激励费用2247万元的影响, 2021Q1归母净利润为0.89亿元(+87.9%), 相比2019Q1增长39.2%。分区域看, 2021Q1国内收入2.3亿元(+91.9%), 主要系国内疫情控制较好, 医院内镜治疗手术基本恢复, 止血及闭合类、微波消融针、ESD/EMR类等销售数量快速增长; 国际收入1.7亿元(+29.6%), 目前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。随着国内、国际双线持续恢复, 公司未来业绩增长可期。
- **全球内镜诊疗器械市场空间巨大, 公司持续加大创新丰富产品储备。** 随着内镜手术的不断普及, 内镜诊疗器械需求量不断增加, 据波士顿科学的统计和分析, 2018年全球内镜诊疗器械市场规模为50亿美元, 2019-2022年全球内镜诊疗器械市场整体增速为5%, 公司在全球市场份额仅为低个位数, 未来提升空间巨大。2020年公司研发投入9967万元(+41.6%), 占收入比重7.5%, 研发成果突出, 远端腔道可视化产品已完成开发并提交型式检验, EOCT C1主机和耗材获得国内注册, 并完成第一代通用型数字成像控制器主机, 为未来可视化系列产品的平台化开发奠定了基础, 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入注册或上市推广阶段, 进一步丰富产品储备。

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 周章庆
电话: 021-68416017
邮箱: zzzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: wind

基础数据

总股本(亿股)	1.33
流通A股(亿股)	0.43
52周内股价区间(元)	161.02~283
总市值(亿元)	285.3
总资产(亿元)	32.2
每股净资产(元)	20.25

相关研究

1. 南微医学(688029): Q3单季度收入重回正增长 (2020-10-28)
2. 南微医学(688029): 二季度环比改善, 费用投放为后疫情时代蓄势 (2020-09-09)

● **盈利预测与投资建议。**考虑到股权激励费用影响，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.7、5.7、8 亿元，剔除股权激励费用影响，预计归母净利润分别为 4.5、6.1、8.2 亿元。作为内镜诊疗创新器械龙头，公司内生业绩增长迅速，全球竞争力不断提升，维持“买入”评级。

● **风险提示：**研发失败风险、政策控费风险、专利诉讼风险、新品放量不及预期。



指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1326.41	1801.00	2394.07	3141.36
增长率	1.45%	35.78%	32.93%	31.21%
归属母公司净利润（百万元）	260.76	369.56	572.81	803.50
增长率	-14.11%	41.72%	55.00%	40.27%
每股收益 EPS（元）	1.96	2.77	4.30	6.03
净资产收益率 ROE	9.99%	12.75%	16.81%	19.59%
PE	109	77	50	36
PB	10.93	9.75	8.33	6.93

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1326.41	1801.00	2394.07	3141.36	净利润	266.14	381.42	589.55	826.58
营业成本	450.64	583.72	769.14	1005.60	折旧与摊销	33.60	21.55	21.55	21.55
营业税金及附加	12.28	19.98	25.24	33.02	财务费用	15.54	0.00	0.00	0.00
销售费用	278.42	334.10	434.33	564.63	资产减值损失	-10.07	0.00	0.00	0.00
管理费用	222.84	335.12	356.41	403.01	经营营运资本变动	27.96	-39.93	-20.70	-38.57
财务费用	15.54	0.00	0.00	0.00	其他	-101.89	-33.48	-34.52	-35.49
资产减值损失	-10.07	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	231.27	329.55	555.88	774.07
投资收益	49.23	35.00	35.00	35.00	资本支出	-112.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-50.37	35.00	35.00	35.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-163.10	35.00	35.00	35.00
营业利润	282.23	433.51	675.52	951.14	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	18.76	10.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	300.99	443.51	685.52	961.14	股权融资	7.71	0.00	0.00	0.00
所得税	34.85	62.09	95.97	134.56	支付股利	-133.34	-52.15	-73.91	-114.56
净利润	266.14	381.42	589.55	826.58	其他	73.95	-1.09	0.00	0.00
少数股东损益	5.38	11.86	16.74	23.08	筹资活动现金流净额	-51.68	-53.24	-73.91	-114.56
归属母公司股东净利润	260.76	369.56	572.81	803.50	现金流量净额	-1.34	311.31	516.97	694.50
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	645.42	956.74	1473.70	2168.21	成长能力				
应收和预付款项	231.05	293.04	392.60	517.71	销售收入增长率	1.45%	35.78%	32.93%	31.21%
存货	215.24	277.29	365.37	478.81	营业利润增长率	-19.71%	53.60%	55.83%	40.80%
其他流动资产	1406.76	1413.48	1421.87	1432.44	净利润增长率	-15.55%	43.32%	54.57%	40.21%
长期股权投资	27.84	27.84	27.84	27.84	EBITDA 增长率	-11.14%	37.33%	53.18%	39.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	374.34	358.36	342.37	326.38	毛利率	66.03%	67.59%	67.87%	67.99%
无形资产和开发支出	147.65	145.18	142.71	140.24	三费率	38.96%	37.16%	33.03%	30.80%
其他非流动资产	56.91	53.83	50.74	47.65	净利率	20.06%	21.18%	24.63%	26.31%
资产总计	3105.23	3525.75	4217.20	5139.27	ROE	9.99%	12.75%	16.81%	19.59%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.57%	10.82%	13.98%	16.08%
应付和预收款项	292.28	357.86	484.23	631.25	ROIC	39.86%	50.20%	72.00%	92.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.98%	25.27%	29.12%	30.96%
其他负债	149.32	176.08	225.52	288.56	营运能力				
负债合计	441.59	533.93	709.75	919.81	总资产周转率	0.44	0.54	0.62	0.67
股本	133.34	133.34	133.34	133.34	固定资产周转率	5.36	7.17	10.17	14.32
资本公积	1832.62	1832.62	1832.62	1832.62	应收账款周转率	7.07	7.73	7.86	7.76
留存收益	643.90	961.31	1460.21	2149.14	存货周转率	2.09	2.36	2.38	2.37
归属母公司股东权益	2610.94	2927.27	3426.16	4115.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.02%	—	—	—
少数股东权益	52.69	64.55	81.28	104.37	资本结构				
股东权益合计	2663.63	2991.81	3507.45	4219.47	资产负债率	14.22%	15.14%	16.83%	17.90%
负债和股东权益合计	3105.23	3525.75	4217.20	5139.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.93	5.73	5.30	5.11
					速动比率	5.42	5.19	4.77	4.58
					股利支付率	51.14%	14.11%	12.90%	14.26%
					每股指标				
					每股收益	1.96	2.77	4.30	6.03
					每股净资产	19.58	21.95	25.69	30.86
					每股经营现金	1.73	2.47	4.17	5.81
					每股股利	1.00	0.39	0.55	0.86
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	331.37	455.06	697.06	972.69					
PE	109.42	77.21	49.81	35.51					
PB	10.93	9.75	8.33	6.93					
PS	21.51	15.84	11.92	9.08					
EV/EBITDA	79.89	57.49	36.79	25.65					
股息率	0.47%	0.18%	0.26%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn