

公司研究

公司业绩实现逐季恢复，新产品+全球化打开成长空间

——南微医学（688029.SH）2020年年报和2021年一季报点评

买入（维持）

当前价：218.39元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

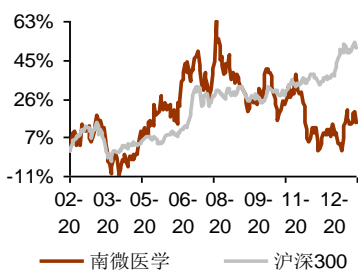
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.33
总市值(亿元):	291.20
一年最低/最高(元):	162.00/283.00
近3月换手率:	31.87%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.22	16.78	-13.43
绝对	17.42	8.06	21.83

资料来源：Wind

相关研报

2020年股权激励方案落地，彰显公司业绩信心——南微医学（688029.SH）公告点评（2020-11-17）

20Q3业绩如期继续回暖，国内和美国业务快速恢复——南微医学（688029.SH）2020年三季报点评（2020-11-01）

20Q2业绩如期回暖，高端产品研发持续推进——南微医学（688029.SH）2020年中报点评（2020-08-18）

要点

事件：

(1) 公司发布2020年年报，实现营业收入13.26亿元（+1.45% YOY），实现归母净利润2.61亿元（-14.11% YOY），实现扣非归母净利润2.12亿元（-23.25% YOY），业绩符合市场预期。

(2) 公司发布2021年一季报，实现营业收入3.94亿元（+59.47% YOY），实现归母净利润6685万元（+41.10% YOY），实现扣非归母净利润6297万元（+51.75% YOY），业绩超出市场预期。

公司业绩实现逐季恢复，毛利率稳步提升。20Q1-21Q1，公司分别实现营业收入2.47/3.24/3.61/3.95/3.94亿元，业绩实现逐季的恢复。其中，21Q1公司的营业收入相比20Q1增长59.47%，相比19Q1增长37.1%，实现了良好的恢复，主要由于国内疫情控制较好，销售恢复较快，国外的终端销售呈现较快增长势头。同时，在21Q1公司因实施2020年股票激励计划产生股份支付费用2247万元，在不考虑股份支付影响下，公司实现归母净利润8900万元（+87.85% YOY），公司的业绩实现了强劲的恢复。公司的毛利率实现了稳步的提升，从2019年的65.8%提升至2020年的66.0%和20Q1的66.3%。

研发投入进一步加强，新产品储备丰富。公司持续推进与国内外的临床专家开展转化医学对接，紧贴临床需求，快速响应、协同创新。2020年，公司的研发费用达到9967万元（+41.58% YOY），研发费用率从2019年的5.4%提升至7.5%。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，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；同时，公司在报告期内开发完成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，部分产品进入注册或上市推广阶段，进一步丰富产品储备。我们认为，公司持续推动研发投入，产品梯队建设逐渐完善，有助于其不断迭代放量。

渠道建设进一步完善，国际化布局打开成长空间。2020年，公司实现海外收入5.13亿元（-5.16% YOY），销售有所下滑主要由于海外疫情的影响；21Q1，公司实现海外收入1.66亿元（+29.64% YOY），销售大幅提升主要由于海外终端销售实现较快增长。需要注意的是，公司在欧洲、美国拥有直销团队，能够迅速响应客户的临床需求，因此在疫情后实现了快速恢复，2020年实现了正增长。目前，公司海外收入占比超过40%，未来公司将进一步优化国际销售体系。在2021年一季度，公司将世界其他区域的管理做了重新调整，原来ROW营销区域中的北美、中北美和南美市场及团队划归MTU管理；中东、非洲等营销区域集团对划归欧洲公司MTE管理。我们认为，公司在国际化上的布局不断推进有望降低其产品国内集采风险，打开其成长空间。

盈利预测、估值与评级：公司是内镜诊疗耗材龙头，产品种类齐全，具有较强的研发能力和转化医学能力，不断向微创诊疗高端产品拓展。考虑到公司海外诉讼费用和股权激励费用的影响，我们略下调公司 21-22 年 EPS 至 3.03 元（下调 3.7%）/3.99 元（下调 3.4%），新增 23 年 EPS 为 5.20 元，分别同比增长 55%/32%/30%，现价对应 21-23 年 PE 为 72/55/42 倍，维持“买入”评级。

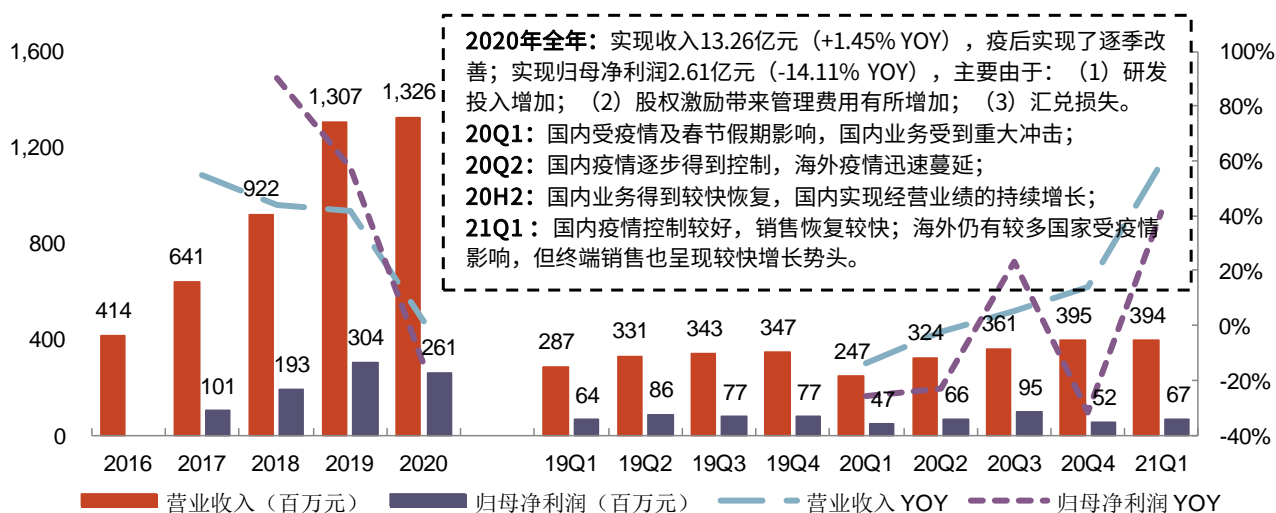
风险提示：海外疫情持续、诉讼风险、医药控费政策风险、汇率波动风险、新产品注册进度不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,307	1,326	1,862	2,449	3,157
营业收入增长率	41.79%	1.45%	40.40%	31.49%	28.90%
净利润（百万元）	304	261	404	532	693
净利润增长率	57.55%	-14.11%	54.80%	31.90%	30.11%
EPS（元）	2.28	1.96	3.03	3.99	5.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.27%	9.99%	13.76%	15.74%	17.46%
P/E	96	112	72	55	42
P/B	11.8	11.2	9.9	8.6	7.3

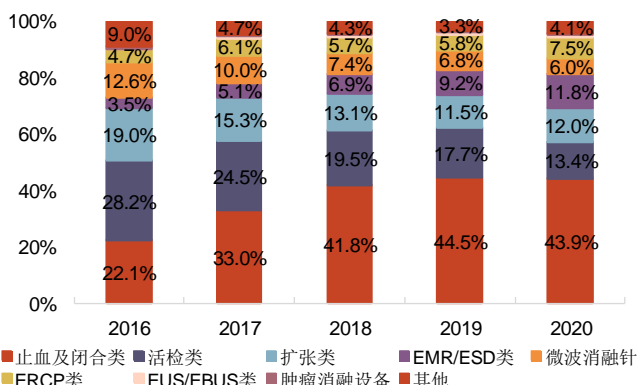
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-23

图 1: 公司的营业收入和归母净利润 (2016-2020,19Q1-21Q1)



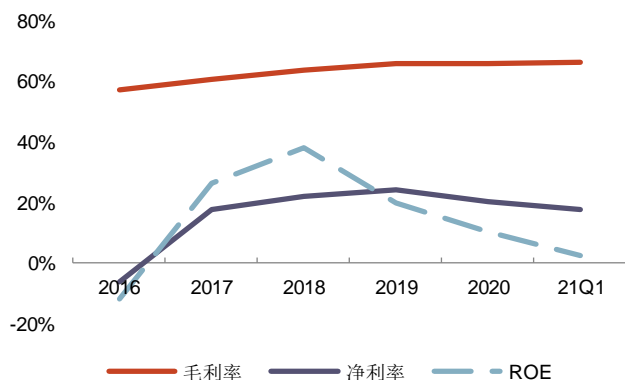
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 公司的收入拆分 (2016-2020)



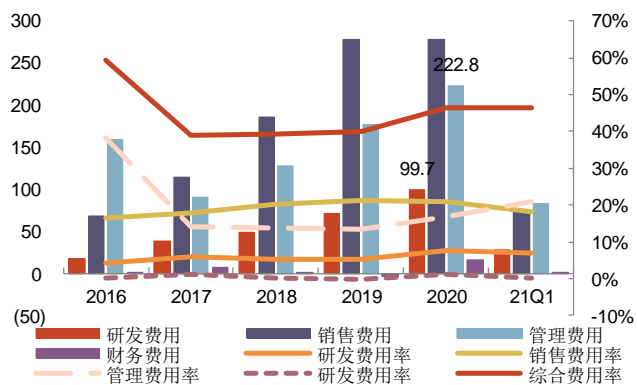
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 公司的盈利能力 (2016-21Q1)



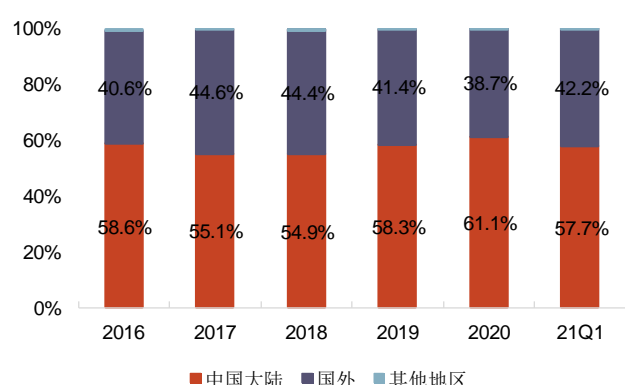
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 公司的费用情况 (2016-21Q1)



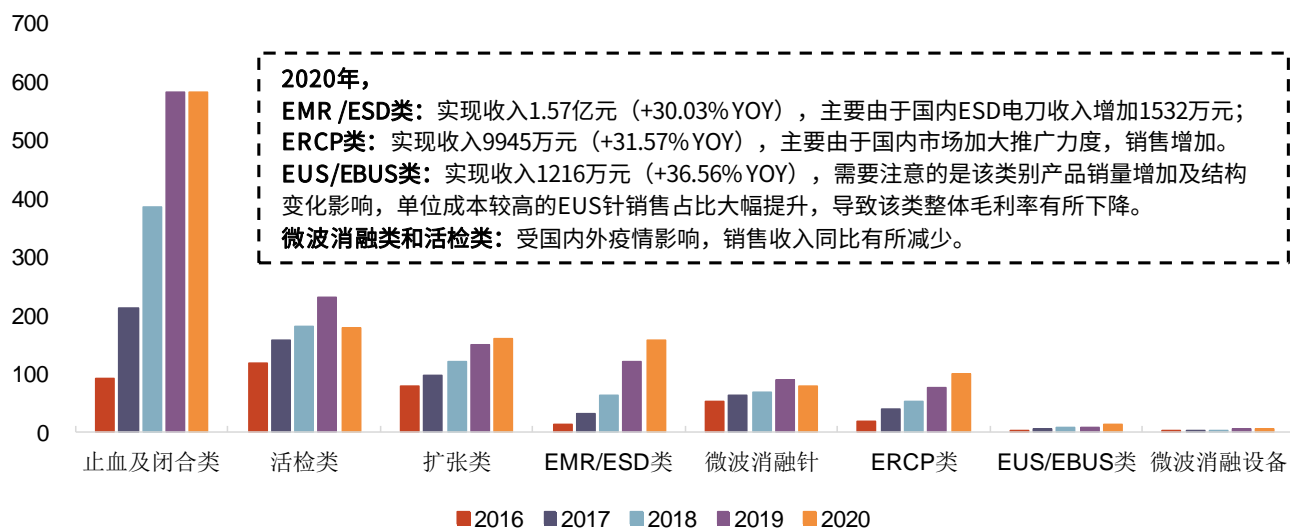
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 5: 公司的销售区域占比 (2016-21Q1)



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 6：公司各产品收入情况 (2016-2020)



资料来源：Wind，公司公告，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,307	1,326	1,862	2,449	3,157
营业成本	447	451	631	836	1,089
折旧和摊销	20	26	18	24	31
税金及附加	15	12	17	23	29
销售费用	277	278	352	416	483
管理费用	177	223	313	411	530
研发费用	70	100	154	223	316
财务费用	-4	16	-11	-11	-12
投资收益	32	49	30	30	30
营业利润	352	282	445	582	754
利润总额	359	301	471	617	798
所得税	44	35	55	71	92
净利润	315	266	417	545	706
少数股东损益	12	5	13	13	13
归属母公司净利润	304	261	404	532	693
EPS(按最新股本计)	2.28	1.96	3.03	3.99	5.20

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	252	231	130	340	466
净利润	304	261	404	532	693
折旧摊销	20	26	18	24	31
净营运资金增加	125	-34	400	335	406
其他	-196	-22	-692	-551	-663
投资活动产生现金流	-1,390	-163	-99	-155	-130
净资本支出	-53	-161	-160	-160	-160
长期投资变化	32	28	0	0	0
其他资产变化	-1,369	-30	61	5	30
融资活动现金流	1,470	-52	-39	-149	-190
股本变化	33	0	0	0	0
债务净变化	-96	0	100	0	0
无息负债变化	95	94	-14	82	100
净现金流	338	-1	-9	37	146

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.8%	66.0%	66.1%	65.8%	65.5%
EBITDA 率	26.8%	23.2%	22.3%	23.1%	23.5%
EBIT 率	24.8%	20.6%	21.3%	22.1%	22.6%
税前净利润率	27.4%	22.7%	25.3%	25.2%	25.3%
归母净利润率	23.2%	19.7%	21.7%	21.7%	21.9%
ROA	11.0%	8.6%	11.8%	13.4%	14.8%
ROE (摊薄)	12.3%	10.0%	13.8%	15.7%	17.5%
经营性 ROIC	34.5%	26.1%	23.3%	23.3%	23.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	12%	14%	15%	15%	15%
流动比率	7.56	5.93	4.89	4.35	4.06
速动比率	6.89	5.42	4.36	3.81	3.50
归母权益/有息债务	-	-	29.35	33.84	39.67
有形资产/有息债务	-	-	33.28	38.63	45.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,875	3,105	3,528	4,072	4,769
货币资金	647	645	636	673	819
交易性金融资产	1,350	1,388	1,388	1,388	1,388
应收帐款	170	205	298	392	505
应收票据	0	2	2	3	4
其他应收款 (合计)	9	19	22	25	29
存货	212	215	301	400	520
其他流动资产	0	5	135	278	450
流动资产合计	2,397	2,498	2,809	3,193	3,760
其他权益工具	0	7	7	7	7
长期股权投资	32	28	28	28	28
固定资产	235	259	327	401	478
在建工程	30	115	165	203	231
无形资产	17	16	26	35	45
商誉	131	131	131	131	131
其他非流动资产	8	7	-23	-23	-23
非流动资产合计	478	607	718	879	1,009
总负债	347	442	527	610	710
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	192	214	300	398	518
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	8	1	2	2	3
其他流动负债	0	0	12	25	40
流动负债合计	317	421	575	734	926
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	10	-60	-136	-229
非流动负债合计	30	20	-47	-124	-216
股东权益	2,528	2,664	3,000	3,462	4,059
股本	133	133	133	133	133
公积金	1,880	1,911	1,911	1,911	1,911
未分配利润	462	566	889	1,338	1,922
归属母公司权益	2,475	2,611	2,935	3,384	3,967
少数股东权益	53	53	66	79	92

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	21.22%	20.99%	18.89%	17.00%	15.30%
管理费用率	13.56%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%
财务费用率	-0.28%	1.17%	-0.57%	-0.45%	-0.36%
研发费用率	5.38%	7.51%	8.27%	9.09%	10.00%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	0.60	0.62	0.82	1.06
每股经营现金流	1.89	1.73	0.97	2.55	3.49
每股净资产	18.56	19.58	22.01	25.38	29.75
每股销售收入	9.81	9.95	13.97	18.36	23.67

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	96	112	72	55	42
PB	11.8	11.2	9.9	8.6	7.3
EV/EBITDA	79.9	91.6	66.9	49.3	37.6
股息率	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE