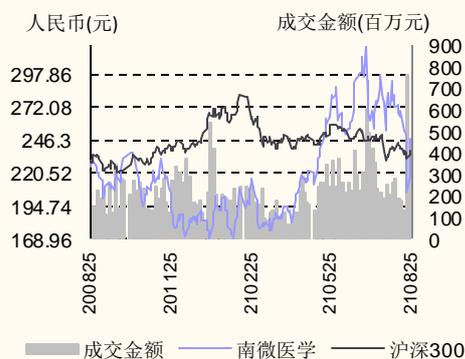


市场价格 (人民币): 247.46 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.33
已上市流通 A 股(亿股)	0.44
总市值(亿元)	329.96
年内股价最高最低(元)	322.89/170.25
沪深 300 指数	4898
上证指数	3540



相关报告

- 1.《一季报业绩超预期，国内外业务全面恢复-南微医学公司点评》，2021.4.20
- 2.《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
- 3.《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

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

上半年收入增长强劲，新产品发展态势良好

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	374	579	793
归母净利润增长率	57.55%	-14.11%	43.56%	54.79%	36.94%
摊薄每股收益(元)	2.277	1.956	2.807	4.346	5.951
每股经营性现金流净额	1.83	1.55	3.03	4.34	6.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.27%	9.99%	13.20%	18.20%	21.68%
P/E	70.54	94.09	88.14	56.94	41.58
P/B	8.65	9.40	11.64	10.37	9.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月25日，公司发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入8.75亿元(+53%)；归母净利润1.43亿元(+26%)；扣非归母净利润1.35亿元(+28%)。
- 分季度看，公司2021Q2实现营业收入4.81亿元(+49%)，归母净利润0.76亿元(+15%)，扣非归母净利润0.72亿元(+12%)

经营分析

- 国内外市场均快速增长，新产品发展态势良好。主要产品止血闭合类、EMR/ESD类、活检类及微波消融类收入增长2.66亿元，同比增长64%。近两年陆续上市的ERCP快速交换系统、EUS针、一次性高频电切开刀等新产品在不同区域市场呈现出良好的增长态势。国内市场销售收入约5.32亿元，同比增加51%；国际市场销售收入约3.43亿元，同比增加57%。
- 管理费用率提升明显，剔除股票激励费用的业绩增长可观。公司2021上半年毛利率65.5%，同比上升0.4pct；净利率16.9%，同比下降3.2pct。净利率下滑的原因主要是：1)股票激励计划造成的费用；2)研发投入的增长；3)汇兑损失带来的财务费用提升。实际剔除股份支付费用的归母净利润增速较快。随公司收入规模提升，未来长期公司管理费用率有望稳步下降。
- 研发实力强劲，一次性胆道镜有望年内获批。截止6月30日，公司研发人员数量达到349人，占公司总员工人数的17%，硕士及以上学历研发人员61人，目前形成了具有深厚的行业认知经验、多学科交叉的研发团队。重磅产品一次性胆道镜目前已完成开发并提交型式检验，有望年内获得国内注册，上市后有望快速实现国产替代。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2021-2023年分别实现归母净利润3.74、5.79、7.93亿元，同比增长44%、55%、37%。
- 维持“买入”评级。

风险提示

海外市场拓展风险；新产品研发推广不达预期风险；股权激励影响表观利润风险；医保控费政策风险；汇兑风险；

国内外市场均快速增长，新产品发展态势良好

- 公司上半年实现营业收入 8.75 亿元，同比增长 53%；归母净利润 1.43 亿元，同比增长 26%，主要产品止血及闭合类、EMR/ESD 类、活检类及微波消融类收入增长 2.66 亿元，同比增长 64%。近两年陆续上市的 ERCP 快速交换系统、EUS 针、一次性高频电切开刀等新产品在不同区域市场呈现出良好的增长态势。
- 上半年国内市场销售收入约 5.32 亿元，同比增加 51%，其中一季度约 2.27 亿元，二季度约 3.05 亿元。国际市场销售收入约 3.43 亿元，同比增加 57%，其中一季度约 1.67 亿元，二季度约 1.76 亿元。

图表 1: 2016-2021H1 公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2: 2016-2021H1 公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

管理费用率提升明显，剔除股票激励费用的业绩增长可观

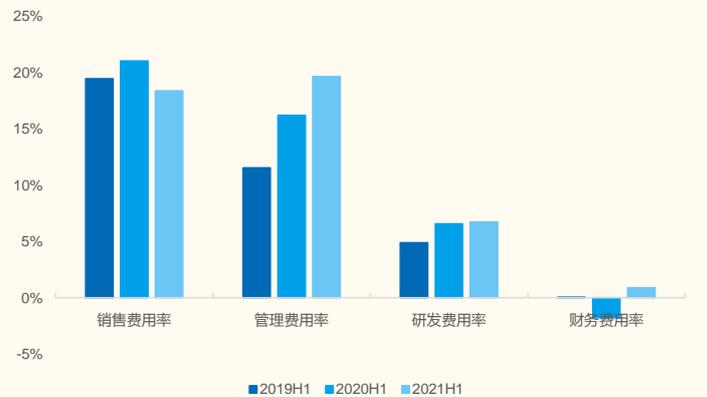
- 公司 2021 上半年毛利率 65.5%，同比上升 0.4pct；净利率 16.9%，同比下降 3.2pct。净利率下滑的原因主要是：1) 股票激励计划造成的费用；2) 研发投入的增长；3) 汇兑损失带来的财务费用提升。
- 若剔除公司因实施 2020 年限制性股票激励计划产生股份支付费用 4691 万元影响，本期净利润为 1.95 亿元，同比增长 70%，归属于上市公司股东的净利润为 1.90 亿元，同比增长 66%。随公司收入规模提升，未来长期公司管理费用率有望稳步下降。

图表 3: 2018-2021 半年度利润率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 2019-2021 半年度费用率变化

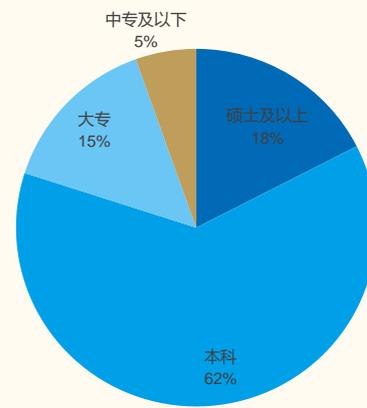


来源：公司公告，国金证券研究所

研发实力强劲，一次性胆道镜有望年内获批

- 公司重磅产品一次性胆道镜目前已完成开发并提交型式检验，有望年内获得国内注册；一次性支气管镜和一次性可视化脑部灌洗系统进入设计验证阶段，预计年内将提交型式检验，其中一次性支气管镜计划年底前提交 FDA、CE 注册，一次性可视化脑部灌洗系统计划于明年初提交 FDA 注册。
- 公司在内镜诊疗、微波消融以及 EOCT 领域均具备较强的研发实力，上半年公司新申请专利 90 项，获授权专利 28 项，其中国内发明专利 1 项、国外发明专利 2 项（欧洲 1 项、澳大利亚 1 项），实用新型专利 23 项，国内外外观专利 2 项。
- 截止 6 月 30 日，公司研发人员数量达到 349 人，占公司总员工人数的 17%，硕士及以上学历研发人员 61 人，目前形成了具有深厚的行业认知经验、多学科交叉的研发团队。

图表 5：公司研发人员学历构成



来源：公司公告，国金证券研究所

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	632	741	998
增长率		41.8%	1.4%	38.9%	26.8%	29.9%	应收款项	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	2,639	3,040	3,679
%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%	76.7%	75.4%	75.7%
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%	15.3%	16.4%	15.9%
%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	-258	-257	-364	非流动资产	349	478	607	803	992	1,180
%销售收入	13.8%	13.6%	16.8%	14.0%	11.0%	12.0%	%总资产	36.0%	16.6%	19.5%	23.3%	24.6%	24.3%
研发费用	-49	-70	-100	-92	-126	-152	资产总计	969	2,875	3,105	3,442	4,032	4,859
%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	603	853	1,098	应付款项	146	219	334	359	383	498
%销售收入	23.0%	24.5%	19.8%	32.7%	36.5%	36.2%	其他流动负债	80	98	87	29	28	34
财务费用	-1	4	-16	13	14	18	流动负债	307	317	421	388	411	532
%销售收入	0.1%	-0.3%	1.2%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	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	388	411	532
投资收益	21	32	49	5	15	20	普通股股东权益	580	2,475	2,611	2,836	3,183	3,659
%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	615	873	1,122	未分配利润	184	462	566	790	1,138	1,614
营业利润率	24.5%	26.9%	21.3%	33.4%	37.4%	37.0%	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	3,442	4,032	4,859
税前利润	234	359	301	620	881	1,131	比率分析						
利润率	25.4%	27.4%	22.7%	33.6%	37.7%	37.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-31	-44	-35	-81	-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	2.807	4.346	5.951
净利润	203	315	266	539	799	1,023	每股净资产	5.797	18.562	19.581	21.266	23.873	27.444
少数股东损益	11	12	5	165	220	230	每股经营现金净流	1.923	1.827	1.545	3.033	4.336	6.190
归属于母公司的净利润	193	304	261	374	579	793	每股股利	0.000	0.000	0.000	1.123	1.738	2.380
净利率	20.9%	23.2%	19.7%	20.3%	24.8%	26.1%	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%	13.20%	18.20%	21.68%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	19.88%	10.56%	8.40%	10.88%	14.37%	16.33%
净利润	203	315	266	539	799	1,023	投入资本收益率	25.70%	11.12%	8.72%	17.17%	21.38%	22.96%
少数股东损益	11	12	5	165	220	230	增长率						
非现金支出	26	21	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%	129.53%	41.61%	28.63%
营运资金变动	-13	-57	-55	-192	-278	-275	净利润增长率	90.45%	57.55%	-14.11%	43.56%	54.79%	36.94%
经营活动现金净流	192	244	206	404	578	825	总资产增长率	34.93%	196.66%	8.00%	10.83%	17.15%	20.52%
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	44.2	111.5	164.7	160.0	160.0	160.0
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	-150	-232	-317	净负债/股东权益	-39.38%	-78.98%	-76.34%	-66.16%	-58.81%	-55.15%
筹资活动现金净流	1	1,475	-70	-170	-232	-317	EBIT利息保障倍数	200.5	-87.7	16.9	-45.6	-60.0	-61.0
现金净流量	167	329	-27	-14	109	257	资产负债率	35.99%	12.07%	14.22%	11.28%	10.19%	10.95%

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	5	7	28
增持	0	2	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.38	1.36	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	2019-10-29	买入	163.11	N/A
2	2020-01-20	买入	184.23	N/A
3	2020-02-28	买入	177.60	N/A
4	2020-07-15	买入	239.80	N/A
5	2020-08-18	买入	239.80	N/A
6	2020-11-20	买入	217.43	N/A
7	2021-03-01	买入	209.23	N/A
8	2021-04-20	增持	205.68	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，不作为或被视为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