

2021年业绩符合预期, 2022Q1可视化类贡献新增长点

投资要点

- **事件:** 1) 公司发布2021年年报, 全年收入19.5亿元(+46.8%), 归母净利润3.2亿元(+24.5%), 扣非归母净利润2.8亿元(+29.7%), 经营现金流净额1.7亿元(-25.3%)。2) 公司发布2022年一季报, 22Q1收入4.4亿元(+12.5%), 归母净利润4337万元(-35.1%), 扣非归母净利润4293万元(-31.8%), 经营现金流净额-2332万元(-140.8%)。
- **2021年收入保持高速增长, 国内外均实现高增长。**2021年股份支付费用为7705万元, 剔除此因素, 归母净利润为3.9亿元(+46.3%)。1) 分季度看, 2021Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为3.9/4.8/5.1/5.6亿元(+59.5%/+48.7%/+42.6%/+41.1%), 相比2019Q1/Q2/Q3/Q4分别增长37.1%/45.5%/50%/60.8%, 单季度归母净利润分别0.67/0.76/1.05/0.76亿元(+41.1%/+15%/+11.3%/+45.7%), 22Q4收入和业绩保持快速增长。2) 从盈利能力看, 2021年毛利率为64.2%(-1.8pp), 主要因美元贬值、运费上涨和拼多多活动让利等因素影响, 四费率为46.6%(+0.2pp), 基本稳定, 最终归母净利润率16.7%(-3pp), 若剔除股份支付的影响, 内生盈利能力稳健。3) 分区域看, 2021年国内收入12亿元(+48.1%), 国际收入7.4亿元(+44.5%), 克服疫情影响后, 2021年国内外均实现高速增长。4) 分业务看, 止血及闭合类收入8.9亿元(+53.1%), 活检类收入2.4亿元(+33.7%)、扩张类收入1.9亿元(+16.2%)、ERCP类收入1.3亿元(+28.7%)、EMR/ESD类收入2.6亿元(66.1%)、EUS/EBUS类收入1805万元(+48.5%)、微波消融针收入1.3亿元(+58.9%), 可视化类产品于贡献收入975万元。
- **22Q1因国内疫情和海外地缘冲突等因素承压, 可视化类贡献新增长点。**2022Q1股份支付费用为1568万元, 剔除后一季度归母净利润为5871万元(-34%)。分区域看, 2022Q1国内收入2.8亿元(+21.8%), 主要因国内疫情形势严峻影响内镜手术和常规检查。国际收入1.7亿元, 与2021Q1持平, 其中欧洲市场受地缘冲突及公司将部分OEM业务切换到直销模式、尚处于过渡期等因素影响, 使得欧洲市场第一季度的收入较21Q1减少13.9%, 美洲市场仍增加30.29%。2022Q1公司可视化类收入4558万元, 占营收比重10.3%, 新增长点正在形成。
- **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。2021年公司加大研发投入, 研发费用1.5亿元(+53.4%), 其中重点加大可视化产品研发, 一次性使用胆道镜产品已于2021年11月在国内获证并于22Q1成为国内市场重要增量; 一次性支气管镜产品已提交FDA、CE和国内注册, 计划2022年陆续获批, 未来可视化系列产品有望贡献新增长动能。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润分别为4、5.3、7亿元, 公司作为内镜诊疗创新器械龙头, 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、汇率风险、新品放量不及预期。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1946.72 | 2307.81 | 3028.43 | 3953.48 |
| 增长率 | 46.77% | 18.55% | 31.23% | 30.55% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 324.75 | 396.14 | 532.39 | 704.58 |
| 增长率 | 24.54% | 21.98% | 34.40% | 32.34% |
| 每股收益EPS(元) | 2.43 | 2.96 | 3.98 | 5.27 |
| 净资产收益率ROE | 11.01% | 12.12% | 14.27% | 16.27% |
| PE | 40 | 33 | 25 | 19 |
| PB | 4.46 | 4.00 | 3.51 | 3.03 |

数据来源: Wind, 西南证券

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: zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: wind

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 1.34 |
| 流通A股(亿股) | 0.44 |
| 52周内股价区间(元) | 98.03~323.66 |
| 总市值(亿元) | 131 |
| 总资产(亿元) | 35.9 |
| 每股净资产(元) | 22.46 |

相关研究

1. 南微医学(688029): 股权激励影响表观利润, 未来可视化产品有望贡献新增长点 (2021-10-28)
2. 南微医学(688029): 股权激励影响表观利润, 加大可视化产品研发投入 (2021-08-27)
3. 南微医学(688029): 国内市场驱动业绩恢复, 内镜诊疗器械龙头增长可期 (2021-04-22)
4. 南微医学(688029): Q3单季度收入重回正增长 (2020-10-28)
5. 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)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 营业收入 | 1946.72 | 2307.81 | 3028.43 | 3953.48 | 净利润 | 329.35 | 404.15 | 542.12 | 717.43 |
| 营业成本 | 697.29 | 834.18 | 1096.17 | 1432.37 | 折旧与摊销 | 48.53 | 32.49 | 32.49 | 32.49 |
| 营业税金及附加 | 16.22 | 21.14 | 26.95 | 35.16 | 财务费用 | 20.84 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 销售费用 | 388.56 | 485.70 | 655.69 | 852.40 | 资产减值损失 | -22.51 | -20.00 | -25.00 | -30.00 |
| 管理费用 | 345.77 | 331.89 | 390.85 | 488.56 | 经营营运资本变动 | -165.93 | -65.55 | -87.67 | -106.44 |
| 财务费用 | 20.84 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 其他 | -37.40 | -52.00 | -56.00 | -55.00 |
| 资产减值损失 | -22.51 | -20.00 | -25.00 | -30.00 | 经营活动现金流净额 | 172.89 | 314.09 | 420.94 | 573.48 |
| 投资收益 | 65.39 | 75.00 | 80.00 | 85.00 | 资本支出 | -95.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 341.25 | 75.00 | 80.00 | 85.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 245.81 | 75.00 | 80.00 | 85.00 |
| 营业利润 | 367.18 | 476.13 | 640.38 | 849.08 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 10.16 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 377.34 | 481.13 | 645.38 | 854.08 | 股权融资 | 94.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 47.99 | 76.98 | 103.26 | 136.65 | 支付股利 | 0.00 | -64.95 | -79.23 | -106.48 |
| 净利润 | 329.35 | 404.15 | 542.12 | 717.43 | 其他 | -160.22 | -16.31 | -15.00 | -15.00 |
| 少数股东损益 | 4.60 | 8.01 | 9.73 | 12.85 | 筹资活动现金流净额 | -66.02 | -81.26 | -94.23 | -121.48 |
| 归属母公司股东净利润 | 324.75 | 396.14 | 532.39 | 704.58 | 现金流量净额 | 322.04 | 307.83 | 406.71 | 537.00 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 1163.46 | 1471.29 | 1878.00 | 2415.00 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 406.14 | 435.63 | 586.44 | 768.48 | 销售收入增长率 | 46.77% | 18.55% | 31.23% | 30.55% |
| 存货 | 394.29 | 468.70 | 617.84 | 807.96 | 营业利润增长率 | 30.10% | 29.67% | 34.50% | 32.59% |
| 其他流动资产 | 842.71 | 843.86 | 846.16 | 849.12 | 净利润增长率 | 23.75% | 22.71% | 34.14% | 32.34% |
| 长期股权投资 | 48.86 | 48.86 | 48.86 | 48.86 | EBITDA 增长率 | 31.74% | 19.94% | 31.37% | 30.34% |
| 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 | 467.44 | 449.47 | 431.50 | 413.54 | 毛利率 | 64.18% | 63.85% | 63.80% | 63.77% |
| 无形资产和开发支出 | 228.79 | 217.83 | 206.87 | 195.91 | 三费率 | 38.79% | 36.08% | 35.05% | 34.30% |
| 其他非流动资产 | 80.05 | 76.49 | 72.93 | 69.36 | 净利率 | 16.92% | 17.51% | 17.90% | 18.15% |
| 资产总计 | 3631.75 | 4012.14 | 4688.61 | 5568.23 | ROE | 11.01% | 12.12% | 14.27% | 16.27% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.07% | 10.07% | 11.56% | 12.88% |
| 应付和预收款项 | 544.23 | 593.07 | 792.74 | 1043.56 | ROIC | 37.48% | 36.40% | 44.61% | 52.40% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 22.43% | 22.69% | 22.71% | 22.68% |
| 其他负债 | 97.22 | 84.09 | 98.00 | 115.84 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 641.44 | 677.16 | 890.73 | 1159.40 | 总资产周转率 | 0.58 | 0.60 | 0.70 | 0.77 |
| 股本 | 133.75 | 133.75 | 133.75 | 133.75 | 固定资产周转率 | 7.24 | 8.56 | 12.04 | 16.93 |
| 资本公积 | 1926.41 | 1926.41 | 1926.41 | 1926.41 | 应收账款周转率 | 6.95 | 6.29 | 6.80 | 6.69 |
| 留存收益 | 888.65 | 1219.83 | 1673.00 | 2271.10 | 存货周转率 | 2.26 | 1.93 | 2.01 | 2.00 |
| 归属母公司股东权益 | 2943.32 | 3279.99 | 3733.16 | 4331.26 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 101.52% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 46.98 | 54.99 | 64.72 | 77.57 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2990.30 | 3334.99 | 3797.88 | 4408.83 | 资产负债率 | 17.66% | 16.88% | 19.00% | 20.82% |
| 负债和股东权益合计 | 3631.75 | 4012.14 | 4688.61 | 5568.23 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 4.66 | 5.05 | 4.62 | 4.32 |
| | | | | | 速动比率 | 4.01 | 4.32 | 3.89 | 3.60 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 16.40% | 14.88% | 15.11% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.43 | 2.96 | 3.98 | 5.27 |
| | | | | | 每股净资产 | 22.01 | 24.52 | 27.91 | 32.38 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.29 | 2.35 | 3.15 | 4.29 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.49 | 0.59 | 0.80 |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 436.56 | 523.62 | 687.87 | 896.57 | | | | | |
| PE | 40.40 | 33.12 | 24.64 | 18.62 | | | | | |
| PB | 4.46 | 4.00 | 3.51 | 3.03 | | | | | |
| PS | 6.74 | 5.69 | 4.33 | 3.32 | | | | | |
| EV/EBITDA | 25.39 | 20.57 | 15.06 | 10.96 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.50% | 0.60% | 0.81% | | | | | |

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 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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 | 总经理助理 销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@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 |
| | 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 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |