

南微医学(688029)

报告日期: 2022年08月19日

## 业务结构优化, 增长曲线渐成

### ——南微医学 2022 年中报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 疫情及国际环境扰动下, 利润端短期承压

**2022 年 H1:** 公司实现营业收入 9.6 亿元, 同比增长 9.78%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比减少 12.87%; 扣非归母净利润 1.19 亿元, 同比减少 11.87%。净利率 13.53%, 同比下降 3.39pct。

**2022 年 Q2:** 公司实现营业收入 5.17 亿元, 同比增长 7.56%; 归母净利润 0.81 亿元, 同比增长 6.59%; 扣非归母净利润 0.76 亿元, 同比增长 6.59%。受国内疫情反复下, 择期手术大幅减少以及海外地缘冲突、人力成本和运输成本不断增加等因素影响, 公司经营特别是利润端短期承压。

##### □ 盈利能力分析: 战略布局拐点, 费用投入增加

**毛利率:** 2022H1 公司毛利率 60.47%, 同比下降 5.05pct, 主要受人力成本及运输成本增加以及产品结构变化影响。其中可视化产品 2022 年开始快速放量, 由于产品量产时间短, 毛利率较低(可视化产品 2022Q1 收入占比约为 10.3%, 毛利率约为 32.6%, 拉低整体毛利率 3pct, 2022H1 收入 1.02 亿元, 占比约为 10.6%), 对公司整体毛利率有所拖累。

**净利率:** 2022H1 公司销售净利率 13.53%, 同比下降 3.35pct, 除去毛利率影响外, 公司销售及研发费用率分别提升 1.65pct 和 1.98pct。主要受公司海外直销团队搭建以及公司可视化业务前期研发及销售投入较大影响。

**经营质量:** 2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 3799 万元, 较上年同期减少 73.27%, 主要受公司支付的材料款及为职工支付的薪酬社保等现金增加影响(其中, 2021 年年终奖金在本期支付, 另外公司存货同比增加 32.93%, 主要由于公司可视化新品销售增速较快, 为此加大了产品库存储备)。

我们预计, 随着海外局势影响的逐步缓解、公司股权激励费用摊薄逐渐减小、海外直销团队逐步实现盈利以及可视化业务规模效应逐步显现, 2023-2024 公司盈利能力有望得到持续改善。

##### □ 成长性分析: 产品+渠道结构优化, 第二增长曲线渐成。

**渠道结构优化:** 分区域看, 2022H1 公司国内市场销售收入约 5.96 亿元, 同比增加 12.18%; 国际市场销售收入约 3.63 亿元, 同比增加 6.25%。其中, 美洲区市场销售收入约 1.66 亿元, 同比增长 11.7%; EMEA (欧洲、中东及非洲) 市场销售收入 1.48 亿元, 同比增长 5.8%; 2022 年公司着力于完成英国、法国、荷兰等新设子公司办公设施建设、团队搭建等方面布局。欧洲销售模式的切换虽然对公司短期业绩带来了一定压力, 但我们更看好公司借助德国直销子公司的成功经验, 有望快速完成欧洲销售网络的布局, 产品市场覆盖率和定价能力或将得到较快提升, 并带动海外收入逐步进入到加速阶段。

**产品结构优化:** 2021 年以来公司加大对可视化产品业务的拓展, 基于良好的医工合作基础, 公司一次性胆道镜产品自 2022 年上市, 便同步配合开展全国多中心临床研究迅速打开了市场, 2022H1 公司国内可视化业务营收约 1.02 亿元, 占比约为 10.6%。在传统内镜耗材销售下滑形势下, 成为公司业务持续发展的重要支撑。另外, 公司一次性支气管镜已于 2022 年 6 月获得国内注册证, 有望于今年下半年继续贡献销售增量, 我们预计 2022 年公司可视化业务收入有望突破 2 亿, 成为公司第二增长曲线。此外, 公司依托于康友医疗的微波消融相关产品销售收入 0.92 亿元, 同比增长 34.1%。依托于南微纽诺的首款上市产品——三叉神经压迫球囊装置, 已于 2022 年 7 月获得首批销售回款, 公司涉足领域及产品结构有望得到进一步优化, 我们持续看好公司凭借着优秀的医工转化平台、完善的市场准入和渠道建设优势, 为新业务新产品持续赋能, 打开长期成长天花板的潜力。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

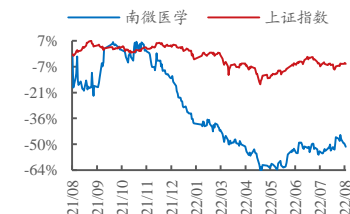
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 87.12
总市值(百万元)	16,312.88
总股本(百万股)	187.25

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商医药】南微医学 2021 年报及 2022Q1 点评: 核心产品增长强劲, 新业务拓展或超预期》2022.04.26
- 2 《南微医学: 高增长持续, 新产品可期》2022.02.26
- 3 《【浙商医药】南微医学: “研发+渠道”成就内镜国际龙头》2021.11.09

**□ 盈利预测与估值:**

我们认为，南微医学是国内少有的依托于密切的医工合作，能够持续孵育出爆款新产品的企业。随着公司海外营销网络的逐步优化以及可视化等新业务的持续放量并贡献第二增长动力，我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 2.67、3.78、5.19 元/股，2022 年 8 月 18 日收盘价对应 2022 年 PE 为 33 倍（对应 2023 年 PE 为 23 倍），维持“增持”评级。

**□ 风险提示:**

股权激励对表观业绩影响的波动性风险、国外局势扰动风险、新产品销售不及预期风险、汇兑风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1946.72	2359.08	3060.14	3864.92
(+/-) (%)	46.77%	21.18%	29.72%	26.30%
归母净利润	324.75	356.48	505.54	694.45
(+/-) (%)	24.54%	9.77%	41.82%	37.37%
每股收益(元)	2.43	2.67	3.78	5.19
P/E	35.88	32.69	23.05	16.78

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2807	3303	3883	4578
现金	1163	1107	1481	1972
交易性金融资产	837	1192	1139	1056
应收账款	356	421	531	649
其它应收款	11	12	16	20
预付账款	39	48	62	78
存货	394	518	648	798
其他	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	825	927	1102	1301
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	49	38	44	41
固定资产	278	386	505	637
无形资产	97	120	151	193
在建工程	189	186	197	218
其他	212	196	204	212
<b>资产总计</b>	3632	4230	4985	5880
<b>流动负债</b>	602	846	1083	1273
短期借款	0	0	0	0
应付款项	384	505	632	778
预收账款	1	6	4	6
其他	216	336	446	489
<b>非流动负债</b>	40	31	35	33
长期借款	0	0	0	0
其他	40	31	35	33
<b>负债合计</b>	641	877	1118	1306
少数股东权益	47	53	62	74
归属母公司股东权益	2943	3300	3805	4500
<b>负债和股东权益</b>	3632	4230	4985	5880

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	173	394	468	587
净利润	329	363	514	707
折旧摊销	49	47	64	83
财务费用	21	(3)	3	4
投资损失	(65)	(70)	(85)	(100)
营运资金变动	9	159	90	23
其它	(169)	(101)	(119)	(129)
<b>投资活动现金流</b>	246	(450)	(93)	(92)
资本支出	(93)	(140)	(180)	(220)
长期投资	(21)	11	(5)	3
其他	360	(320)	93	125
<b>筹资活动现金流</b>	(66)	(0)	(2)	(4)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(66)	(0)	(2)	(4)
<b>现金净增加额</b>	353	(56)	374	491

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1947	2359	3060	3865
营业成本	697	915	1147	1411
营业税金及附加	16	20	25	32
营业费用	389	472	606	754
管理费用	346	413	520	638
研发费用	153	201	254	313
财务费用	21	(3)	3	4
资产减值损失	24	30	38	49
公允价值变动损益	0	20	20	20
投资净收益	65	70	85	100
其他经营收益	1	1	2	2
<b>营业利润</b>	367	403	573	788
营业外收支	10	12	16	22
<b>利润总额</b>	377	416	589	809
所得税	48	53	75	103
<b>净利润</b>	329	363	514	707
少数股东损益	5	6	9	12
<b>归属母公司净利润</b>	325	356	506	694
EBITDA	408	443	634	873
EPS (最新摊薄)	2.43	2.67	3.78	5.19

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	46.77%	21.18%	29.72%	26.30%
营业利润	30.10%	9.88%	42.04%	37.44%
归属母公司净利润	24.54%	9.77%	41.82%	37.37%
<b>获利能力</b>				
毛利率	64.18%	61.21%	62.53%	63.50%
净利率	16.92%	15.37%	16.81%	18.28%
ROE	11.49%	11.24%	14.00%	16.45%
ROIC	10.54%	10.40%	12.97%	15.23%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.66%	20.73%	22.42%	22.21%
净负债比率	1.06%	0.39%	0.46%	0.33%
流动比率	4.66	3.90	3.59	3.60
速动比率	4.01	3.29	2.99	2.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.58	0.60	0.66	0.71
应收账款周转率	6.95	6.01	6.19	6.12
应付账款周转率	2.33	2.06	2.02	2.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.43	2.67	3.78	5.19
每股经营现金	1.29	2.95	3.50	4.39
每股净资产	22.01	24.67	28.45	33.64
<b>估值比率</b>				
P/E	35.88	32.69	23.05	16.78
P/B	3.96	3.53	3.06	2.59
EV/EBITDA	64.95	21.27	14.40	9.99

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>