

南微医学（688029.SH）

三季度业绩保持增长，海外业务持续拓展

增持

核心观点

三季度业绩持续增长，利润端增速快于收入端。2023 年前三季度公司实现营业收入 17.45 亿元（+15.42%），归母净利润 3.87 亿元（+70.31%），扣非归母净利润 3.77 亿元（+74.43%）。其中 23Q3 单季营业收入 5.98 亿元（+8.41%），归母净利润 1.22 亿元（+19.70%），扣非归母净利润 1.19 亿元（+22.29%）。公司三季度业绩增速有所放缓，主要系国内业务受行业整顿影响，利润端增速更快，主要系降本增效成果显著以及 22 年同期股份支付费用较高所致。

国内业务短期波动，海外业务增速较快。分地区看，公司前三季度国内市场销售收入 10.23 亿元（+9.12%），国际市场销售收入 7.23 亿元（+25.71%），国内业务有所波动，主要系新产品推广节奏受到行业整顿影响，海外业务维持较快增长，主要得益于海外渠道的持续扩张以及自有品牌的推广。

降本增效成果显著，盈利指标全面改善。2023 年前三季度公司毛利率 64.04%（+3.39pp），毛利率提升主要受益于高毛利产品的销售占比提升；销售费用率 21.93%（+1.57pp），管理费用率 12.97%（-4.26pp），研发费用率 5.88%（-2.17pp），财务费用率-3.62%（-0.34pp），四费率 37.15%（-5.20pp），费用率下降明显；归母净利率 22.15%（+7.14pp），扣非归母净利率 21.63%（+7.32pp），高毛利产品占比提升+控费效果显著，公司盈利能力持续改善。

投资建议：海外业务持续开拓，国内业务有望逐步向好，维持“增持”评级。考虑行业整顿的影响，下调盈利预测，预计 2023-25 年营收 23.8/30.3/38.5 亿元（原为 25.0/31.8/40.7 亿元），同比增速 20.2%/27.4%/26.9%，归母净利润 4.9/6.4/8.3 亿元（原为 4.9/6.4/8.5 亿元），同比增速 49.6%/30.0%/29.1%，当前股价对应 PE=35/27/21x。公司是内镜诊疗耗材国产龙头，单三季度在行业整顿的大背景下仍保持一定增长，看好新产品 eyeMAX 后续海外放量及行业整顿趋缓后国内业务的持续改善。

风险提示：研发失败风险；汇率波动风险；新品放量不及预期风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,381	3,033	3,849
(+/-%)	46.8%	1.7%	20.2%	27.4%	26.9%
净利润(百万元)	325	331	494	643	830
(+/-%)	24.5%	1.8%	49.6%	30.0%	29.1%
每股收益(元)	2.43	1.76	2.63	3.42	4.42
EBIT Margin	17.8%	14.3%	20.1%	22.9%	24.3%
净资产收益率(ROE)	11.0%	10.3%	13.7%	15.7%	17.7%
市盈率(PE)	37.4	51.6	34.5	26.5	20.6
EV/EBITDA	33.4	56.3	34.8	23.9	18.0
市净率(PB)	4.13	5.29	4.73	4.17	3.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博

联系人：凌琰

021-60375487

021-60375401

zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	90.80 元
总市值/流通市值	17057/17057 百万元
52 周最高价/最低价	101.30/70.26 元
近 3 个月日均成交额	126.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《南微医学（688029.SH）-降本增效业绩高增，集中资源夯实第二增长曲线》——2023-08-21

三季度业绩持续增长，利润端增速快于收入端。2023 年前三季度公司实现营业收入 17.45 亿元（+15.42%），归母净利润 3.87 亿元（+70.31%），扣非归母净利润 3.77 亿元（+74.43%）。其中 23Q3 单季营业收入 5.98 亿元（+8.41%），归母净利润 1.22 亿元（+19.70%），扣非归母净利润 1.19 亿元（+22.29%）。公司三季度业绩增速有所放缓，主要系国内业务受行业整顿影响，利润端增速更快，主要系降本增效成果显著以及 22 年同期股份支付费用较高所致。

国内业务短期波动，海外业务增速较快。分地区看，公司前三季度国内市场销售收入 10.23 亿元（+9.12%），国际市场销售收入 7.23 亿元（+25.71%），国内业务有所波动，主要系新产品推广节奏受到行业整顿影响，海外业务维持较快增长，主要得益于海外渠道的持续扩张以及自有品牌的推广。

图1：南微医学营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：南微医学单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：南微医学归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

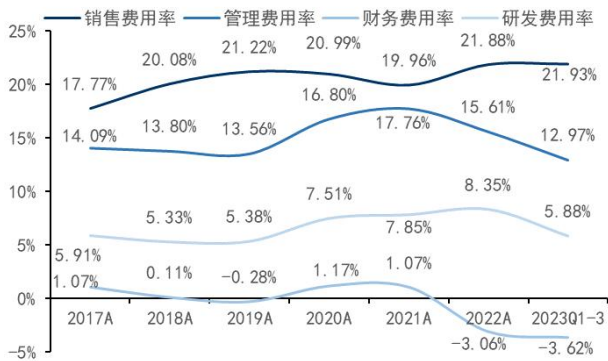
图4：南微医学单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

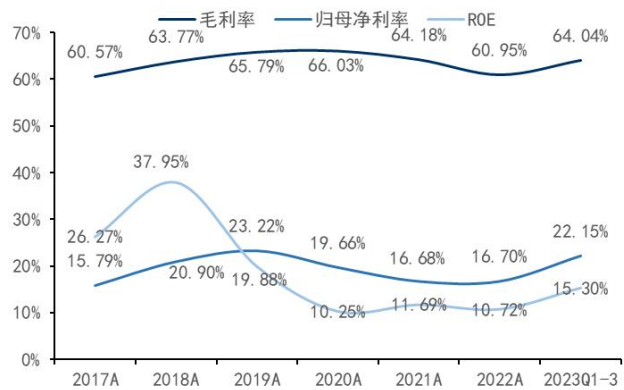
降本增效成果显著，盈利能力改善明显。2023 年前三季度公司毛利率 64.04%（+3.39pp），毛利率提升主要受益于高毛利产品的销售占比提升；销售费用率 21.93%（+1.57pp），管理费用率 12.97%（-4.26pp），研发费用率 5.88%（-2.17pp），财务费用率-3.62%（-0.34pp），四费率 37.15%（-5.20pp），控费能力优秀，费用率下降明显；归母净利率 22.15%（+7.14pp），扣非归母净利率 21.63%（+7.32pp），高毛利产品占比提升+控费效果显著，公司盈利能力持续改善。

图5: 南微医学费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 南微医学利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外业务方兴未艾, 国内市场恢复在即。1) **海外:** 公司前三季度海外各地区业务全面增长, 得益于公司长期对自有品牌的推广和坚持。公司重磅产品 eyeMAX 在欧洲上市, 同时在美国也正在进行上市筹备工作, eyeMAX 洞察镜产品在性能上具有绝对优势, 有望加速海外业务拓展。此外, 公司在葡萄牙、荷兰、瑞士等地均增强了直销团队的建设, 有望进一步提升渠道能力与盈利水平。2) **国内:** 在行业整顿大背景下, 新产品入院受到一定影响, 随着政策影响逐渐减弱, 国内业务有望逐步改善。

投资建议: 海外业务持续开拓, 国内业务有望逐步向好, 维持“增持”评级。考虑行业整顿的影响, 下调盈利预测, 预计 2023-25 年营收 23.8/30.3/38.5 亿元(原为 25.0/31.8/40.7 亿元), 同比增速 20.2%/27.4%/26.9%, 归母净利润 4.9/6.4/8.3 亿元(原为 4.9/6.4/8.5 亿元), 同比增速 49.6%/30.0%/29.1%, 当前股价对应 PE=35/27/21x。公司是内镜诊疗耗材国产龙头, 单三季度在行业整顿的大背景下仍保持一定增长, 看好新产品 eyeMAX 后续海外放量及行业整顿趋缓后国内业务的持续改善。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2023/11/3 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E		
300633.SZ	开立医疗	47.50	205	0.86	1.15	1.48	1.90	55.2	41.4	32.1	24.9	14.5%	1.4	无	
688581.SH	安杰思	119.60	69	3.34	3.39	4.45	5.63	35.8	35.3	26.8	21.2	44.4%	1.2	无	
688029.SH	南微医学	90.80	171	1.76	2.63	3.42	4.42	51.6	34.5	26.5	20.6	10.7%	1.2	增持	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 开立医疗、安杰思为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1163	1875	2816	2750	2873	营业收入	1947	1980	2381	3033	3849
应收款项	367	293	394	507	617	营业成本	697	773	881	1084	1357
存货净额	394	567	516	666	859	营业税金及附加	16	16	26	33	42
其他流动资产	46	236	136	202	312	销售费用	389	433	520	624	780
流动资产合计	2807	2983	3872	4136	4672	管理费用	346	309	313	390	468
固定资产	467	560	721	878	1048	研发费用	153	165	165	207	269
无形资产及其他	97	98	94	90	86	财务费用	21	(61)	(75)	(40)	(20)
投资性房地产	212	210	210	210	210	投资收益	65	43	60	60	60
长期股权投资	49	44	44	44	44	资产减值及公允价值变动	23	22	(30)	(35)	(30)
资产总计	3632	3894	4940	5357	6060	其他收入	(199)	(210)	(161)	(203)	(265)
短期借款及交易性金融负债	7	6	500	300	200	营业利润	367	364	584	764	988
应付款项	384	332	425	518	619	营业外净收支	10	4	0	0	0
其他流动负债	210	219	291	321	404	利润总额	377	368	584	764	988
流动负债合计	602	558	1216	1139	1223	所得税费用	48	35	76	107	148
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	2	14	14	10
其他长期负债	40	61	61	61	61	归属于母公司净利润	325	331	494	643	830
长期负债合计	40	61	61	61	61	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	641	620	1277	1200	1285	净利润	325	331	494	643	830
少数股东权益	47	49	60	71	78	资产减值准备	12	(22)	1	0	1
股东权益	2943	3225	3603	4086	4697	折旧摊销	37	30	47	70	87
负债和股东权益总计	3632	3894	4940	5357	6060	公允价值变动损失	(23)	(22)	30	35	30
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	21	(61)	(75)	(40)	(20)
每股收益	2.43	1.76	2.63	3.42	4.42	营运资本变动	(160)	(331)	216	(205)	(228)
每股红利	0.49	0.54	0.62	0.85	1.16	其它	(9)	23	9	10	7
每股净资产	22.01	17.17	19.18	21.75	25.00	经营活动现金流	183	9	798	553	726
ROIC	17%	12%	15%	17%	19%	资本开支	0	(102)	(235)	(258)	(284)
ROE	11%	10%	14%	16%	18%	其它投资现金流	552	826	0	0	0
毛利率	64%	61%	63%	64%	65%	投资活动现金流	530	729	(235)	(258)	(284)
EBIT Margin	18%	14%	20%	23%	24%	权益性融资	(31)	36	0	0	0
EBITDA Margin	20%	16%	22%	25%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	47%	2%	20%	27%	27%	支付股利、利息	(66)	(101)	(117)	(160)	(219)
净利润增长率	25%	2%	50%	30%	29%	其它融资现金流	(33)	141	494	(200)	(100)
资产负债率	19%	17%	27%	24%	22%	融资活动现金流	(195)	(26)	377	(360)	(319)
股息率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.3%	现金净变动	518	712	940	(65)	123
P/E	37.4	51.6	34.5	26.5	20.6	货币资金的期初余额	645	1163	1875	2816	2750
P/B	4.1	5.3	4.7	4.2	3.6	货币资金的期末余额	1163	1875	2816	2750	2873
EV/EBITDA	33.4	56.3	34.8	23.9	18.0	企业自由现金流	0	(146)	445	204	368
						权益自由现金流	0	(6)	980	48	319

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032