

南微医学 (688029.SH)

2023年归母净利润增长47%，海外收入快速增长

增持

核心观点

2023年营收、利润创新高，2024年一季度利润端快速增长。2023年公司实现营收24.11亿元(+21.78%)，归母净利润4.86亿元(+46.99%)，扣非归母净利润4.63亿元(+54.67%)。其中23Q4单季营收6.66亿元(+42.33%)，归母净利润0.99亿元(-4.09%)，扣非归母净利润0.86亿元(+3.16%)。2024年一季度营收6.20亿元(+12.72%)，归母净利润1.43亿元(+41.36%)，扣非归母净利润1.41亿元(+42.21%)。公司2023年营收、利润创历史新高，利润端增速快于收入端，主要系由于降本增效成果显著，2024年一季度归母净利润延续快速增长态势。

国内业务短期波动，海外业务增速较快。分地区看，公司2023年国内市场销售收入13.5亿元(+18.2%)，国际市场销售收入10.4亿元(+25.8%)，国内业务增速略低，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，盈利能力改善明显。2023年公司毛利率64.50%(+3.55pp)，毛利率提升主要受益于高毛利产品的销售占比提升以及降本措施的持续推进；销售费用率23.74%(+1.86pp)，管理费用率13.63%(-1.98pp)，研发费用率6.25%(-2.10pp)，财务费用率-3.23%(-0.16pp)，四费率40.40%(-2.37pp)，控费能力优秀，费用率有所下降；归母净利率20.15%(+3.46pp)，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：考虑行业整顿及集采的影响，下调24、25年盈利预测，新增26年盈利预测，预计2024-2026年营收29.1/34.7/41.2亿元(原24、25年为30.3/38.5亿元)，同比增速21%/19%/19%，归母净利润6.0/7.3/9.1亿元(原24、25年为6.4/8.3亿元)，同比增速24%/22%/24%，当前股价对应PE=24/19/16x，维持“增持”评级。

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,980	2,411	2,909	3,466	4,117
(+/-%)	1.7%	21.8%	20.6%	19.2%	18.8%
净利润(百万元)	331	486	602	734	907
(+/-%)	1.8%	47.0%	24.0%	21.9%	23.5%
每股收益(元)	1.76	2.59	3.21	3.91	4.83
EBIT Margin	14.3%	19.9%	21.4%	23.1%	24.6%
净资产收益率(ROE)	10.3%	13.5%	14.8%	15.9%	17.1%
市盈率(PE)	43.2	29.4	23.7	19.4	15.7
EV/EBITDA	47.5	27.8	23.1	17.6	14.0
市净率(PB)	4.43	3.95	3.51	3.09	2.69

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

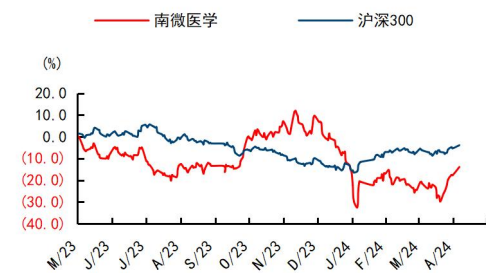
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 021-60375487
联系人：凌珑 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 76.00元
总市值/流通市值 14276/14276百万元
52周最高价/最低价 100.80/57.83元
近3个月日均成交额 156.63百万元

市场走势



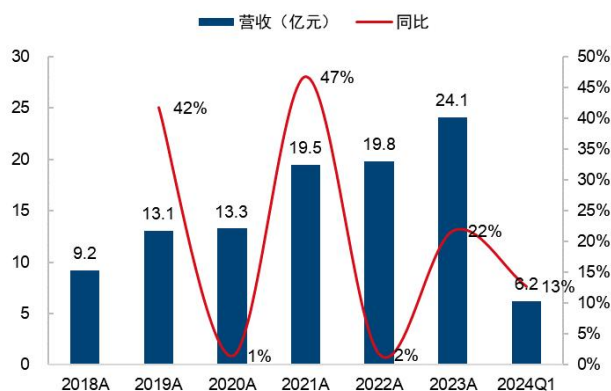
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《南微医学(688029.SH)——2023年三季报点评：三季度业绩保持增长，海外业务持续拓展》——2023-11-07
《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

2023 年营收、利润创新高，2024 年一季度利润端快速增长。2023 年公司实现营业收入 24.11 亿元 (+21.78%)，归母净利润 4.86 亿元 (+46.99%)，扣非归母净利润 4.63 亿元 (+54.67%)。其中 23Q4 单季营收 6.66 亿元 (+42.33%)，归母净利润 0.99 亿元 (-4.09%)，扣非归母净利润 0.86 亿元 (+3.16%)。2024 年一季度营收 6.20 亿元 (+12.72%)，归母净利润 1.43 亿元 (+41.36%)，扣非归母净利润 1.41 亿元 (+42.21%)。公司 2023 年营收、利润创历史新高，利润端增速快于收入端，主要系由于降本增效成果显著，2024 年一季度归母净利润延续快速增长态势。

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

国内业务短期波动，海外业务增速较快。分地区看，公司 2023 年国内市场销售收入 13.5 亿元 (+18.2%)，国际市场销售收入 10.4 亿元 (+25.8%)，国内业务增速略低，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5: 南微医学国内收入情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

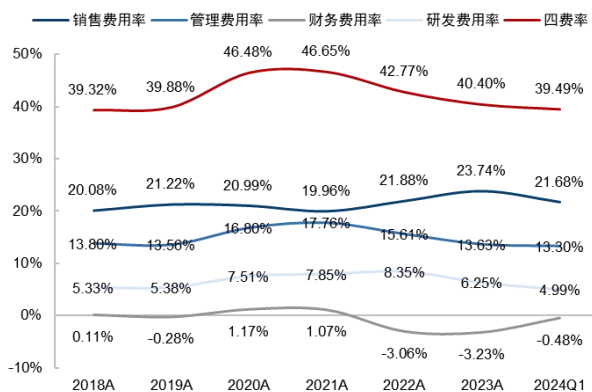
图6: 南微医学国外收入情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

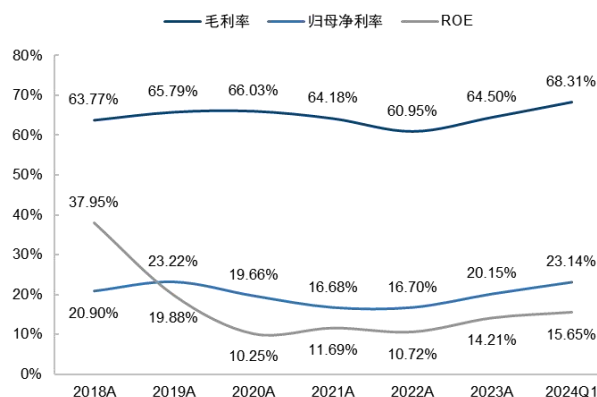
降本增效成果显著，盈利能力改善明显。2023年公司毛利率64.50% (+3.55pp)，毛利率提升主要受益于高毛利产品的销售占比提升以及降本措施的持续推进；销售费用率23.74% (+1.86pp)，管理费用率13.63% (-1.98pp)，研发费用率6.25% (-2.10pp)，财务费用率-3.23% (-0.16pp)，四费率40.40% (-2.37pp)，控费能力优秀，费用率有所下降；归母净利率20.15% (+3.46pp)，高毛利产品占比提升+控费效果显著，公司盈利能力持续改善。

图7: 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8: 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

投资建议：考虑行业整顿及集采的影响，下调24、25年盈利预测，新增26年盈利预测，预计2024-2026年营收29.1/34.7/41.2亿元（原24、25年为30.3/38.5亿元），同比增速21%/19%/19%，归母净利润6.0/7.3/9.1亿元（原24、25年为6.4/8.3亿元），同比增速24%/22%/24%，当前股价对应PE=24/19/16x，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/5/6 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E			
300633.SZ	开立医疗	43.01	185	1.06	1.34	1.71	1.71	40.6	32.0	25.1	25.1	15.4%	1.8	无		
688581.SH	安杰思	88.23	51	4.19	4.72	6.13	6.13	21.1	18.7	14.4	14.4	16.8%	1.4	无		
688029.SH	南微医学	76.00	143	2.59	3.21	3.91	4.83	29.4	23.7	19.4	15.7	14.2%	1.0	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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1875	1209	2503	2234	2189	营业收入	1980	2411	2909	3466	4117
应收款项	293	422	496	570	700	营业成本	773	856	1029	1243	1499
存货净额	567	522	644	792	920	营业税金及附加	16	24	29	35	41
其他流动资产	236	1138	596	920	1293	销售费用	433	573	676	777	893
流动资产合计	2983	3291	4239	4516	5103	管理费用	309	329	382	419	461
固定资产	560	659	818	1008	1207	研发费用	165	151	173	191	210
无形资产及其他	98	89	86	82	78	财务费用	(61)	(78)	(50)	(20)	(5)
投资性房地产	210	305	305	305	305	投资收益	43	28	30	30	30
长期股权投资	44	50	50	50	50	资产减值及公允价值变动	22	35	(20)	(20)	(20)
资产总计	3894	4393	5497	5961	6742	其他收入	(210)	(216)	(165)	(182)	(201)
短期借款及交易性金融负债	6	11	500	300	200	营业利润	364	555	688	840	1036
应付款项	332	274	440	474	555	营业外净收支	4	10	10	10	10
其他流动负债	219	365	348	420	518	利润总额	368	565	698	850	1046
流动负债合计	558	650	1288	1194	1273	所得税费用	35	70	84	102	126
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	9	12	14	14
其他长期负债	61	73	73	73	73	归属于母公司净利润	331	486	602	734	907
长期负债合计	61	73	73	73	73	现金流量表 (百万元)					
负债合计	620	723	1361	1267	1346	净利润	331	486	602	734	907
少数股东权益	49	58	67	78	88	资产减值准备	(22)	34	50	21	22
股东权益	3225	3612	4069	4616	5308	折旧摊销	30	59	55	83	104
负债和股东权益总计	3894	4393	5497	5961	6742	公允价值变动损失	(22)	(35)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	(61)	(78)	(50)	(20)	(5)
每股收益	1.76	2.59	3.21	3.91	4.83	营运资本变动	(331)	(948)	546	(420)	(430)
每股红利	0.54	0.56	0.77	0.99	1.15	其它	23	(27)	(41)	(10)	(11)
每股净资产	17.17	19.23	21.66	24.57	28.26	经营活动现金流	9	(430)	1232	428	611
ROIC	12.40%	14.85%	17%	19%	20%	资本开支	0	(202)	(282)	(310)	(341)
ROE	10.25%	13.45%	15%	16%	17%	其它投资现金流	826	11	0	0	0
毛利率	61%	65%	65%	64%	64%	投资活动现金流	831	(197)	(282)	(310)	(341)
EBIT Margin	14%	20%	21%	23%	25%	权益性融资	63	2	0	0	0
EBITDA Margin	16%	22%	23%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	2%	22%	21%	19%	19%	支付股利、利息	(101)	(105)	(146)	(187)	(215)
净利润增长率	2%	47%	24%	22%	24%	其它融资现金流	11	168	489	(200)	(100)
资产负债率	17%	18%	26%	23%	21%	融资活动现金流	(128)	(39)	344	(387)	(315)
股息率	0.7%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%	现金净变动	712	(666)	1294	(269)	(45)
P/E	43.2	29.4	23.7	19.4	15.7	货币资金的期初余额	1163	1875	1209	2503	2234
P/B	4.4	4.0	3.5	3.1	2.7	货币资金的期末余额	1875	1209	2503	2234	2189
EV/EBITDA	47.5	27.8	23.1	17.6	14.0	企业自由现金流	0	(670)	867	59	224
						权益自由现金流	0	(502)	1387	(105)	163

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提及的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