

南微医学 (688029.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年5月18日

评级: 买入(维持)

市场价格: 71.41元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

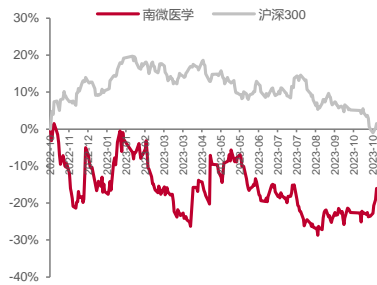
分析师: 于佳喜

执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	188
流通股本(百万股)	188
市价(元)	71.41
市值(百万元)	13,414
流通市值(百万元)	13,414

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 南微医学公司点评: 内镜耗材业务持续高增长, 胆道镜新品加速推广
- 2 南微医学公司点评: 业绩持续快速增长, 加大研发投入奠定长期成长
- 3 南微医学公司点评: 内镜耗材实现较快速增长, 可视化产品快速上量

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,980	2,411	2,939	3,603	4,450
增长率 yoy%	2%	22%	22%	23%	23%
净利润(百万元)	331	486	596	743	918
增长率 yoy%	2%	47%	23%	25%	24%
每股收益(元)	1.76	2.59	3.17	3.96	4.89
每股现金流量	1.33	2.91	3.38	4.49	5.55
净资产收益率	10%	13%	14%	15%	16%
P/E	41	28	23	18	15
P/B	4	4	3	3	2

备注: 股价信息截止至 2024 年 5 月 18 日

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 24.11 亿元, 同比增长 21.78%, 归母净利润 4.86 亿元, 同比增长 47.01%, 实现扣非净利润 4.63 亿元, 同比增长 54.67%。2024 年一季度, 公司实现营业收入 6.20 亿元, 同比增长 12.72%, 实现归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 41.36%, 扣非净利润 1.41 亿元, 同比增长 42.21%
- **分季度来看:** 2023 年单四季度收入 6.66 亿元, 同比增长 42.33%, 归母净利润 0.99 亿元, 同比下降 4.03%, 实现扣非净利润 0.86 亿元, 同比增长 3.16%。公司单季度收入实现高增, 主要得益于国内耗材需求的快速恢复以及海外市场的持续开拓, 同时也与 2022Q4 同期低基数有关, 单季度利润增速放缓, 主要因年底公司费用、减值等计提管理; 2024 年一季度, 公司实现营业收入 6.20 亿元, 同比增长 12.72%, 实现归母净利润 1.43 亿元, 同比增长 41.35%, 实现扣非净利润 1.41 亿元, 同比增长 42.21%, 伴随下游手术量恢复以及内部生产、运营体系持续优化, 公司业绩持续快速增长。
- **资源整合优化、工艺降本创新, 利润水平快速提升。** 公司 2023 年销售费用率 23.74%, 同比提升 1.86 pp, 主要系公司加大销售推广活动投入, 管理费用率 13.63%, 同比下降 1.98 pp, 主要因股权激励摊销费用减少, 财务费用率 -3.23%, 同比下降 0.16 pp, 基本保持稳定, 研发费用率 6.25%, 同比下降 2.10pp, 主要因本期公司研发试制耗用降低。同时, 公司通过营销组织架构调整、核心产品自动化、部分产品关键工序自动化等优化改进, 不断驱动利润率提升, 2023 年公司毛利率 64.50%, 同比提升 3.55pp, 净利率 20.51%, 同比提升 3.71 pp。
- **多品类传统内镜耗材快速增长, 渠道深耕+产品创新成效显著。** 2023 年公司主要内镜耗材类产品实现收入 20.22 亿元, 同比增长 26.36%, 分品种来看, 止血闭合业务收入 9.21 亿元, 同比增长 27.07%, 扩张类实现收入 2.12 亿元, 同比增长 13.56%, ERCP 类实现收入 1.73 亿元, 同比增长 57.60%, EMR/ESD 类收入 3.51 亿元, 同比增长 37.94%, EUS/EBUS 类实现收入 0.43 亿元, 同比增长 82.38%, 肿瘤消融类产品实现收入 1.86 亿元。分区域来看, 2023 年公司国内收入 13.53 亿元, 同比增长 18.21%, 海外业务收入 10.42 亿元, 同比增长 25.8%。公司针对国内市场不断优化营销架构, 细分终端渠道, 在海外继续扩展直销渠道, 加大本地化部署, 同时公司针对现有产品持续优化迭代, 广受终端医院好评, 取得良好成效, 伴随海外市场的快速突破以及国内的持续深耕, 公司各条业务线有望延续良好增速。
- **可视化产品加速导入, 第二成长曲线日益成熟。** 2023 年公司可视化产品收入约 0.97 亿元, 同比下降 48.78%。收入增速放缓主要因相关一次性内镜短期库存消化, 同时也与外部政策有关, 我们预计 2024 年一次性内科胆道镜有望逐渐恢复常态化发货采购。同时公司持续加快一次性外科胆道镜和支气管镜的临床推广, 目前已经基本完成一次性内镜直视化技术平台向多科室、多领域延伸尝试, 未来有望加速上量。
- **盈利预测与估值:** 根据财报数据, 我们调整盈利预测, 预计公司内镜产品有望加速恢复, 高毛利产品占比提升叠加自动化水平提升有望驱动利润快速增长, 同时政策变化可能造成短期不确定性, 2023-2025 年营业收入 29.39、36.03、44.50 亿元 (+22%、23%、23%), 调整前 24-25 年 30.89、39.94 亿元; 预计归母净利润 5.96、7.43、9.18 亿元 (+23%、25%、24%), 调整前 24-25 年 6.35、8.22 亿元。公司当前股价对应 2024-2026 年 23、18、15 倍 PE, 考虑到公司所处微创诊疗器械行业国产化率低, 一次性胆道镜等新产品上市有望推动业绩加速, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 行业政策变化风险、市场竞争加剧风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

内容目录

诊疗需求稳健恢复，降本优化驱动 Q1 利润高增	- 3 -
EUS、ERCP 等快速增长，可视化新品推广顺利	- 5 -
风险提示	- 7 -

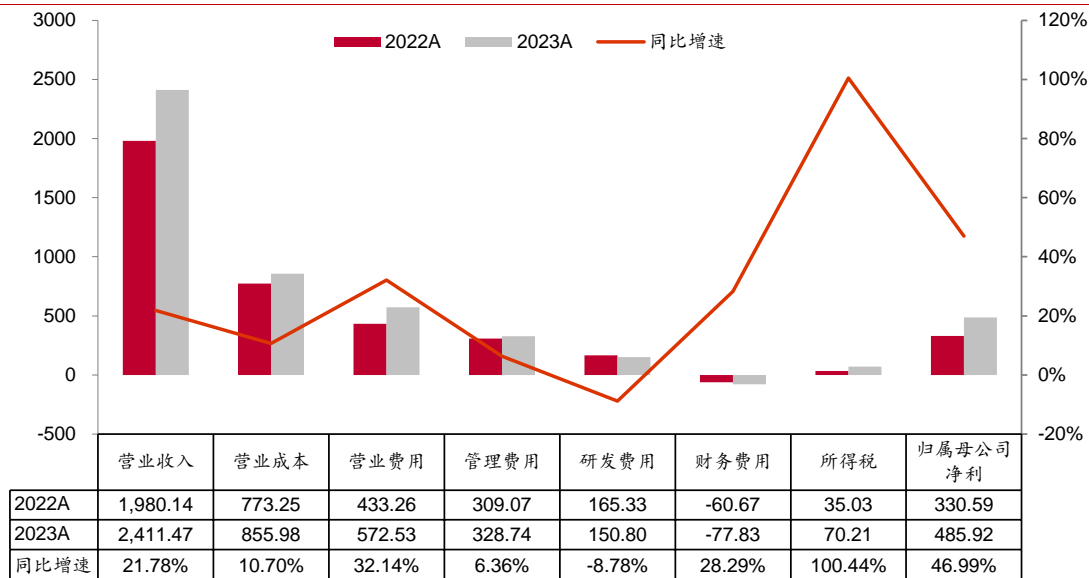
图表目录

图表 1: 南微医学主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 南微医学主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 南微医学归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 南微医学分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 5: 南微医学分季度营业收入变化 (百万)	- 4 -
图表 6: 南微医学分季度归母净利润变化 (百万)	- 4 -
图表 7: 南微医学期间费用率变化情况	- 5 -
图表 8: 南微医学盈利能力变化	- 5 -
图表 9: 南微医学止血及闭合产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 10: 南微医学扩张类产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 11: 南微医学 EMR/ESD 产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 12: 南微医学 ERCP 类产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 13: 南微医学活检类产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 14: 南微医学 EUS/EBUS 产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 15: 南微医学财务报表预测	- 8 -

诊疗需求稳健恢复，降本优化驱动 Q1 利润高增

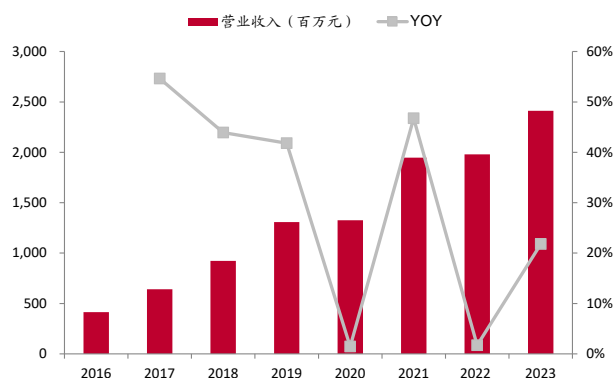
- 2023 年公司实现营业收入 24.11 亿元，同比增长 21.78%，归母净利润 4.86 亿元，同比增长 47.01%，实现扣非净利润 4.63 亿元，同比增长 54.67%。

图表 1：南微医学主要财务指标变化（百万元）



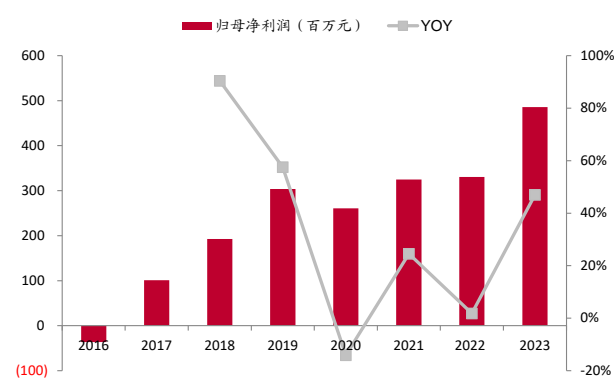
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：南微医学主营业务收入情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：南微医学归母净利润情况（百万元）



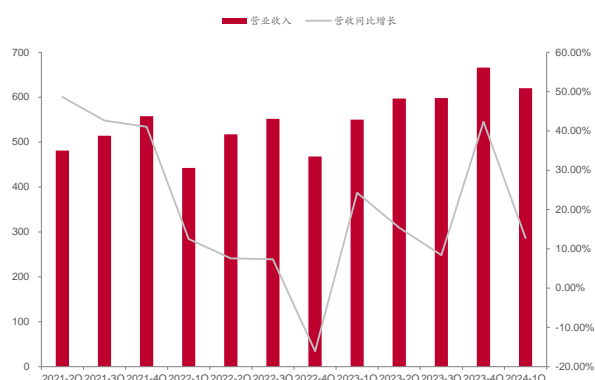
来源：wind，中泰证券研究所

- 分季度来看，2023 年单四季度收入 6.66 亿元，同比增长 42.33%，归母净利润 0.99 亿元，同比下降 4.03%，实现扣非净利润 0.86 亿元，同比增长 3.16%。公司单季度收入实现高增，主要得益于国内耗材需求的快速恢复以及海外市场的持续开拓，同时也与 2022Q4 同期低基数有关，单季度利润增速放缓，主要因年底公司费用、减值等计提管理；2024 年一季度，公司实现营业收入 6.20 亿元，同比增长 12.72%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 41.35%，实现扣非净利润 1.41 亿元，同比增长 42.21%，伴随下游手术量的持续恢复以及内部生产、运营体系的持续优化，公司业绩持续快速增长。

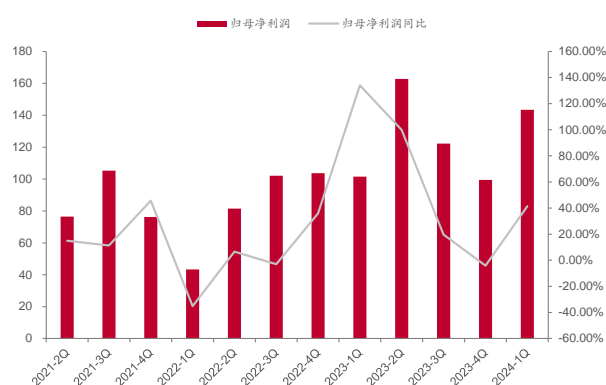
图表 4: 南微医学分季度财务数据 (百万元)

	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	481.21	514.23	557.77	442.69	517.6	551.81	468.04	550.1	597.04	598.19	666.14	620.08
营收同比增长	48.66%	42.63%	41.06%	12.49%	7.56%	7.31%	-16.09%	24.26%	15.35%	8.41%	42.33%	12.72%
营收环比增长	22.28%	6.86%	8.47%	-20.63%	16.92%	6.61%	-15.18%	17.53%	8.53%	0.19%	11.36%	-6.91%
营业成本	169.13	191.57	204.11	169.56	210.06	215.38	178.24	204.23	211.69	211.62	228.44	196.48
营业费用	88.78	92.77	134.94	88.71	103.76	115.36	125.43	111.18	141.75	129.77	189.83	134.46
管理费用	89.38	90.27	83.66	85.58	85.26	89.66	48.56	76.25	76.05	74.00	102.43	82.49
财务费用	7.62	-0.84	13.83	5.84	-26.78	-28.62	-11.11	-1.07	-71.52	9.45	-14.69	-2.99
营业利润	90.53	129.87	65.46	50.87	105.4	120.05	87.84	121.35	195.9	140.57	96.85	172.96
利润总额	92.76	130.77	70.35	51.77	101.14	122.58	92.38	121.99	192.16	141.21	109.55	173.71
所得税	13.67	21.83	-2.37	6.25	16.69	18.75	-6.67	18.59	24.54	17.15	9.93	26.25
归母净利润	76.44	105.24	76.22	43.37	81.48	102.11	103.63	101.49	162.81	122.23	99.40	143.46
归母净利润同比	14.98%	11.27%	45.65%	-35.12%	6.59%	-2.97%	35.96%	134.01%	99.82%	19.70%	-4.08%	41.35%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 南微医学分季度营业收入变化 (百万)


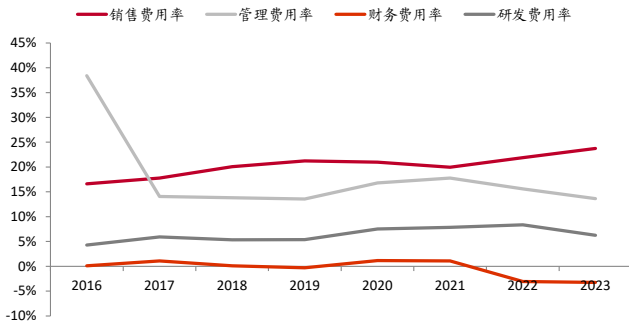
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 南微医学分季度归母净利润变化 (百万)


来源: wind, 中泰证券研究所

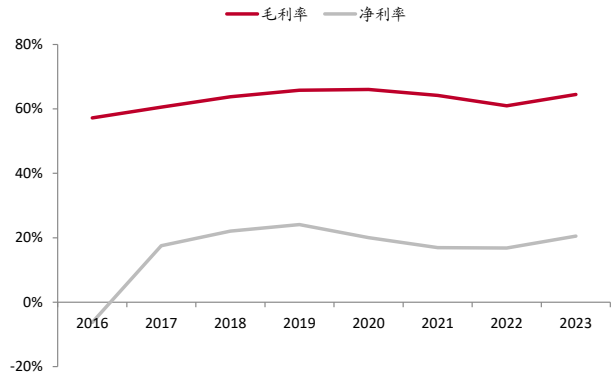
- 资源整合优化、工艺降本创新，利润水平快速提升。**公司 2023 年销售费用率 23.74%，同比提升 1.86 pp，主要系公司加大销售推广活动投入，管理费用率 13.63%，同比下降 1.98 pp，主要因股权激励摊销费用减少，财务费用率-3.23%，同比下降 0.16 pp，基本保持稳定，研发费用率 6.25%，同比下降 2.10pp，主要因本期公司研发试制耗用降低。同时，公司通过营销组织架构调整、核心产品自动化、部分产品关键工序自动化等优化改进，不断驱动利润率提升，2023 年公司毛利率 64.50%，同比提升 3.55pp，净利率 20.51%，同比提升 3.71 pp。

图表 7: 南微医学期间费用率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

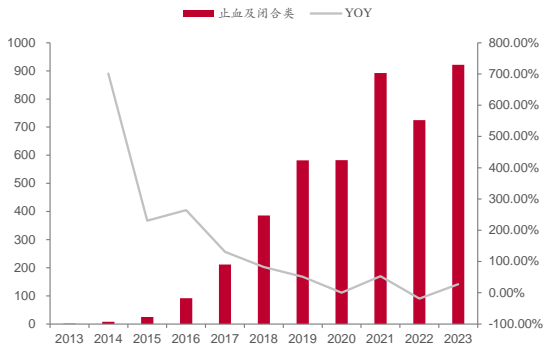
图表 8: 南微医学盈利能力变化



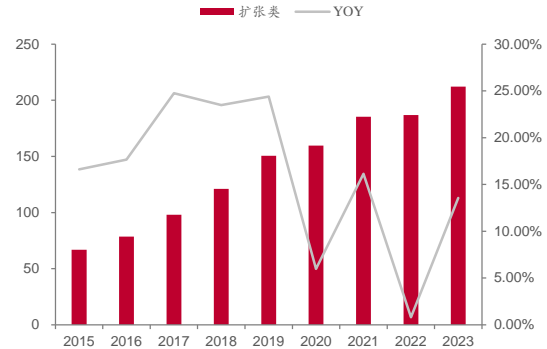
来源: wind, 中泰证券研究所

EUS、ERCP 等快速增长，可视化新品推广顺利

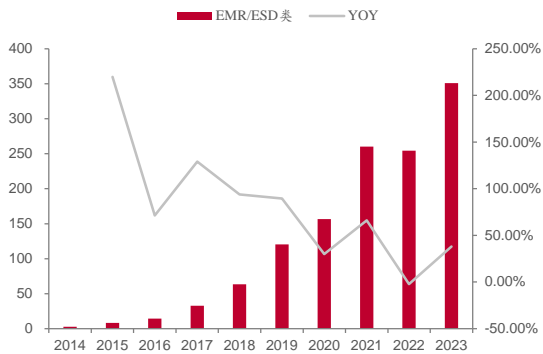
- 多品类传统内镜耗材快速增长，渠道深耕+产品创新成效显著。**2023 年公司主要内镜耗材类产品实现收入 20.22 亿元，同比增长 26.36%，分品种来看，止血闭合业务收入 9.21 亿元，同比增长 27.07%，扩张类实现收入 2.12 亿元，同比增长 13.56%，ERCP 类实现收入 1.73 亿元，同比增长 57.60%，EMR/ESD 类收入 3.51 亿元，同比增长 37.94%，EUS/EBUS 类实现收入 0.43 亿元，同比增长 82.38%，肿瘤消融类产品实现收入 1.86 亿元。分区域来看，2023 年公司国内收入 13.53 亿元，同比增长 18.21%，海外业务收入 10.42 亿元，同比增长 25.8%。公司针对国内市场不断优化营销架构，细分终端渠道，在海外市场继续扩展直销渠道，加大本地化部署，同时公司针对现有产品持续优化迭代，广受终端医院好评，取得良好成效，伴随海外市场的快速突破以及国内的持续深耕，公司各条业务线有望延续良好增速。
- 可视化产品加速导入，第二成长曲线日益成熟。**2023 年公司可视化产品收入约 0.97 亿元，同比下降 48.78%。收入增速放缓主要因相关一次性内镜短期库存消化，同时也与外部政策有关，我们预计 2024 年一次性内科胆道镜有望逐渐恢复常态化发货采购。同时公司持续加快一次性外科胆道镜和支气管镜的临床推广，目前已经基本完成一次性内镜可视化技术平台向多科室、多领域延伸尝试，未来有望加速上量。

图表 9: 南微医学止血及闭合产品收入 (百万元)


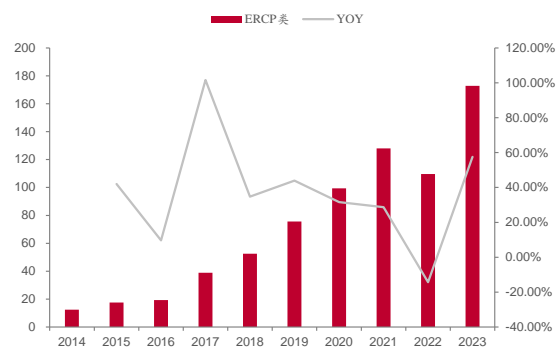
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 南微医学扩张类产品收入 (百万元)


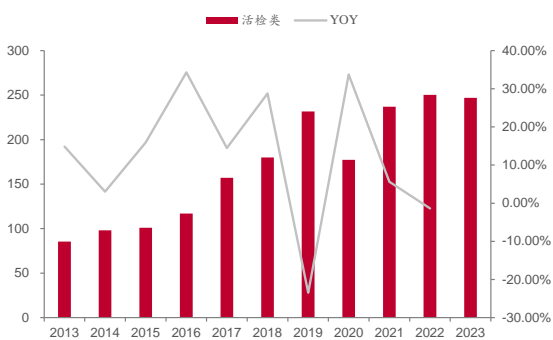
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 南微医学 EMR/ESD 产品收入 (百万元)


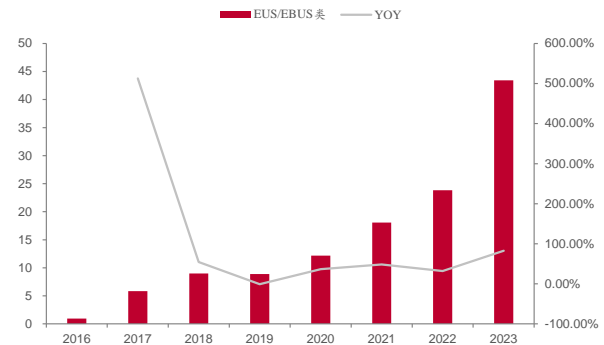
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 南微医学 ERCP 类产品收入 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 南微医学活检类产品收入 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 南微医学 EUS/EBUS 产品收入 (百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **行业政策变化风险。**国内医药行业受政策直接影响，国家对行业也是重点监控，在当前医保控费、医改深入的阶段，在生产、流通、终端应用、医保支付等领域均可能出现政策变化的可能性，对公司现有体系带来影响。
- **市场竞争加剧风险。**公司主要产品为医用耗材，近两年国内企业在技术上持续突破，已开始逐步实现进口替代，未来可能出现市场竞争进一步加剧的风险。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 15: 南微医学财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,209	1,511	2,215	3,142	营业收入	2,411	2,939	3,603	4,450
应收票据	1	0	0	0	营业成本	856	1,018	1,257	1,567
应收账款	410	513	601	729	税金及附加	24	29	33	41
预付账款	28	43	46	58	销售费用	573	692	841	1,030
存货	522	611	741	999	管理费用	329	395	477	580
合同资产	0	0	0	0	研发费用	151	178	211	252
其他流动资产	1,121	897	739	468	财务费用	-78	-36	-39	-46
流动资产合计	3,291	3,574	4,343	5,396	信用减值损失	-1	-10	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-35	0	0	0
长期股权投资	50	50	50	50	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	295	667	1,054	1,453	投资收益	28	40	40	40
在建工程	364	464	464	364	其他收益	5	0	0	0
无形资产	89	123	137	151	营业利润	555	693	864	1,067
其他非流动资产	305	315	321	326	营业外收入	17	0	0	0
非流动资产合计	1,102	1,617	2,025	2,344	营业外支出	7	0	0	0
资产合计	4,393	5,191	6,368	7,740	利润总额	565	693	864	1,067
短期借款	0	97	226	335	所得税	70	86	108	133
应付票据	8	2	4	6	净利润	495	607	756	934
应付账款	265	305	381	479	少数股东损益	9	11	13	17
预收款项	1	2	2	3	归属母公司净利润	486	596	743	917
合同负债	71	41	50	62	NOPLAT	427	576	723	894
其他应付款	79	79	79	79	EPS (按最新股本摊薄)	2.59	3.17	3.96	4.89
一年内到期的非流动负债	11	11	11	11					
其他流动负债	214	248	290	343	主要财务比率				
流动负债合计	650	785	1,043	1,318	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	21.8%	21.9%	22.6%	23.5%
其他非流动负债	73	73	73	73	EBIT增长率	58.6%	35.0%	25.5%	23.7%
非流动负债合计	73	173	373	573	归母公司净利润增长率	47.0%	22.7%	24.6%	23.5%
负债合计	723	958	1,416	1,891	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,612	4,164	4,870	5,750	毛利率	64.5%	65.4%	65.1%	64.8%
少数股东权益	58	69	82	99	净利率	20.5%	20.7%	21.0%	21.0%
所有者权益合计	3,670	4,233	4,952	5,849	ROE	13.2%	14.1%	15.0%	15.7%
负债和股东权益	4,393	5,191	6,368	7,740	ROIC	13.9%	15.7%	15.8%	15.9%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	16.4%	18.5%	22.2%	24.4%
					债务权益比	2.3%	6.6%	12.3%	15.7%
					流动比率	5.1	4.6	4.2	4.1
					速动比率	4.3	3.8	3.5	3.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	52	57	56	54
					应付账款周转天数	126	101	98	99
					存货周转天数	229	200	194	200
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.59	3.17	3.96	4.89
					每股经营现金流	2.91	3.38	4.49	5.55
					每股净资产	19.23	22.17	25.92	30.61
					估值比率				
					P/E	28	23	18	15
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	45	35	27	21

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。