

# 南微医学（688029.SH）——2024年中报点评

## 海外业务增速亮眼，降本增效成果显著

优于大市

### 核心观点

**业绩增长稳健，利润端受汇兑损益影响较大。**2024上半年公司实现营业收入13.34亿元（+16.28%），归母净利润3.10亿元（+17.47%），扣非归母净利润3.06亿元（+18.25%）。其中24Q2单季营收7.14亿元（+19.55%），归母净利润1.67亿元（+2.57%），扣非归母净利润1.65亿元（+3.35%）。在国内市场DRGs和集采的影响下，公司提出从规模增长转变为价值增长，以利润考核为导向，2023年至今利润端增速持续快于收入端，战略转型成果显著。二季度利润端增速慢于收入端，主要系23Q2汇兑收益较多所致。

**国内业务基本持平，海外业务增速亮眼。**分地区看，公司2024上半年国内市场收入7.06亿元，同比增长1.73%，国内业务增长承压，主要系受到河北等地集采落地及DRGs、行业整顿的影响；国际市场收入6.24亿元，同比增长39.72%，收入占比提升7.8pp至46.9%，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，新收购的葡萄牙和瑞士两家渠道公司促进欧洲业务高速增长。在供应链安全方面，南微泰国生产基地建设项目已逐步完成生产及基建规划，计划2026年投产使用。

**降本增效成果显著，毛利率明显提升。**2024上半年公司毛利率67.94%（+4.19pp），毛利率提升主要受益于海外销售占比提升以及降本措施的持续推进。销售费用率22.73%（+0.69pp），管理费用率12.43%（-0.84pp），研发费用率5.22%（-0.77pp），财务费用率-1.77%（+4.56pp），四费率38.61%（+3.63pp），销售费用率略有提升，主要系销售人员薪酬及市场推广费增加所致；管理、研发费用率呈下降趋势，主要系公司持续优化管理流程、聚焦研发投入方向所致；财务费用率明显提高，主要系汇率波动带来的汇兑损失同比增多所致。

**投资建议：**考虑集采及行业整顿的影响，下调盈利预测，预计2024-2026年营收28.6/32.1/36.3亿元（原为29.1/34.7/41.2亿元），同比增速19%/12%/13%，归母净利润6.0/6.9/8.0亿元（原为6.0/7.3/9.1亿元），同比增速23%/15%/16%，当前股价对应PE=19/16/14x，维持“优于大市”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	2,864	3,214	3,630
(+/-%)	1.7%	21.8%	18.8%	12.2%	12.9%
归母净利润(百万元)	331	486	597	688	800
(+/-%)	1.8%	47.0%	22.8%	15.4%	16.3%
每股收益(元)	1.76	2.59	3.18	3.66	4.26
EBIT Margin	14.3%	19.9%	21.4%	22.7%	24.1%
净资产收益率(ROE)	10.3%	13.5%	14.7%	15.0%	15.4%
市盈率(PE)	33.5	22.8	18.6	16.1	13.8
EV/EBITDA	37.3	21.9	18.6	15.2	12.7
市净率(PB)	3.43	3.07	2.73	2.42	2.14

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

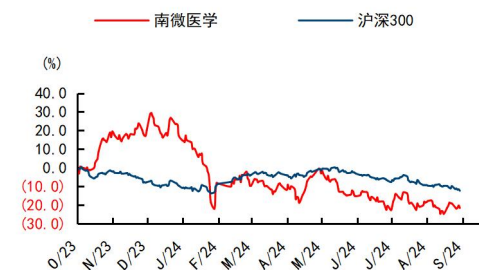
#### 医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌珑  
021-60375487 021-60375401  
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn  
S0980523050001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	58.98元
总市值/流通市值	11079/11079百万元
52周最高价/最低价	100.80/55.38元
近3个月日均成交额	85.48百万元

#### 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年归母净利润增长47%，海外收入快速增长》——2024-05-07
- 《南微医学（688029.SH）——2023年三季度报点评：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

**业绩增长稳健，利润端受汇兑损益影响较大。**2024 上半年公司实现营收 13.34 亿元（+16.28%），归母净利润 3.10 亿元（+17.47%），扣非归母净利润 3.06 亿元（+18.25%）。其中 24Q2 单季营收 7.14 亿元（+19.55%），归母净利润 1.67 亿元（+2.57%），扣非归母净利润 1.65 亿元（+3.35%）。在国内市场 DRGs 和集采的影响下，公司提出从规模增长转变为价值增长，以利润考核为导向，2023 年至今利润端增速持续快于收入端，战略转型成果显著。二季度利润端增速慢于收入端，主要系 23Q2 汇兑收益较多所致。

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

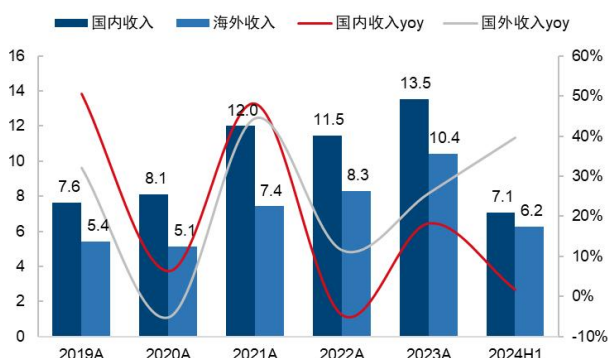
图4：南微医学单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

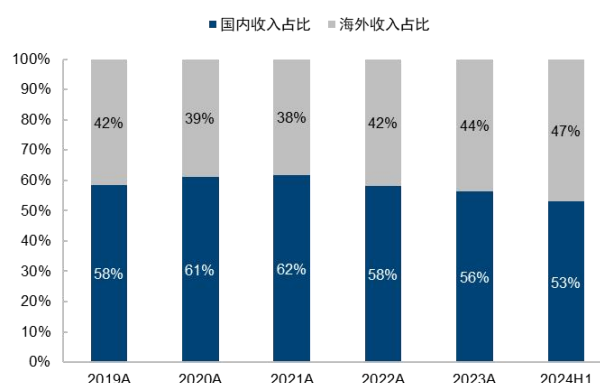
**国内业务基本持平，海外业务增速亮眼。**分地区看，公司 2024 上半年国内市场收入 7.06 亿元，同比增长 1.73%，国内业务增长承压，主要系受到河北等地集采落地及 DRGs、行业整顿的影响；国际市场收入 6.24 亿元，同比增长 39.72%，收入占比提升 7.8pp 至 46.9%，海外业务维持较快增长，主要得益于海外渠道的持续扩张以及自有品牌的推广，新收购的葡萄牙和瑞士两家渠道公司促进欧洲业务高速增长。在供应链安全方面，南微泰国生产基地建设项目已逐步完成生产及基建规划，计划 2026 年投产使用。

图5: 南微医学国内外收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

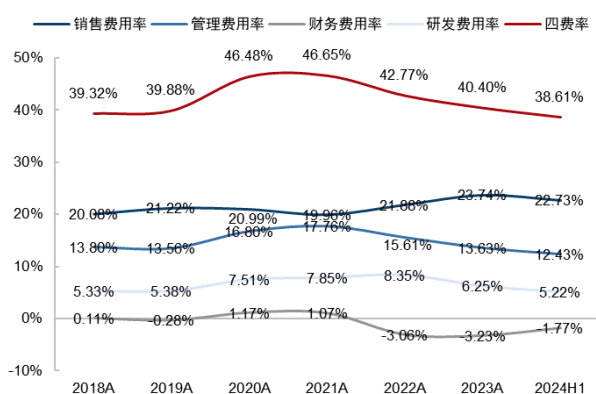
图6: 南微医学国内外收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

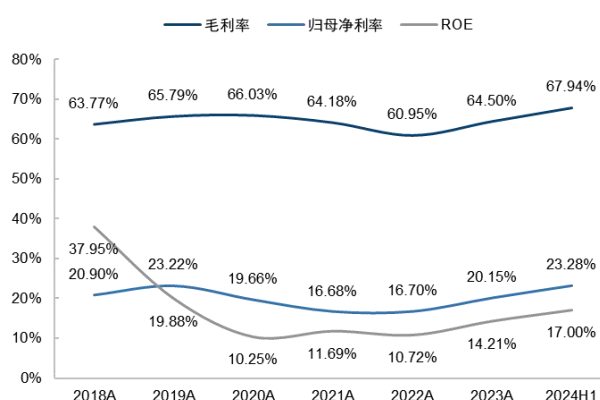
**降本增效成果显著，毛利率明显提升。**2024 上半年公司毛利率 67.94% (+4.19pp)，毛利率提升主要受益于海外销售占比提升以及降本措施的持续推进。销售费用率 22.73% (+0.69pp)，管理费用率 12.43% (-0.84pp)，研发费用率 5.22% (-0.77pp)，财务费用率 -1.77% (+4.56pp)，四费率 38.61% (+3.63pp)，销售费用率略有提升，主要系销售人员薪酬及市场推广费增加所致；管理、研发费用率呈下降趋势，主要系公司持续优化管理流程、聚焦研发投入方向所致；财务费用率明显提高，主要系汇率波动带来的汇兑损失同比增多所致。

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：**考虑集采及行业整顿的影响，下调盈利预测，预计 2024-2026 年营收 28.6/32.1/36.3 亿元（原为 29.1/34.7/41.2 亿元），同比增速 19%/12%/13%，归母净利润 6.0/6.9/8.0 亿元（原为 6.0/7.3/9.1 亿元），同比增速 23%/15%/16%，当前股价对应 PE=19/16/14x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/9/6 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	23A	24E	
688029.SH	南微医学	58.98	111	2.59	3.18	3.66	4.26	22.80	18.57	16.10	13.85	13.45%	1.03		优于大市	
688581.SH	安杰思	49.75	40	4.19	3.38	4.32	5.54	18.52	14.70	11.53	8.98	9.84%	0.54		无	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 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	2526	2352	2482	营业收入	1980	2411	2864	3214	3630
应收款项	293	422	488	529	617	营业成本	773	856	1030	1171	1341
存货净额	567	522	645	743	819	营业税金及附加	16	24	29	32	36
其他流动资产	236	1138	587	853	1140	销售费用	433	573	658	711	768
<b>流动资产合计</b>	<b>2983</b>	<b>3291</b>	<b>4246</b>	<b>4477</b>	<b>5059</b>	管理费用	309	329	365	387	410
固定资产	560	659	818	983	1056	研发费用	165	151	170	184	199
无形资产及其他	98	89	86	82	78	财务费用	(61)	(78)	(50)	(40)	(20)
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)
<b>资产总计</b>	<b>3894</b>	<b>4393</b>	<b>5504</b>	<b>5895</b>	<b>6547</b>	其他收入	(210)	(216)	(162)	(175)	(190)
短期借款及交易性金融负债	6	11	500	300	200	营业利润	364	555	679	788	915
应付款项	332	274	440	445	494	营业外净收支	4	10	10	10	10
其他流动负债	219	365	343	390	456	<b>利润总额</b>	<b>368</b>	<b>565</b>	<b>689</b>	<b>798</b>	<b>925</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>558</b>	<b>650</b>	<b>1283</b>	<b>1134</b>	<b>1150</b>	所得税费用	35	70	83	96	111
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	9	10	14	14
其他长期负债	61	73	91	107	123	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>331</b>	<b>486</b>	<b>597</b>	<b>688</b>	<b>800</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>61</b>	<b>73</b>	<b>91</b>	<b>107</b>	<b>123</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>620</b>	<b>723</b>	<b>1374</b>	<b>1242</b>	<b>1272</b>	净利润	331	486	597	688	800
少数股东权益	49	58	66	76	87	资产减值准备	(22)	34	50	19	12
股东权益	3225	3612	4064	4577	5188	折旧摊销	30	59	55	82	99
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3894</b>	<b>4393</b>	<b>5504</b>	<b>5895</b>	<b>6547</b>	公允价值变动损失	(22)	(35)	20	20	20
						财务费用	(61)	(78)	(50)	(40)	(20)
						营运资本变动	(331)	(948)	574	(319)	(310)
						其它	23	(27)	(43)	(8)	(1)
						<b>经营活动现金流</b>	<b>9</b>	<b>(430)</b>	<b>1253</b>	<b>483</b>	<b>620</b>
						资本开支	0	(202)	(282)	(282)	(200)
						其它投资现金流	826	11	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>831</b>	<b>(197)</b>	<b>(282)</b>	<b>(282)</b>	<b>(200)</b>
						权益性融资	63	2	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(101)	(105)	(144)	(175)	(190)
						其它融资现金流	11	168	489	(200)	(100)
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>(39)</b>	<b>345</b>	<b>(375)</b>	<b>(290)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>712</b>	<b>(666)</b>	<b>1317</b>	<b>(174)</b>	<b>131</b>
						货币资金的期初余额	1163	1875	1209	2526	2352
						货币资金的期末余额	1875	1209	2526	2352	2482
						企业自由现金流	0	(670)	888	124	361
						权益自由现金流	0	(502)	1408	(38)	304

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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