

南微医学 (688029.SH)
医疗器械

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月30日

评级： 买入（维持）

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师：于佳喜

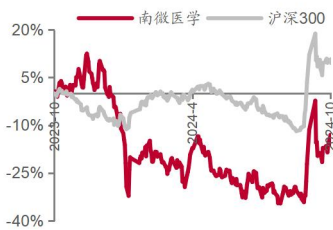
执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股) | 187.85 |
| 流通股本(百万股) | 187.85 |
| 市价(元) | 72.20 |
| 市值(百万元) | 13,562.58 |
| 流通市值(百万元) | 13,562.58 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《南微医学 2024 年半年报点评-政策扰动下国内持续稳定，国际化开拓加速布局》2024-08-25
- 《南微医学 2023 年报及 2024 年一季报点评：传统优势内镜耗材快速增长，可视化产品加速成熟》2024-05-19
- 《南微医学 2023 年三季报点评：业绩符合预期，第二成长曲线加速成熟》2023-10-30

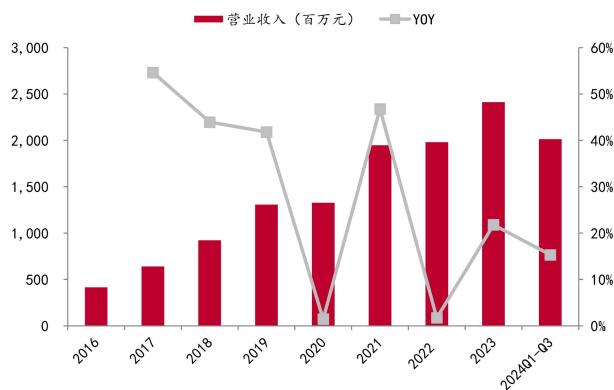
公司盈利预测及估值

| 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% |
| 归母净利润(百万元) | 331 | 486 | 598 | 744 | 919 |
| 增长率 yoy% | 2% | 47% | 23% | 24% | 23% |
| 每股收益(元) | 1.76 | 2.59 | 3.18 | 3.96 | 4.89 |
| 每股现金流量 | 1.33 | 2.90 | 3.57 | 4.54 | 5.55 |
| 净资产收益率 | 10% | 13% | 14% | 15% | 16% |
| P/E | 41.0 | 27.9 | 22.7 | 18.2 | 14.8 |
| P/B | 4.2 | 3.8 | 3.3 | 2.8 | 2.4 |

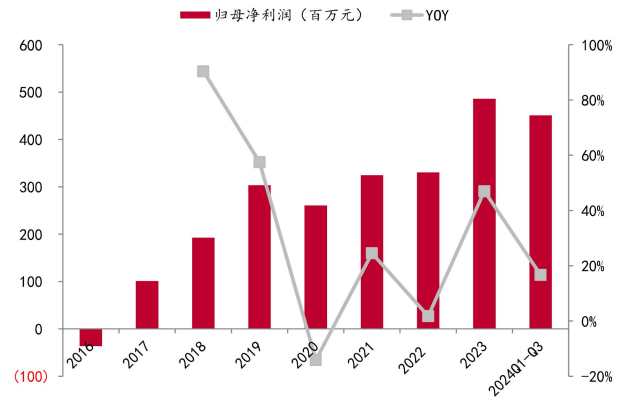
备注：股价截止自2024年10月29日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件：公司发布 2024 年三季度报告，2024 年前三季度公司实现营业收入 20.12 亿元，同比增长 15.31%，实现归母净利润 4.51 亿元，同比增长 16.70%；实现扣非归母净利润 4.46 亿元，同比增长 18.11%**
- 分季度来看：2024 年单三季度公司实现营业收入 6.79 亿元，同比增长 13.44%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 15.06%；实现扣非归母净利润 1.40 亿元，同比增长 17.82%，得益于海外多国市场的加速开拓，公司单季度业绩维持较快增长。**
- 费用端：公司 2024 前三季度销售费用率 23.11%，同比增长 1.19pp；管理费用率 12.38%，同比下降 0.59pp；研发费用率 5.54%，同比下降 0.33pp；财务费用率 1.63%，同比增长 1.99pp，各项费用率相对稳定。公司 2024 前三季度毛利率 67.64%，同比增长 3.60pp，得益于生产优化工艺改进，毛利率稳步提升；净利率 23.06%，同比增长 0.42pp。**
- 细化颗粒度销售管理效果显著，公司积极推进海外渠道建设。**在耗材集采、医疗整顿等政策趋势下，国内市场或短期承压，公司继续贯彻细化颗粒度销售管理，各营销分中心与经销商协同加大终端纯销力度，持续推进一次性内镜直视化技术平台向多科室、多领域方向延伸，我们预计国内市场或将持续稳健增长。海外渠道建设方面，美国子公司继续巩固本土销售团队改革，欧洲市场设立欧洲区域总部，通过收购葡萄牙和瑞士两家渠道公司拓展公司营销渠道，同时公司在澳洲、泰国等地也逐步加快本地化建设，未来有望加速海外产品营销推广力度，助力海外市场高速增长。
- 研发聚焦可视化关键项目，第二业务增长点持续挖掘。**公司继续聚焦可视化关键项目，一次性内科胆道镜逐步进入欧、美、日等医院市场，同时公司正积极探索一次性内镜多元应用场景，创挖掘更多业务增长点。基础耗材研发方面，公司新一代三臂夹、ERCP 升级改进等多项重点研发项目均按计划推进，未来有望持续为公司贡献业绩增长。
- 盈利预测与估值：根据财报数据，我们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，预计 2024-2026 年营业收入 29.39、36.03、44.50 亿元(+22%、23%、23%)；预计归母净利润 5.98、7.44、9.19 亿元(+23%、24%、23%)。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。**

图表 1：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

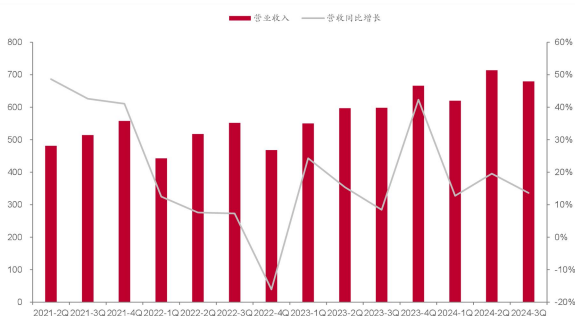
图表 2：南微医学归母净利润情况（百万元）


来源：WIND，中泰证券研究所

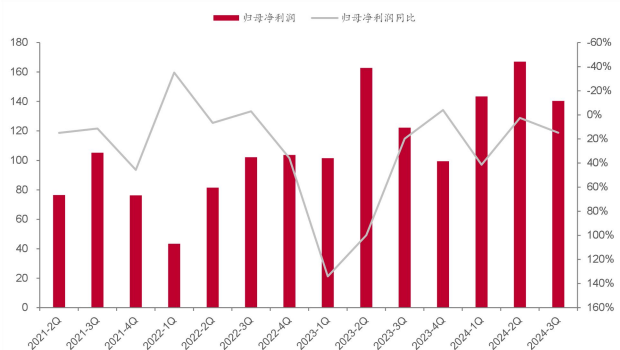
图表 3：南微医学分季度财务数据（百万元）

| | 2021-2Q | 2021-3Q | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q | 2022-3Q | 2022-4Q | 2023-1Q | 2023-2Q | 2023-3Q | 2023-4Q | 2024-1Q | 2024-2Q | 2024-3Q |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 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 | 713.77 | 679.60 |
| 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% | 19.55% | 13.61% |
| 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% | 15.11% | -4.79% |
| 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 | 231.19 | 223.50 |
| 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 | 168.77 | 161.93 |
| 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 | 83.37 | 83.31 |
| 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 | -20.66 | -9.06 |
| 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 | 198.72 | 168.40 |
| 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 | 199.39 | 169.15 |
| 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 | 26.84 | 25.12 |
| 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 | 167.00 | 140.36 |
| 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% | 2.57% | 14.83% |

来源：WIND，中泰证券研究所

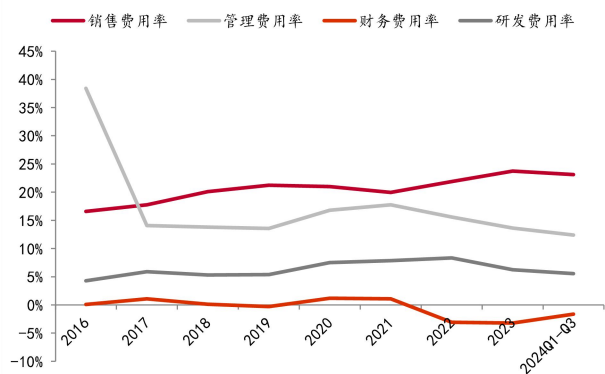
图表 4：南微医学分季度营业收入变化（百万元）


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 5：南微医学分季度归母净利润变化（百万元）


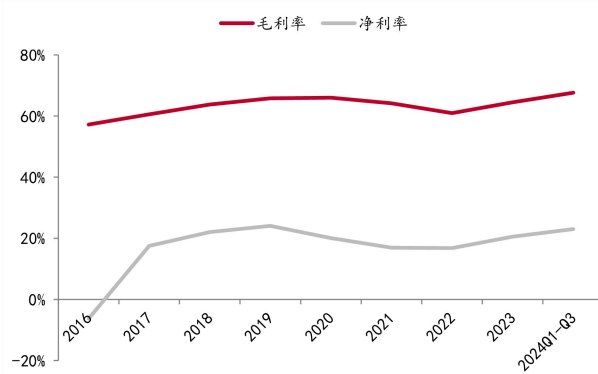
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：南微医学费用率变化情况



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：南微医学盈利能力变化情况



来源：WIND，中泰证券研究所

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 1,209 | 1,549 | 2,262 | 3,192 | 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 | 574 | 697 | 953 | 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 | -38 | -40 | -48 |
| 流动资产合计 | 3,291 | 3,575 | 4,346 | 5,400 | 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 | 695 | 865 | 1,068 |
| 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 | 5,193 | 6,371 | 7,744 | 利润总额 | 565 | 695 | 865 | 1,068 |
| 短期借款 | 0 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | 70 | 86 | 107 | 132 |
| 应付票据 | 8 | 2 | 4 | 6 | 净利润 | 495 | 609 | 758 | 936 |
| 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 | 598 | 744 | 919 |
| 合同负债 | 71 | 41 | 50 | 62 | NOPLAT | 427 | 576 | 723 | 894 |
| 其他应付款 | 79 | 79 | 79 | 79 | EPS (摊薄) | 2.59 | 3.18 | 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 | 2023A | 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% | 23.0% | 24.5% | 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 | 4,166 | 4,873 | 5,754 | 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 | 4,235 | 4,955 | 5,853 | ROE | 13.2% | 14.1% | 15.0% | 15.7% |
| 负债和股东权益 | 4,393 | 5,193 | 6,371 | 7,744 | ROIC | 13.9% | 15.7% | 15.8% | 15.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 16.4% | 18.4% | 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 | 3.4 |
| | | | | | 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 | 194 | 182 | 190 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.59 | 3.18 | 3.96 | 4.89 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 2.91 | 3.57 | 4.54 | 5.55 |
| | | | | | 每股净资产 | 19.23 | 22.18 | 25.94 | 30.63 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 28 | 23 | 18 | 15 |
| | | | | | P/B | 4 | 3 | 3 | 2 |
| | | | | | EV/EBITDA | 46 | 37 | 28 | 22 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|-------------|-------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 546 | 671 | 852 | 1,043 |
| 现金收益 | 490 | 622 | 819 | 1,039 |
| 存货影响 | 46 | -53 | -123 | -256 |
| 经营性应收影响 | -95 | -116 | -92 | -140 |
| 经营性应付影响 | -28 | 35 | 77 | 101 |
| 其他影响 | 133 | 183 | 171 | 298 |
| 投资活动现金流 | -1,137 | -529 | -471 | -432 |
| 资本支出 | -163 | -556 | -503 | -465 |
| 股权投资 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | -968 | 27 | 32 | 33 |
| 融资活动现金流 | -114 | 197 | 332 | 319 |
| 借款增加 | 4 | 197 | 329 | 309 |
| 股利及利息支付 | -105 | -71 | -85 | -114 |
| 股东融资 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -15 | 71 | 88 | 124 |

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。