

# Q2 业绩稍有改善，长期发展逻辑仍存

## ——南微医学（688029）2020 年半年报点评

**分析师：** 甘英健

**SAC NO：** S1150520040001

2020 年 08 月 18 日

**医药——医疗器械**
**证券分析师**

甘英健

022-23861355

ganyingjian@bhqz.com

**研究助理**

陈晨

SAC No: S1150118080007

chenchen@bhqz.com

张山峰

SAC No: S11501190800020

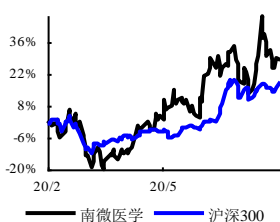
zhangsf@bhqz.com

**评级：**
**增持**

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 239.80

**最近半年股价相对走势**

**事件：**

公司发布 2020 年半年度报告：公司 2020 年上半年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润为 5.70、1.14、1.06 亿元，分别同比下降 7.64%、24.19%、28.62%，基本 EPS 为 0.85 元/股，其中二季度实现营业收入、归母净利润 3.24、0.66 亿元，分别同比下降 2.11%、22.91%，相比于一季度稍有改善。

**● 创新投入持续加大，渠道建设稳步推进**

上半年受新冠疫情影响，内镜门诊和治疗人数同比下降，相关手术器械、耗材用量下滑，公司依旧持续加大研发投入，上半年累计研发投入 3755.22 万元，同比增长 24.05%，研发强度 6.58%，拥有 321 名各类研发人才的研发团队，占员工总人数的 16.34%，国内新获 7 个产品注册证，国际新获 17 个产品的市场准入证书；持续专注自主研发技术成果的知识产权布局和保护，上半年公司新获授权专利 34 项，其中国内发明专利 4 项，日本发明专利 1 项，欧洲发明专利 1 项；此外，公司持续稳步推进和完善国内外营销网络，国内已初步完成营销分中心建设，国际市场优化为 MTU、MTE、亚太区和 ROW 四大板块，提高资源配置针对性和效率，学术推广采取线上+线下推广相结合的新模式，先后参与、组织、策划各类线上主题学术活动近百场，并针对员工及经销商的线上产品培训 30 余场，有效推升了员工、客户对公司产品的认知。

**● 短期业绩下降，长期发展逻辑依旧坚挺**

短期内，公司相关产品由于归属可延医疗需求，业绩受疫情影响同比下降，但长期来看，国内内镜下诊疗耗材行业将充分受益于早筛渗透率的提升以及术式升级而快速发展（现有规模约 50 亿元，增速可达 20% 以上），公司核心产品凭借优异性能以及渠道拓展有望带来市场份额的提升，如 EOCT 成像扫描速度（24.4 帧/秒）为 FDA 首批产品 NvisionVLE 的两倍，软组织夹在残留长度、旋转、闭合等核心指标方面比肩甚至超越波士顿科学、库克、奥林巴斯等国际巨头（国内外市场份额仅约为 15%、10%），潜在进入者除非有颠覆性的优势否则难以撼动公司产品地位，因此，我们认为公司长期发展逻辑依旧坚挺。

**● 盈利预测**

考虑到公司的产品性能优异且品类齐全、国内市场增速较快且空间庞大、海内外双推市场导向明确，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 13.78、19.97、24.93 亿元，同比增速分别为 5.4%、44.9%、24.8%，实现归母净利润分别为 2.88、4.10、5.06 亿元，同比增速分别为 -5.2%、42.2%、23.6%，EPS 分别为 2.16 元、3.07 元、3.80 元，当前股价对应 PE 分别为 111X、78X、63X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品市场接受度低于预期，市场竞争加剧，海外疫情发展超预期。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	922	1,307	1,378	1,997	2,493
(+/-)%	43.9%	41.8%	5.4%	44.9%	24.8%
息税前利润 (EBIT)	212	320	304	419	516
(+/-)%	53.8%	51.1%	-5.1%	38.0%	23.1%
归母净利润	193	304	288	410	506
(+/-)%	90.4%	57.5%	-5.2%	42.2%	23.6%
每股收益 (元)	1.93	2.28	2.16	3.07	3.80

**表：三张表及主要财务指标**

资产负债表 (百万 元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	货币资金	341	647	513	512		321	营业收入	922	1,307	1,378
应收票据及应收账款	134	170	179	258	321	营业成本	334	447	493	734	928
预付账款	6	9	10	16	20	营业税金及附加	15	15	16	23	29
其他应收款	7	9	10	15	18	销售费用	185	277	303	449	561
存货	133	212	213	319	415	管理费用	127	177	186	264	324
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	49	70	76	108	136
流动资产合计	621	2,397	2,676	3,270	3,846	财务费用	1	-4	4	4	3
长期股权投资	21	32	32	32	32	资产减值损失	-7	-4	0	0	0
固定资产合计	132	235	235	235	235	其他收益	0	0	0	1	1
无形资产	15	17	17	17	17	投资收益	21	32	29	50	62
商誉	111	131	151	171	191	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	13	15	15	15	15	资产处置收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	8	8	8	8	营业利润	226	352	328	466	576
资产总计	969	2,875	3,185	3,811	4,422	营业外收支	8	7	6	5	6
短期借款	40	0	0	0	0	利润总额	234	359	334	471	582
应付票据/账款	81	192	166	281	334	所得税费用	31	44	41	57	71
预收账款	12	8	8	12	14	净利润	203	315	294	414	511
应付职工薪酬	55	79	84	128	160	归母净利润	193	304	288	410	506
应交税费	13	11	16	20	27	少数股东损益	11	12	6	4	5
其他流动负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.93	2.28	2.16	3.07	3.80
长期借款	15	0	10	18	24	<b>财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	43.9%	41.8%	5.4%	44.9%	24.8%
负债合计	349	347	363	575	675	EBIT 增长率	53.8%	51.1%	-5.1%	38.0%	23.1%
股东权益	620	2,528	2,822	3,236	3,747	净利润增长率	90.4%	57.5%	-5.2%	42.2%	23.6%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售毛利率	63.8%	65.8%	64.2%	63.2%	62.8%
净利润	203	315	294	414	511	销售净利率	22.1%	24.1%	21.3%	20.7%	20.5%
折旧与摊销	19	25	0	0	0	ROE	33.2%	12.3%	10.4%	12.9%	13.8%
经营净现金流	192	252	252	369	371	ROIC	25.7%	11.1%	9.4%	11.3%	12.0%
投资净现金流	-26	-1,390	-395	-377	-566	BVPS	4.35	18.56	20.72	23.79	27.59
筹资净现金流	-5	1,470	10	7	5	资产负债率	36.0%	12.1%	11.4%	15.1%	15.3%
现金净变动	167	338	-134	-1	-191	PE	0.00	70.54	111.07	78.08	63.18
期初现金余额	142	309	647	513	512	PB	0.00	8.65	11.57	10.08	8.69
期末现金余额	309	647	513	512	321	EV/EBITDA	-1.06	60.17	103.64	75.13	61.44

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华  
+86 10 6810 4898  
张源  
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
宁前羽  
+86 22 2383 9174

非银金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
王磊  
+86 22 2845 1802

医药行业研究小组

甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062  
张山峰  
+86 22 2383 9136

通信行业研究

徐勇  
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

杨旭  
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

固定收益研究

朱林宁  
+86 22 2387 3123  
马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130  
李济安  
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
陈菊  
+86 22 2383 9135  
郭琳姗  
+86 22 2383 9127  
韩乾  
+86 22 2383 9192

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)

请务必阅读正文之后的免责声明

6 of 6