

国内恢复驱动业绩逐季改善, 腔镜吻合器逆势领涨

投资要点

- **事件:** 1) 近期公司发布2020年年报, 全年营收1.6亿元(-5.5%), 归母净利润3495万元(-16.8%), 扣非归母净利润2766万元(-29.1%), 经营现金流净额4208万元(+20.9%); 2) 公司发布2021年一季报, Q1收入4583万元(+50.1%), 归母净利润1294万元(+115.4%), 扣非归母净利润1049万元(+107.5%), 经营现金流净额1481万元(+773.3%)。
- **国内恢复驱动业绩逐季改善, IPO费用影响短期盈利能力。** 1) Q4业绩重回增长, 分季度看, 2020Q3/Q4单季度收入增速分别为-1.8%和6.6%, 归母净利润增速分别为-25.6%和20%, 四季度明显回升主要因国内业务恢复且业绩持续增长, 2020年毛利率58.3%(-1.7pp), 四费率合计38%(+5.1pp), 主要因管理费用率和研发费用率分别增加4.5pp和1.2pp, 其中管理费用主要由于IPO相关费用和人员增加所致, 研发费用率9.4%, 公司2020年进一步加大研发投入, 上述因素导致盈利能力短期承压。2) 2021Q1收入和归母净利润相比2019Q1分别增长35.3%和72.1%, 后疫情时期公司各业务实现了较好的恢复。
- **腔镜吻合器逆势领涨, 国内市场率先恢复。** 1) 分业务看, 2020年腔镜吻合器收入9074万元(+33.2%), 逆势增长成为公司第一大业务, 毛利率53.7%(+1.44pp), 受益微创手术趋势公司该业务有望快速增长; 管型吻合器收入5479万元(-32.7%), 毛利率69.2%(-1.3pp), 因疫情导致手术量下滑所致; 线型切割吻合器收入1269万元(-33.4%), 毛利率42%(+0.57pp); 荷包吻合器273万元(+20.6%), 线型缝合吻合器240万元(+29%); 2) 分区域看, 内销收入1.2亿元(+15.2%), 外销业务收入4205万元(-37.7%), 国内市场率先恢复, 海外市场持续受疫情影响。
- **“MWS+MVP+PK”模式促进高效研发, “需求+政策”双重驱动吻合器市场增长。** 公司注重创新技术积累, 采用“临床需求、内部竞争、快速迭代”的研发模式, 通过结合MWS(工程师/外科医生见面会)与MVP(最小可行产品), 运用独特的PK机制提高研发效率, 激发研发人员创新活力, 保证产品原创性与技术先进性。2019年我国吻合器市场规模为94.8亿元, 预计2024年达到190.6亿元(CAGR=15%), 从行业需求端看, 随人口老龄化, 人们对非传染性疾病的纠正治疗和医疗机构对手术诊疗器械的需求将不断增加; 从政策面看, 分级诊疗带动基层手术放量, 促进吻合器下沉市场, 医保覆盖同国家战略规划鼓励高性能医疗器械进口替代, 公司作为国产吻合器龙头之一, 凭借技术沉淀+专利积累+国内国外双线发力, 预计未来市占率有望逐渐提升。
- **盈利预测与投资建议。** 公司作为国产吻合器龙头之一, 后疫情时期有望持续恢复, 预计2021~2023年归母净利润分别为0.53、0.78、1.14亿元, 对应EPS分别为0.67、0.97、1.43元, 对应PE分别为42、29、19倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、外协风险、政策风险。

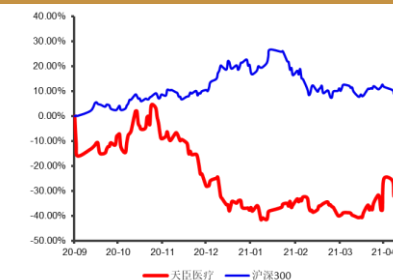
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	163.34	217.02	285.83	378.57
增长率	-5.45%	32.86%	31.71%	32.44%
归属母公司净利润(百万元)	34.95	53.20	77.56	114.18
增长率	-16.80%	52.23%	45.78%	47.22%
每股收益EPS(元)	0.44	0.67	0.97	1.43
净资产收益率ROE	7.50%	10.39%	13.40%	16.85%
PE	63	42	29	19
PB	4.75	4.33	3.83	3.27

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 周章庆
电话: 021-68416017
邮箱: zzzq@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(万股)	8000
流通A股(万股)	1700
52周内股价区间(元)	23.44~48.00
总市值(亿元)	22.2
总资产(亿元)	5.05
每股净资产(元)	5.99

相关研究

1. 天臣医疗(688013): Q3收入环比改善, IPO费用影响短期利润 (2020-11-09)
2. 天臣医疗(688013): 高端外科手术吻合器龙头, 境内境外双线发力 (2020-09-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	163.34	217.02	285.83	378.57	净利润	34.95	53.20	77.56	114.18
营业成本	68.08	82.73	100.35	120.18	折旧与摊销	6.58	4.59	4.59	4.59
营业税金及附加	1.57	2.27	2.89	3.84	财务费用	-1.89	-2.78	-3.71	-4.96
销售费用	28.58	34.30	44.59	57.96	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	20.06	24.08	31.30	40.69	经营营运资本变动	0.87	-1.39	-4.41	-4.01
财务费用	-1.89	-2.78	-3.71	-4.96	其他	1.58	-0.28	1.67	-1.35
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	42.08	53.34	75.71	108.46
投资收益	2.06	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.56	0.28	0.33	0.35	其他	-253.14	0.28	0.33	0.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-257.10	0.28	0.33	0.35
营业利润	34.35	56.73	84.77	127.45	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.85	5.13	5.41	5.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.20	61.86	90.19	132.77	股权融资	323.79	0.00	0.00	0.00
所得税	5.25	8.66	12.63	18.59	支付股利	0.00	-6.99	-10.64	-15.51
净利润	34.95	53.20	77.56	114.18	其他	-2.60	2.75	3.71	4.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	321.19	-4.23	-6.93	-10.55
归属母公司股东净利润	34.95	53.20	77.56	114.18	现金流量净额	107.94	49.38	69.10	98.25
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	126.78	176.16	245.27	343.52	成长能力				
应收和预付款项	3.76	4.26	5.58	7.55	销售收入增长率	-5.45%	32.86%	31.71%	32.44%
存货	26.19	31.83	36.61	45.24	营业利润增长率	-23.91%	65.15%	49.43%	50.34%
其他流动资产	253.55	253.88	254.30	254.86	净利润增长率	-16.80%	52.23%	45.78%	47.22%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-21.19%	49.95%	46.32%	48.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	71.18	67.04	62.90	58.76	毛利率	58.32%	61.88%	64.89%	68.25%
无形资产和开发支出	3.20	2.75	2.30	1.85	三费率	28.62%	25.61%	25.25%	24.75%
其他非流动资产	0.57	0.57	0.57	0.57	净利率	21.40%	24.52%	27.13%	30.16%
资产总计	485.24	536.50	607.53	712.36	ROE	7.50%	10.39%	13.40%	16.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.20%	9.92%	12.77%	16.03%
应付和预收款项	12.26	16.59	19.35	24.00	ROIC	27.16%	44.87%	65.26%	92.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.90%	26.97%	29.97%	33.57%
其他负债	7.09	7.84	9.18	10.69	营运能力				
负债合计	19.35	24.43	28.53	34.69	总资产周转率	0.54	0.42	0.50	0.57
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	2.50	3.21	4.51	6.39
资本公积	350.74	350.74	350.74	350.74	应收账款周转率	69.09	66.27	73.34	71.25
留存收益	35.13	81.34	148.26	246.93	存货周转率	2.55	2.85	2.85	2.83
归属母公司股东权益	465.89	512.08	579.00	677.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.99%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	465.89	512.08	579.00	677.67	资产负债率	3.99%	4.55%	4.70%	4.87%
负债和股东权益合计	485.24	536.50	607.53	712.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	23.03	20.36	20.07	19.64
					速动比率	21.56	18.97	18.71	18.27
					股利支付率	0.00%	13.14%	13.72%	13.59%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.67	0.97	1.43
					每股净资产	5.82	6.40	7.24	8.47
					每股经营现金	0.53	0.67	0.95	1.36
					每股股利	0.00	0.09	0.13	0.19
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	39.04	58.54	85.66	127.08					
PE	63.39	41.64	28.56	19.40					
PB	4.75	4.33	3.83	3.27					
PS	13.56	10.21	7.75	5.85					
EV/EBITDA	47.01	30.51	20.04	12.74					
股息率	0.00%	0.32%	0.48%	0.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn