

2017年08月21日

开立医疗 (300633.SZ)

动态分析

净利翻倍增长，高端产品放量可期

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2017 年半年度报告，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 4.24 亿元，同比上升 64.05%，实现归母净利润 7,365 万元，同比上升 120.62%。
- ◆ **净利实现翻倍增长，高毛利产品放量拉升整体毛利率水平**：分季度看，公司 2017 年 Q2 单季实现营业收入 2.64 亿元，同比上升 61.36%，实现归母净利润 6,358 万元，同比上升 135.28%。公司 2017 年上半年的业绩增速处于业绩预告的上限，公司业绩快速增长主要由于公司高端彩超产品和内窥镜产品销售的大幅增长。毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 68.77%，同比上升 5.95PCT，公司毛利率水平出现较大幅度的提升。这主要是由于随着高端彩超 S50 和高分辨率内窥镜产品的推出，高毛利产品占比提升，各板块毛利率分别出现明显的提升，其中 B 超、彩超和内窥镜毛利率分别为 32.55% (+8.30PCT)、71.69% (+3.94PCT) 和 60.43% (+10.79PCT)。净利率方面，公司 2017 年上半年净利率水平 17.38%，同比上升 4.46PCT。期间费用方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 26.22% (-2.72PCT)、23.92% (-5.02PCT) 和 0.64% (+0.98PCT)，公司整体费用控制良好。
- ◆ **重视研发，高端产品逐步放量**：公司拥有 6 大研发中心，研发总人数超 516 人，占总员工的 31.29%。公司重视研发费用的持续投入，近年来公司研发费用投入占比持续保持在 10%-20% 区间，其中 2017 年上半年公司研发费用 7,899 万元，占营业总收入的 18.64%，处于行业较高水平，研发的持续高投入保障了公司新产品的可持续性和公司技术的领先性。(1) 彩超是目前公司的主要收入来源，2017 年上半年实现营业收入 35.27 亿元，同比上升 69.06%，占比达 83.23%。2016 年底，公司成功推出全身应用型彩色多普勒超声诊断系统 S50，进军彩超高端市场。随着 S50 的推出，公司在高端彩超领域逐渐放量，我们预计 2017 年上半年高端彩超产品增长了约 6 倍，高毛利产品占比不断提升，导致了整体彩超的毛利率的上升，达到 71.69% (+3.94PCT)。(2) 医用内窥镜是公司未来发展的一大新方向。公司医用内窥镜产品自 2013 年上市之后，维持了高速的增长态势。2016 年底，公司推出的高清内窥镜是国内第一台高清电子内窥镜系统，随着 2017 年公司对该产品加大推广宣传，实现了迅速的放量，我们预计 2017 年上半年高清内窥镜产品销售增长约 3 倍。2017 年上半年，公司内窥镜实现营业收入 2,595 万元，同比上升 298.28%，高毛利产品的放量也使得整个内窥镜业务毛利率上市 10.79PCT，达到 60.43%。我们认为，随着 S50 和高清内窥镜的推出及放量，公司逐步由基层医院转向高端市场，未来有望不断抢占进口品牌份额，进一步提升市场份额。
- ◆ **国内占比快速上升，营销网络优势明显**：公司业务实现海外和国内共发展，业务覆盖区域广。其中国内市场增长明显，销售收入由 2012 年的 1.84 亿元上升到 2016 年的 2.98 亿元，收入占比由 2012 年的 37.97% 上升至 2016 年的 41.37%。公司在国内有 400 多人的销售团队，设有 30 多个办事处或分公司，销售和网络安全覆盖全国 29 个省级行政区。公司不断拓展二级以上医院的产品覆盖率，除传统超声科

医药 | 医疗器械 III

 投资评级 **增持-A(首次)**

6 个月目标价 24 元

股价(2017-08-21) 22.04 元

交易数据

总市值 (百万元) 8,816.22

流通市值 (百万元) 881.82

总股本 (百万股) 400.01

流通股本 (百万股) 40.01

12 个月价格区间 6.28/28.88 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.23	4.78	17.03
绝对收益	1.1	6.35	

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

 郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20377052

相关报告

外，公司产品已逐渐扩展至消化、内镜、检验等其他科室。我们认为，随着公里医院业务量增加及民营医院数量的增长，对超声设备的需求量扩大，同时各省医疗设备集中采购也逐渐增加，未来公司国内市场销售还将维持较高的增长速度。国际市场方面，公司是最早开始海外销售的中国彩超设备生产企业之一，海外销售占公司收入六成左右，目前已经覆盖了海外 120 多个国家和地区。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.50、0.66 和 0.82 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 24 元，相当于 2017 年 48 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**研发不达预期，海外销售风险，营销团队稳定性风险，市场推广不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	685.8	719.4	999.0	1,331.0	1,672.7
同比增长(%)	7.2%	4.9%	38.9%	33.2%	25.7%
营业利润(百万元)	75.9	79.2	175.9	241.3	305.0
同比增长(%)	-36.7%	4.3%	122.1%	37.2%	26.4%
净利润(百万元)	105.9	130.4	199.1	264.3	326.1
同比增长(%)	-19.6%	23.2%	52.7%	32.7%	23.4%
每股收益(元)	0.26	0.33	0.50	0.66	0.82
PE	83.3	67.6	44.3	33.4	27.0
PB	15.6	12.2	9.9	7.7	6.1

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、净利实现翻倍增长，高毛利产品放量拉升整体毛利率水平.....	4
二、重视研发，高端产品逐步放量.....	5
三、国内占比快速上升，营销网络优势明显.....	7
四、盈利预测.....	8
五、风险提示.....	8

图表目录

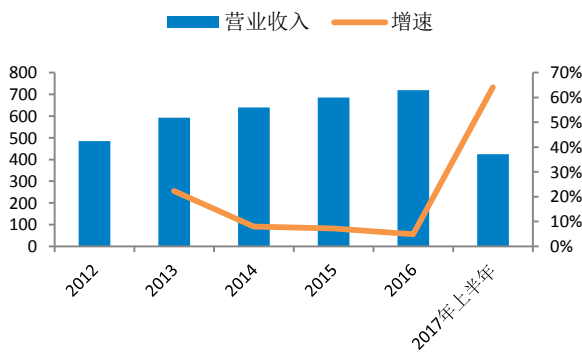
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）.....	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）.....	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 5：公司毛利率分产品情况（单位：%）.....	5
图 6：公司历年毛利率和净利率情况（单位：%）.....	5
图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）.....	5
图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）.....	5
图 9：公司历年研发费用投入情况（单位：百万元，%）.....	6
图 10：公司历年营业收入分产品情况（单位：百万元，%）.....	7
图 11：2017 年上半年公司营业收入分产品情况（单位：%）.....	7
图 12：国内外销售收入情况（单位：百万元，%）.....	7
图 13：国内外销售占比情况（单位：%）.....	7

事件：公司发布 2017 年半年度报告，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 4.24 亿元，同比上升 64.05%，实现归母净利润 7,365 万元，同比上升 120.62%。

一、净利实现翻倍增长，高毛利产品放量拉升整体毛利率水平

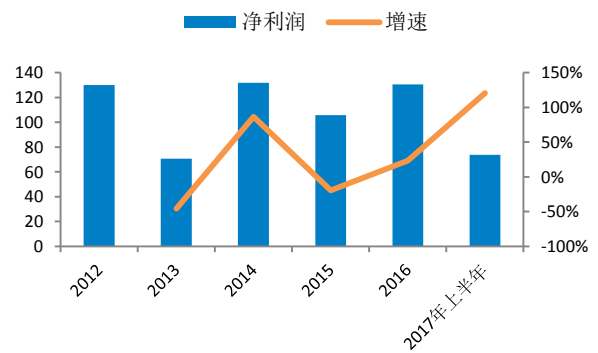
公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 4.24 亿元，同比上升 64.05%，实现归母净利润 7,365 万元，同比上升 120.62%。分季度看，公司 2017 年 Q2 单季实现营业收入 2.64 亿元，同比上升 61.36%，实现归母净利润 6,358 万元，同比上升 135.28%。公司 2017 年上半年的业绩增速处于业绩预告的上限，公司业绩快速增长主要由于公司高端彩超产品和内窥镜产品销售的大幅增长。

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



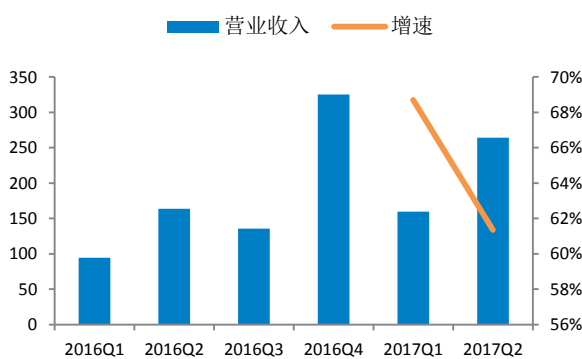
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



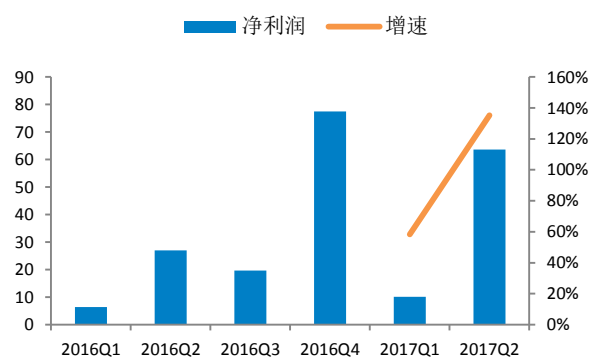
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）

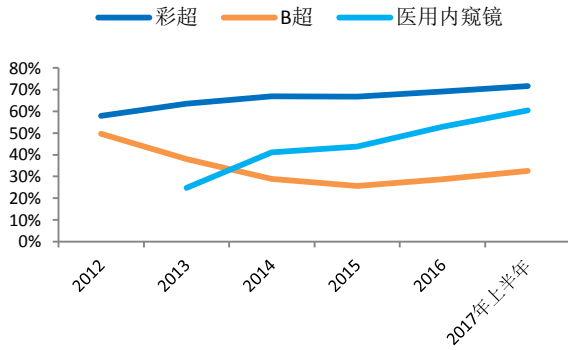


资料来源：wind，华金证券研究所

毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 68.77%，同比上升 5.95PCT，公司毛利率水平出现较大幅度的提升。这主要是由于随着高端彩超 S50 和高清分辨率内窥镜产品的推出，高毛利产品占比提升，各版块毛利率分别出现明显的提升，其中 B 超、彩超和内窥镜毛利率分别为 32.55%

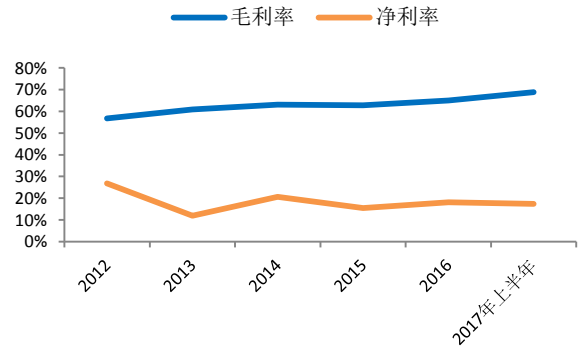
(+8.30PCT)、71.69% (+3.94PCT) 和 60.43% (+10.79PCT)。净利率方面，公司 2017 年上半年净利率水平 17.38%，同比上升 4.46PCT。

图 5：公司毛利率分产品情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

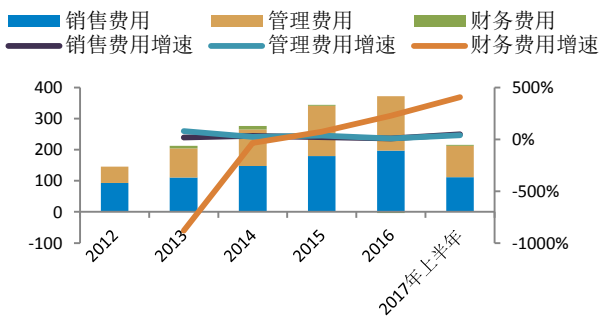
图 6：公司历年毛利率和净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

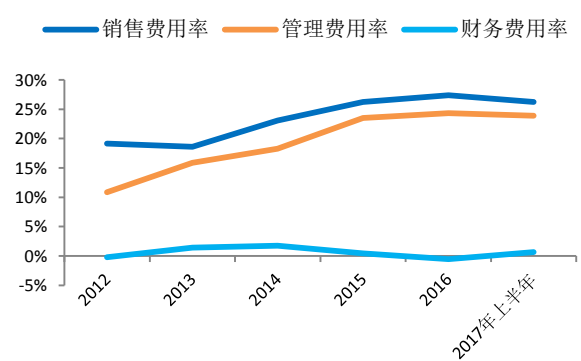
期间费用方面，公司 2017 年上半年销售费用 1.11 亿元，同比上升 48.64%，主要由于公司不断扩大营销队伍，对应的职工薪酬增加较快；管理费用 1.01 亿元，同比上升 38.51%，主要由于公司重视研发，研发投入较大；财务费用 273 万元，同比上升 407.44%，主要是汇率变动的影响。对应的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 26.22% (-2.72PCT)、23.92% (-5.02PCT) 和 0.64% (+0.98PCT)，公司整体费用控制良好。

图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）



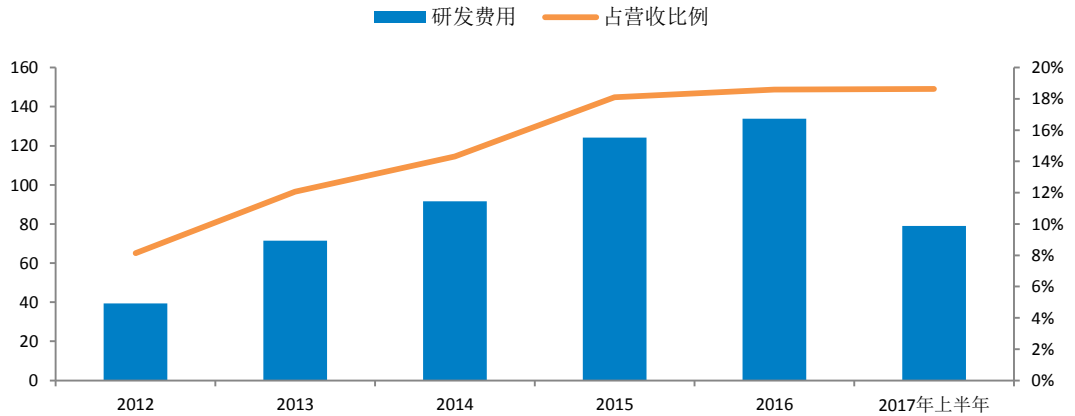
资料来源：wind，华金证券研究所

二、重视研发，高端产品逐步放量

公司以深圳为研发总部，在美国硅谷（Sonowise）、西雅图（Bioprober）、上海（上海爱声）、哈尔滨（哈尔滨开立）、武汉（武汉开立）设有研发中心，研发总人数超 516 人，占总员工的 31.29%。

公司重视研发费用的持续投入，近年来公司研发费用投入占比持续保持在 10%-20% 区间，其中 2017 年上半年公司研发费用 7,899 万元，占营业总收入的 18.64%，处于行业较高水平，研发的持续高投入保障了公司新产品的可持续性和公司技术的领先性。

图 9：公司历年研发费用投入情况（单位：百万元，%）



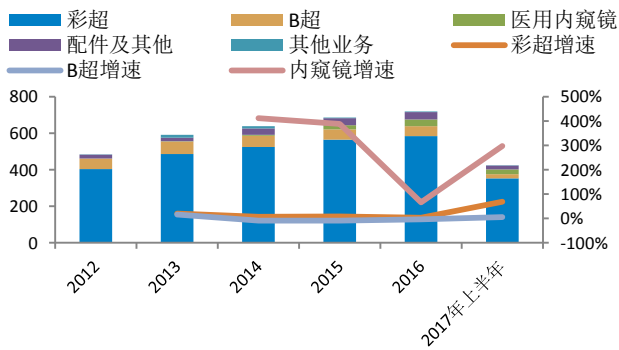
资料来源：wind，华金证券研究所

彩超是目前公司的主要收入来源，2017 年上半年实现营业收入 35.27 亿元，同比上升 69.06%，占比达 83.23%。2016 年底，公司成功推出全身应用型彩色多普勒超声诊断系统 S50，进军彩超高端市场。随着 S50 的推出，公司在高端彩超领域逐渐放量，我们预计 2017 年上半年高端彩超产品增长了约 6 倍，高毛利产品占比不断提升，导致了整体彩超的毛利率的上升，达到 71.69% (+3.94PCT)。

医用内窥镜是公司未来发展的一大新方向。公司医用内窥镜产品自 2013 年上市之后，维持了高速增长态势。2016 年底，公司推出的高清内窥镜是国内第一台高清电子内窥镜系统，随着 2017 年公司对该产品加大推广宣传，实现了迅速的放量，我们预计 2017 年上半年高清内窥镜产品销售增长约 3 倍。2017 年上半年，公司内窥镜实现营业收入 2,595 万元，同比上升 298.28%，高毛利产品的放量也使得整个内窥镜业务毛利率上市 10.79PCT，达到 60.43%。

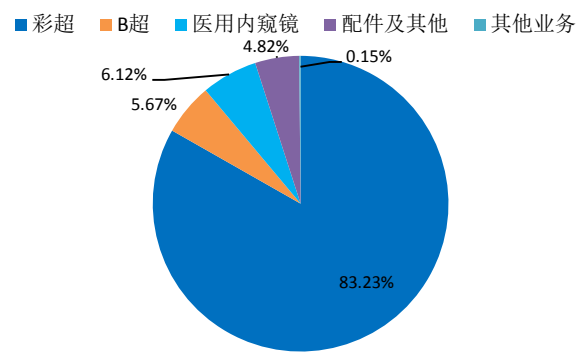
我们认为，随着 S50 和高清内窥镜的推出及放量，公司逐步由基层医院转向高端市场，未来有望不断抢占进口品牌份额，进一步提升市场份额。

图 10：公司历年营业收入分产品情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 11：2017 年上半年公司营业收入分产品情况（单位：%）



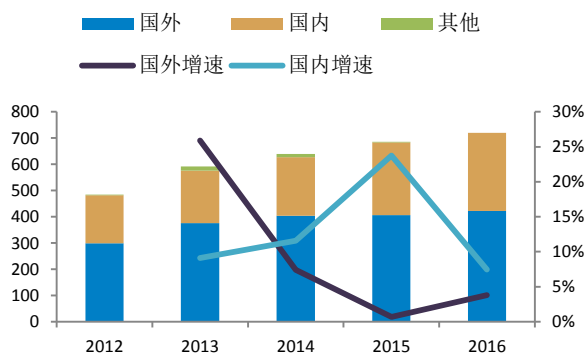
资料来源：wind，华金证券研究所

三、国内占比快速上升，营销网络优势明显

公司业务实现海外和国内共发展，业务覆盖区域广。其中国内市场增长明显，销售收入由 2012 年的 1.84 亿元上升到 2016 年的 2.98 亿元，收入占比由 2012 年的 37.97% 上升至 2016 年的 41.37%。公司在国内有 400 多人的销售团队，设有 30 多个办事处或分公司，销售和网络安全覆盖全国 29 个省级行政区。公司不断拓展二级以上医院的产品覆盖率，除传统超声科外，公司产品已逐渐扩展至消化、内镜、检验等其他科室。我们认为，随着公里医院业务量增加及民营医院数量的增长，对超声设备的需求量扩大，同时各省医疗设备集中采购也逐渐增加，未来公司国内市场销售还将维持较高的增长速度。

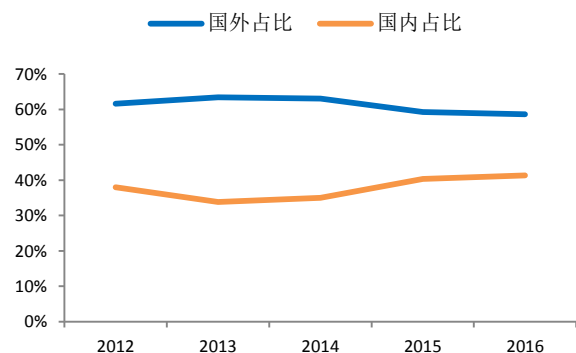
国际市场方面，公司是最早开始海外销售的中国彩超设备生产企业之一，海外销售占公司收入六成左右，目前已经覆盖了海外 120 多个国家和地区。

图 12：国内外销售收入情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 13：国内外销售占比情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

四、盈利预测

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.50、0.66 和 0.82 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 24 元，相当于 2017 年 48 倍的市盈率。

五、风险提示

研发不达预期，海外销售风险，营销团队稳定性风险，市场推广不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	685.8	719.4	999.0	1,331.0	1,672.7	年增长率					
减:营业成本	255.1	251.8	334.7	445.9	560.3	营业收入增长率	7.2%	4.9%	38.9%	33.2%	25.7%
营业税费	8.1	7.3	11.4	14.8	18.3	营业利润增长率	-36.7%	4.3%	122.1%	37.2%	26.4%
销售费用	180.0	197.1	254.7	332.8	418.2	净利润增长率	-19.6%	23.2%	52.7%	32.7%	23.4%
管理费用	161.2	175.0	219.8	292.8	368.0	EBITDA 增长率	-35.0%	-1.6%	107.0%	34.4%	24.5%
财务费用	3.0	-3.8	-2.7	-3.4	-5.3	EBIT 增长率	-39.9%	-4.5%	129.9%	37.3%	26.0%
资产减值损失	5.5	16.0	8.7	10.0	11.6	NOPLAT 增长率	-40.6%	-0.9%	125.1%	37.5%	26.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.0%	6.6%	21.9%	25.5%	15.8%
投资和汇兑收益	2.9	3.2	3.6	3.2	3.3	净资产增长率	27.3%	27.2%	23.8%	28.5%	27.0%
营业利润	75.9	79.2	175.9	241.3	305.0						
加:营业外净收支	42.5	61.3	43.2	49.0	51.2	盈利能力					
利润总额	118.4	140.5	219.1	290.3	356.2	毛利率	62.8%	65.0%	66.5%	66.5%	66.5%
减:所得税	12.5	10.1	20.0	26.0	30.0	营业利润率	11.1%	11.0%	17.6%	18.1%	18.2%
净利润	105.9	130.4	199.1	264.3	326.1	净利润率	15.4%	18.1%	19.9%	19.9%	19.5%
						EBITDA/营业收入	13.6%	12.7%	19.0%	19.1%	18.9%
						EBIT/营业收入	11.5%	10.5%	17.3%	17.9%	17.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	39.5%	29.2%	26.4%	23.6%	22.4%
货币资金	184.2	217.4	249.7	332.8	512.7	负债权益比	65.3%	41.2%	35.8%	30.9%	28.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.11	3.30	3.93	4.55	4.76
应收帐款	274.8	281.6	418.2	553.3	675.4	速动比率	2.52	2.59	3.02	3.52	3.70
应收票据	5.7	0.3	5.9	4.2	8.1	利息保障倍数	26.50	-19.60	-65.32	-69.17	-56.38
预付帐款	9.1	10.9	12.6	19.4	22.1	营运能力					
存货	137.5	170.3	231.7	296.5	377.3	固定资产周转天数	20	20	14	8	5
其他流动资产	109.7	110.7	86.8	102.4	100.0	流动营业资本周转天数	173	199	170	172	172
可供出售金融资产	-	0.9	0.3	0.4	0.5	流动资产周转天数	362	378	324	313	323
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	129	139	126	131	132
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	76	77	72	71	73
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	471	489	401	366	363
固定资产	40.7	41.2	34.4	27.7	21.0	投资资本周转天数	239	265	219	203	194
在建工程	0.9	2.6	2.9	2.9	2.6	费用率					
无形资产	77.6	71.4	63.8	56.2	48.6	销售费用率	26.2%	27.4%	25.5%	25.0%	25.0%
其他非流动资产	95.5	109.3	104.2	103.2	103.7	管理费用率	23.5%	24.3%	22.0%	22.0%	22.0%
资产总额	935.7	1,016.6	1,210.6	1,499.1	1,872.1	财务费用率	0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
短期债务	71.4	4.0	8.3	1.7	-	三费/营业收入	50.2%	51.2%	47.2%	46.7%	46.7%
应付帐款	73.1	85.2	108.6	156.5	180.1	投资回报率					
应付票据	7.5	10.9	4.0	19.4	12.4	ROE	18.7%	18.1%	22.3%	23.1%	22.4%
其他流动负债	79.8	139.6	135.1	110.0	163.7	ROA	11.3%	12.8%	16.4%	17.6%	17.4%
长期借款	58.4	-	-	-	-	ROIC	17.9%	13.6%	28.8%	32.5%	32.8%
其他非流动负债	79.3	56.8	63.3	66.5	62.2	分红指标					
负债总额	369.5	296.4	319.4	354.1	418.4	DPS(元)	-	0.03	0.02	0.03	0.04
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	9.1%	3.0%	4.0%	5.4%
股本	360.0	360.0	400.0	400.0	400.0	股息收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
留存收益	199.9	338.8	491.3	745.0	1,053.6						
股东权益	566.2	720.1	891.3	1,145.0	1,453.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	105.9	130.4	199.1	264.3	326.1	EPS(元)	0.26	0.33	0.50	0.66	0.82
加:折旧和摊销	17.3	18.2	16.1	16.5	17.1	BVPS(元)	1.42	1.80	2.23	2.86	3.63
资产减值准备	5.5	16.0	-	-	-	PE(X)	83.3	67.6	44.3	33.4	27.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.6	12.2	9.9	7.7	6.1
财务费用	4.1	3.4	-2.7	-3.4	-5.3	P/FCF	-121.2	636.4	161.5	95.0	44.5
投资损失	-2.9	-3.2	-3.6	-3.2	-3.3	P/S	12.9	12.3	8.8	6.6	5.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	84.7	84.8	45.4	33.4	26.3
营运资金的变动	-73.5	-27.4	-128.9	-183.4	-147.8	CAGR(%)	35.7%	35.7%	14.8%	35.7%	35.7%
经营活动产生现金流量	56.3	137.4	80.1	90.8	186.8	PEG	2.3	1.9	3.0	0.9	0.8
投资活动产生现金流量	-57.1	-10.2	2.2	0.9	0.7	ROIC/WACC	1.7	1.3	2.7	3.1	3.1
融资活动产生现金流量	-65.2	-87.0	-49.9	-8.7	-7.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn