受益内窥镜实现 111%放量增长，年报业绩高增长 33%

2019.4.24

	唐爱金(分析师)	谭紫媚（研究助理）
电话：	020-88836115	020-88836115
邮箱：	tangaij@gzgzhs.com.cn	tan.zimei@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310516100001	

事件：

2019 年 4 月 24 日，公司发布 2018 年年度报告及 2019 年第一季度报告：全年实现营业收入 12.27 亿元，同比增长 24.04%；实现归母净利润 2.53 亿元，同比增长 32.94%；2019 年第一季度实现营业收入 2.30 亿元，同比下滑 0.40%；实现归母净利润 1206 万元，同比下滑 42.35%，主要系一季度是行业销售的淡季，业绩绝对数较小、波动幅度较大。

点评：

- **彩超紧抓“市场普及+更新换代”机会，收入增速近 20%：**

核心业务彩超产品实现营收 9.88 亿元，同比增长 19.23%；毛利率 71.22%，同比上升 0.22ppt。1）彩超国产化率不足 20%，公司在更新换代中寻觅存量市场的进口替代机会，最新推出的重磅高端彩超 S60 获得三甲医院专家的高度认可。2）分级诊疗政策刺激基层市场的增量需求，公司对此推出针对不同客户群体的系列产品，覆盖各级医院及基层医疗机构，国内每年彩超装机量超过 2000 台。

- **内窥镜处于高速增长期，营收同比增长高达 111%：**

内窥镜及镜下治疗器具产品高速增长，2018 年实现营收 1.54 亿元，同比增长 110.93%；毛利率 64.21%，同比上升 5.66ppt。内窥镜壁垒极高，硬镜市场国产化率不足 15%，软镜国产化率不到 2%。公司全面覆盖软镜高中低端市场和硬镜市场，并收购威尔逊拓展镜下治疗器具领域，实现“软镜+硬镜+治疗器具”三位一体布局，发挥更大的协同效应。

- **研发投入 2.33 亿元，血管内超声、超声内窥镜、血液细胞仪系列产品梯队蓄势待发：**

2018 年公司研发投入 2.33 亿，持续的创新研发是后续产品梯队的力量源泉：(1)突破超高频微型体内超声换能器等技术难题，血管内超声诊断系统进入创新医疗器械特别审批程序；(2) 成功研制国产第一台环扫超声内镜 EG-UR5，预计今年底或明年初上市；(3) 2018 年推出性能优异的 SC5280、SC5280CRP 系列血液细胞分析仪及配套试剂，同步开发高通量自动进样的新品，主攻二级及以上医院门急诊市场。

- **盈利预测与估值：**

根据公司现有业务情况，我们测算公司 19-21 年 EPS 分别为 0.82、1.07、1.38 元，当前股价对应 35、27、21 倍 PE。维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**产品价格下降风险、贸易摩擦影响出口业务的风险、研发进度不及预期风险、分级诊疗推进不及预期的风险、医疗事故风险。

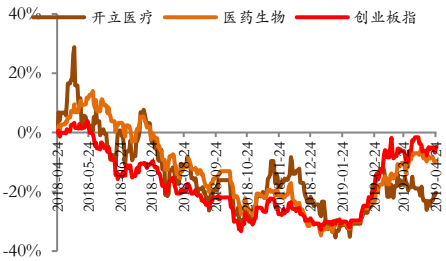
主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1226.85	1556.26	1957.46	2440.76
同比(%)	24.04%	26.85%	25.78%	24.69%
归属母公司净利润	252.62	328.55	427.15	551.34
同比(%)	32.94%	30.06%	30.01%	29.08%
每股收益(元)	0.63	0.82	1.07	1.38
P/E	45.95	35.33	27.18	21.05
P/B	8.98	7.16	5.69	4.49
EV/EBITDA	12.84	29.66	22.64	17.17

强烈推荐（维持）

现价：	29.02
目标价：	35
股价空间：	**21%**

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
开立医疗	-3.33	16.22	5.87
医药生物	0.78	30.96	16.14
创业板指	1.47	37.38	30.72

基本资料

总市值（亿元）	116.08
总股本（亿股）	4.00
流通股比例	49.14%
资产负债率	25.92%
大股东	陈志强&吴坤祥
大股东持股比例	50.86%

相关报告

广证恒生-开立医疗（300633）-深度报告-立足高端彩超，开拓内镜高地-20181223

广证恒生-开立医疗（300633）-点评报告-18 年净利润 33%高增长基本符合预期，看好高端彩超放量及优质储备品线-2019.2.26

附录：公司财务预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1138.19	1525.37	1947.40	2518.29
现金	130.74	320.56	524.28	857.34
应收账款	384.50	493.74	611.92	767.11
其它应收款	15.27	28.29	33.98	41.04
预付账款	13.33	23.89	28.88	33.43
存货	246.53	312.37	381.80	462.11
其他	347.83	346.53	366.53	357.26
非流动资产	697.47	550.90	611.22	662.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	66.64	119.05	147.14	163.83
无形资产	71.46	87.26	106.69	131.42
其他	559.37	344.59	357.39	366.77
资产总计	1835.66	2076.27	2558.62	3180.31
流动负债	460.73	393.28	457.05	536.03
短期借款	169.07	92.98	106.74	112.54
应付账款	0.00	48.47	46.72	52.24
其他	291.66	251.84	303.59	371.25
非流动负债	63.94	62.23	62.54	61.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.94	62.23	62.54	61.66
负债合计	524.67	455.51	519.58	597.69
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	218.75	218.75	218.75	218.75
留存收益	673.44	1001.99	1420.27	1963.85
归属母公司股东权益	1292.21	1620.76	2039.04	2582.62
负债和股东权益	1835.66	2076.27	2558.62	3180.31

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	244.19	118.58	277.63	405.72
净利润	252.62	328.55	427.15	551.34
折旧摊销	22.22	27.43	38.84	49.11
财务费用	-2.90	-0.52	-1.34	-2.88
投资损失	-18.89	-20.78	-22.86	-25.14
营运资金变动	-54.54	-204.97	-162.26	-165.38
其它	45.68	-11.13	-1.89	-1.34
投资活动现金流	-305.03	137.02	-75.06	-74.48
资本支出	-80.88	-31.90	-41.14	-50.79
长期投资	7.30	3.65	-0.61	-0.30
其他	-231.46	165.27	-33.31	-23.39
筹资活动现金流	116.54	-65.77	1.14	1.83
短期借款	145.73	-76.10	13.76	5.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股本增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	8.44	0.00	0.00	0.00
其他	-37.63	10.33	-12.62	-3.97
现金净增加额	55.69	189.83	203.72	333.07

利润表				单位:百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1226.85	1556.26	1957.46	2440.76
营业成本	369.60	464.54	568.45	688.54
营业税金及附加	14.60	17.59	21.02	24.90
营业费用	352.23	447.70	564.24	704.96
管理费用	294.45	363.63	456.46	568.03
财务费用	-2.90	-0.52	-1.34	-2.88
资产减值损失	25.95	32.92	41.40	51.63
公允价值变动收益	-0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.89	20.78	22.86	25.14
营业利润	271.73	352.78	457.88	590.08
营业外收入	0.49	0.51	0.54	0.57
营业外支出	0.86	0.90	0.95	1.00
利润总额	271.35	352.39	457.47	589.65
所得税	18.73	23.84	30.33	38.31
净利润	252.62	328.55	427.15	551.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	252.62	328.55	427.15	551.34
EBITDA	301.76	384.29	494.97	633.89
EPS（摊薄）	0.63	0.82	1.07	1.38

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	24.04%	26.85%	25.78%	24.69%
营业利润增长率	30.84%	29.83%	29.79%	28.87%
归属于母公司净利润增长率	32.94%	30.06%	30.01%	29.08%
获利能力				
毛利率	69.87%	70.15%	70.96%	71.79%
净利率	20.59%	21.11%	21.82%	22.59%
ROE	21.32%	22.41%	23.34%	23.86%
ROIC	17.59%	19.20%	19.70%	20.16%
偿债能力				
资产负债率	28.58%	21.94%	20.31%	18.79%
净负债比率	32.22%	22.69%	21.54%	19.84%
流动比率	2.47	3.88	4.26	4.70
速动比率	1.94	3.08	3.43	3.84
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.80	0.84	0.85
应收账款周转率	3.62	3.54	3.54	3.54
应付账款周转率	13.10	19.17	11.94	13.92
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.82	1.07	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.30	0.69	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.23	4.05	5.10	6.46
估值比率				
P/E	45.95	35.33	27.18	21.05
P/B	8.98	7.16	5.69	4.49
EV/EBITDA	12.84	29.66	22.64	17.17

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生医药团队介绍：

唐爱金：医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及市场营销推广，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验，团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选 2016 年医药行业第一名。

冯俊曦：美国 Syracuse University 金融硕士，拥有出色的海外研究能力和研究体系，专注于医药流通和医疗服务领域，2017 年加入广证恒生。

谭紫媚：英国 University of Bristol 会计与金融硕士、中南大学金融学学士，专注于医疗器械领域，2018 年加入广证恒生。

广证恒生：

地　址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电　话：020-88836132，020-88836133
邮　编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中　　性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回　　避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我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。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。