



买入（首次覆盖）

报告原因：年报点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

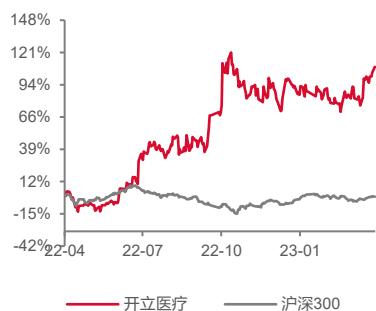
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

总股本(万股)	42,786
流通A股/B股(万股)	42,786/0
资产负债率(%)	22.70%
市净率(倍)	8.43
净资产收益率(加权)	14.6
12个月内最高/最低价	58.15 / 46.31



超声业务稳健增长，内镜产品加速放量

——开立医疗（300633）2022年业绩点评

投资要点

- 公司业绩保持高增长。**公司发布2022年年报：报告期内，公司营业收入为17.63亿元，同比增长22.02%；归母净利润为3.70亿元，同比增长49.57%。分季度来看，公司2022年Q1-Q4营业收入分别为3.71、4.65、4.16、5.11亿元，同比增速分别为31.53%、28.80%、39.80%、1.37%；归母净利润分别为0.51、1.24、0.71、1.24亿元，同比增速分别为41.36%、69.73%、132.80%、15.32%。我们认为，多因素提振公司业绩：1）海内外疫情影响逐步褪去，业务回归正常增长态势。2）近年来，分级诊疗、医疗新基建、鼓励采购国产设备等相关政策持续推进，国产医疗器械龙头持续受益。3）伴随收入增长，规模化效应显现。
- 规模效应凸显，净利率超疫情前水平。**2022年，公司毛利率为66.87%，较2021年下降0.51个百分点，主要受海外销售修复影响；净利率为20.98%，较2021年提升3.86个百分点，主要受公司积极控费及规模效应影响。报告期内，公司研发投入持续加大，其他期间费用率均呈下降态势。2022年，公司销售、管理、财务费用率分别为23.99%、5.56%、-1.70%，分别较2021年下降1.38、0.73、2.33个百分点；公司研发费用率为18.66%，较2021年提升0.45个百分点。
- 超声：持续完善产品线，收入稳步增长。**公司超声产品立足自主研发和技术创新，已形成完备的高、中、低不同产品档次，临床解决方案覆盖较为全面的产品格局。其中，公司S60、P60系列高端彩超在三甲医院的装机量不断提升。2022年，公司陆续发布多款新的超声设备，深耕已有优势的妇产科等领域，同时进军超高端超声、心血管以及兽用超声领域。2022年，公司彩超产品收入为10.80亿元，同比增长14.14%，毛利率65.67%。
- 内镜：产品进入收获期，收入加速增长。**2022年，公司首次推出多款软镜产品，丰富了公司软镜镜体种类和高端功能，持续缩小与进口品牌的差距，为公司内镜更好的突破高端医院市场提供了有力支持，加快了软镜领域的进口替代。同期，公司在硬镜领域研发注册4K荧光腔镜系统，增强了公司在微创外科领域的产品实力，有助于微创外科业务的持续快速增长。2022年，公司内镜业务收入为6.12亿元，同比增长42.98%，毛利率69.57%。
- 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**开立医疗是国产超声+内镜龙头，掌握核心技术，持续完善产品矩阵，高端产品陆续放量，公司发展迈入新台阶。我们预计公司2023-2025年的营收分别21.79/27.54/34.31亿元，归母净利润为5.07/6.60/8.46亿元，EPS分别是1.18/1.54/1.98元，对应PE分别47.35/36.32/28.34倍。
- 风险提示：**新产品研发及上市进展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；海外市场的不确定性风险。

盈利预测与估值简表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1762.65	2178.90	2754.09	3431.25
增长率	22.02%	23.62%	26.40%	24.59%
归母净利润	369.81	506.59	660.40	846.47
增长率	49.57%	36.99%	30.36%	28.18%
EPS(元)	0.86	1.18	1.54	1.98
P/E	63.76	47.35	36.32	28.34

资料来源：Wind，东海证券研究所，2023年4月13日

正文目录

1. 国产超声+内镜龙头，规模效应凸显.....	4
2. 超声：持续完善产品线，收入稳步增长.....	6
3. 内镜：多产品获批，进入收获期.....	6
4. 投资建议.....	7
5. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 开立医疗主要产品	4
图 2 公司营收及同比增速	5
图 3 公司归母净利润及同比增速	5
图 4 公司单季度营收及同比增速	5
图 5 公司单季度归母净利润及同比增速	5
图 6 开立医疗毛利率与净利率	5
图 7 开立医疗四项费用率	5
图 8 公司彩超收入及同比增速	6
图 9 公司彩超毛利情况	6
图 10 公司内镜收入及同比增速	6
图 11 公司内镜毛利情况	6

1. 国产超声+内镜龙头，规模效应凸显

公司成立于 2002 年 9 月，于 2017 年 4 月登陆深交所创业板。公司主要产品包括医用超声诊断设备、医用电子内镜设备及耗材、血液分析仪等，其中，超声及软镜产品已覆盖高端、中端、低端等多层次用户需求。公司在超声及软镜领域已建立了较强的竞争优势和领先的行业地位，并逐渐在外科领域、血管内超声（IVUS）领域崭露头角。2022 年，公司超声、内镜板块分别实现收入 10.80、7.09 亿元，占比分别 61.24%、34.70%。

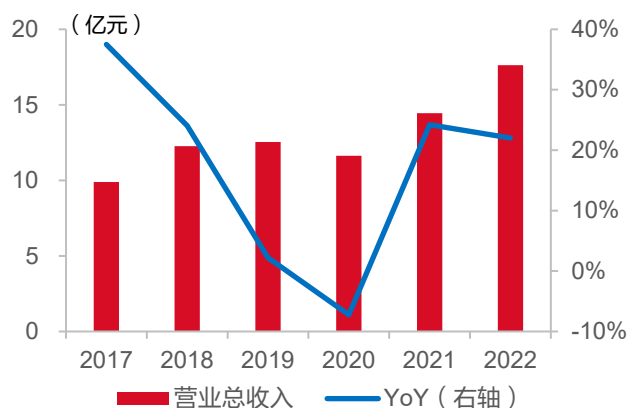
图1 开立医疗主要产品



资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

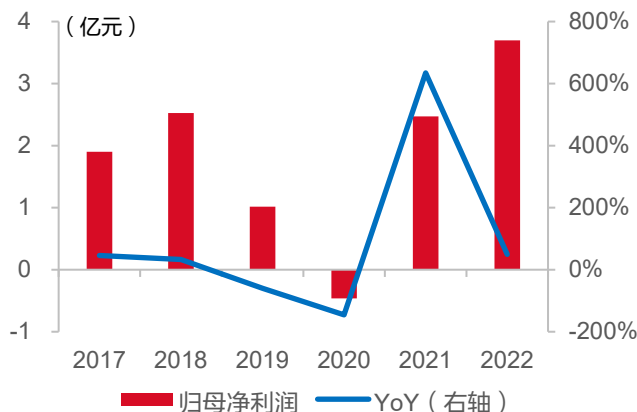
公司利润端增速高于收入端。2022 年，公司营业收入 17.63 亿元，同比增长 22.02%；归母净利润 3.70 亿元，同比增长 49.57%。分季度来看，公司 Q1-Q4 营业收入分别为 3.71、4.65、4.16、5.11 亿元，同比增速分别为 31.53%、28.80%、39.80%、1.37%；归母净利润分别为 0.51、1.24、0.71、1.24 亿元，同比增速分别为 41.36%、69.73%、132.80%、15.32%。公司全年利润端增速显著高于营收端，规模效应凸显，Q4 受同期高基数影响放缓。我们认为，多因素提振公司业绩：1) 海内外疫情影响逐步褪去，业务回归正常增长态势；2) 近年来，分级诊疗、医疗新基建、鼓励采购国产设备等相关政策持续推进，国产医疗器械龙头持续受益；3) 伴随收入增长，规模化效应显现。

图2 公司营收及同比增速



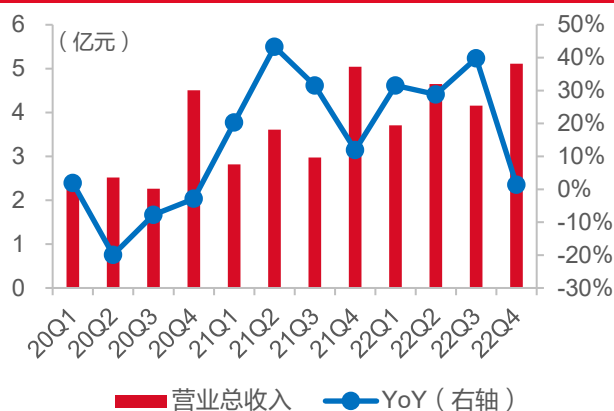
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司归母净利润及同比增速



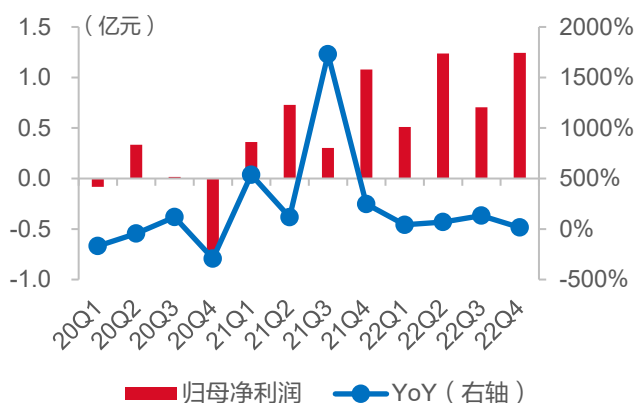
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

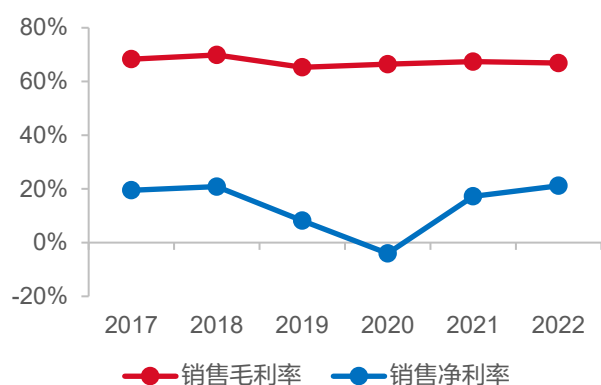
图5 公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

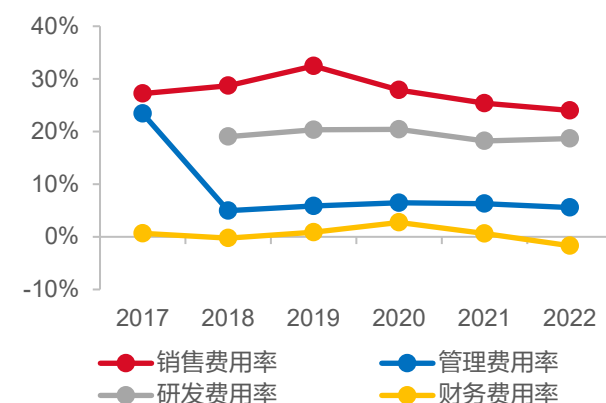
规模效应凸显，净利率超疫情前水平。2022年，公司毛利率为66.87%，较2021年下降0.51个百分点，主要受海外销售修复影响；净利率为20.98%，较2021年提升3.86个百分点，主要受公司积极控费及规模效应显现影响。报告期内，公司研发投入持续加大，其他期间费用率均呈下降态势。2022年，公司销售、管理、财务费用率分别为23.99%、5.56%、-1.70%，分别较2021年下降1.38、0.73、2.33个百分点；研发费用率为18.66%，较2021年提升0.45个百分点。

图6 开立医疗毛利率与净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 开立医疗四项费用率

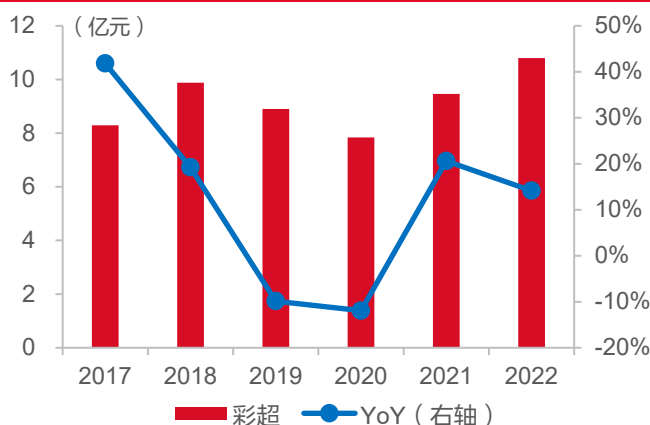


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.超声：持续完善产品线，收入稳步增长

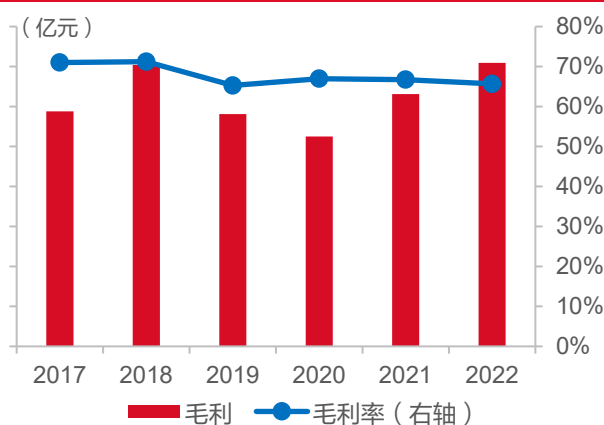
不断提升档次，拓展产品及应用场景，收入稳步增长。公司超声产品立足自主研发和技术创新，已形成完备的高、中、低不同产品档次，临床解决方案覆盖较为全面的产品格局。公司S60、P60系列高端彩超，在妇产、全身应用方面不断取得突破，三甲医院的装机量不断提升。2022年公司陆续发布多款新的超声设备，深耕已有优势的妇产等领域，正式进军超高端超声、心血管专业以及兽用超声领域：1) 搭载第四代AI产前超声筛查技术凤眼S-Fetus 4.0发布；2) 超高端彩超平台获CE (MDR) 注册证；3) IVUS国内注册证获批；4) 推出中端及低端台式超声P20Elite/P12Elite系列，5) 专业的兽用超声ProPet系列发布。2022年，公司彩超产品实现收入10.80亿元，同比增长14.14%，毛利率65.67%。

图8 公司彩超收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 公司彩超毛利情况

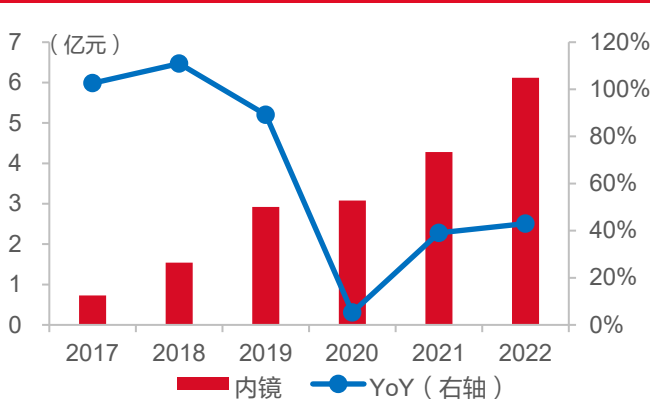


资料来源：Wind，东海证券研究所

3.内镜：多产品获批，进入收获期

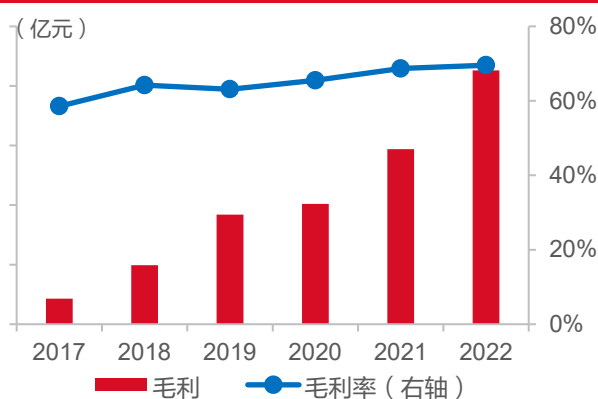
内镜产品进入收获期，收入加速增长。2022年，公司首次推出国产超细电子胃肠镜、光学放大电子胃肠镜、刚度可调电子结肠镜、电子环扫超声内镜EG-UR5、电子扇扫超声内镜EG-UC5T等产品，丰富了公司软镜镜体种类和高端功能，进一步缩小了公司软镜产品与进口品牌的差距，为公司内镜更好的突破高端医院市场提供了有力支持，加快了软镜领域的进口替代。同期，公司在硬镜领域研发注册4K荧光腔镜系统，增强了公司在微创外科领域的产品实力，有助于微创外科业务的持续快速增长。2022年，公司内镜业务实现收入6.12亿元，同比增长42.98%，毛利率69.57%。

图10 公司内镜收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 公司内镜毛利情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

4.投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。开立医疗是国产超声+内镜龙头，掌握核心技术，持续完善产品矩阵，高端产品陆续放量，公司发展迈入新台阶。我们预计公司 2023-2025 年的营收分别 21.79/27.54/34.31 亿元，归母净利润为 5.07/6.60/8.46 亿元，EPS 分别是 1.18/1.54/1.98 元，对应 PE 分别 47.35/36.32/28.34 倍。

5.风险提示

(1) 新产品研发及上市进展不及预期的风险：医疗器械产品的研发成功存在较大的不确定性，产品研发面临着：研发周期较长、研发有一定失败率、研发成果产业化难度高、新产品可能不能成功注册或备案，以及新产品不能满足市场需求等一系列风险。

(2) 行业竞争加剧的风险：医疗器械市场前景广阔，市场参与者众多，属于充分竞争的市场。国际贸易一体化、国际大型医疗器械厂商不断的本土化、新的竞争者加入，都将会导致行业竞争更加激烈。

(3) 海外市场的不确定性风险：中美贸易争端、俄乌战争等事件对全球政治经济格局产生较大冲击，社会动乱或战争将直接影响医疗器械市场的需求和发展，阵营对立、经济制裁、贸易单边主义等都将给公司海外业务带来不确定性。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1763	2179	2754	3431	货币资金	1337	1804	2444	3164
%同比增速	22%	24%	26%	25%	交易性金融资产	419	469	569	719
营业成本	584	719	901	1116	应收账款及应收票据	200	288	283	390
毛利	1179	1460	1853	2315	存货	514	604	698	790
%营业收入	67%	67%	67%	67%	预付账款	12	17	18	22
税金及附加	15	20	25	30	其他流动资产	31	66	39	85
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	2514	3248	4051	5171
销售费用	423	516	639	782	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	24%	24%	23%	23%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	98	118	146	178	固定资产合计	376	394	421	452
%营业收入	6%	5%	5%	5%	无形资产	169	172	174	175
研发费用	329	414	529	662	商誉	160	160	160	160
%营业收入	19%	19%	19%	19%	递延所得税资产	30	30	30	30
财务费用	-30	-15	-22	-30	其他非流动资产	294	264	234	204
%营业收入	-2%	-1%	-1%	-1%	资产总计	3544	4269	5071	6194
资产减值损失	-40	0	0	0	短期借款	181	201	231	281
信用减值损失	-20	0	0	0	应付票据及应付账款	231	356	386	501
其他收益	95	109	138	172	预收账款	0	0	0	0
投资收益	9	7	8	10	应付职工薪酬	131	158	194	234
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	27	44	61	79
公允价值变动收益	-4	0	0	0	其他流动负债	179	209	239	290
资产处置收益	-1	0	0	0	流动负债合计	749	967	1110	1386
营业利润	382	523	682	874	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	22%	24%	25%	25%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	递延所得税负债	1	1	1	1
利润总额	382	523	682	874	其他非流动负债	54	54	54	54
%营业收入	22%	24%	25%	25%	负债合计	804	1022	1165	1441
所得税费用	12	16	21	28	归属于母公司的所有者权益	2740	3246	3907	4753
净利润	370	507	660	846	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	21%	23%	24%	25%	股东权益	2740	3246	3907	4753
归属于母公司的净利润	370	507	660	846	负债及股东权益	3544	4269	5071	6194
%同比增速	50%	37%	30%	28%	现金流量表 (百万元)				
少数股东损益	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	0.86	1.18	1.54	1.98	经营活动现金流净额	473	565	797	927
基本指标					投资	0	-50	-100	-150
	2022A	2023E	2024E	2025E	资本性支出	-190	-70	-90	-110
EPS	0.86	1.18	1.54	1.98	其他	-244	7	8	10
BVPS	6.40	7.59	9.13	11.11	投资活动现金流净额	-434	-113	-182	-250
PE	63.76	47.35	36.32	28.34	债权融资	106	20	30	50
PEG	1.29	1.28	1.20	1.01	股权融资	0	0	0	0
PB	8.56	7.39	6.14	5.05	支付股利及利息	-58	-5	-5	-6
EV/EBITDA	55.10	38.66	29.34	22.47	其他	-44	0	0	0
ROE	13%	16%	17%	18%	筹资活动现金流净额	4	15	25	44
ROIC	11%	14%	15%	16%	现金净流量	54	467	640	721

资料来源：携宁，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089