

业绩持续高增长，中高端产品不断突破

开立医疗(300633.SZ)

推荐(首次评级)

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年半年报, 公司 2023 年 1-6 月实现营业收入 10.43 亿元 (+24.87%), 归母净利润 2.73 亿元 (+56.18%), 扣非净利润 2.73 亿元 (+67.97%), 经营性现金流 1.51 亿元; 2023 年 Q2 实现营业收入 5.70 亿元 (+22.67%), 归母净利润 1.35 亿元 (+8.75%), 扣非净利润 1.48 亿元 (+29.59%)。
- **公司营收增长稳健, 净利润增速亮眼。** 2023 上半年, 医院门诊逐步恢复, 呼吸、消化科全面复苏。医院采购重心转向一般医疗物资, 带来内镜、超声等市场需求增加。分业务来看, 内窥镜及镜下器具业务实现收入 3.77 亿元 (+38.40%), 超声业务实现收入 6.49 亿元 (+19.54%), 两大业务增长稳健。公司毛利率为 68.98%, 同比增加 3.76 个百分点, 主要系公司高端产品占比增加。净利润增速亮眼, 主要系公司期间费用率逐渐下降, 规模效应开始显现。
- **内窥镜: 内窥镜多产品战略稳步推进, 高端产品性能优越。** 公司拥有丰富的内窥镜产品管线, 已推出全高清消化道内窥软镜系统、三芯片 2k 硬镜、4k 硬镜、4K 荧光硬镜等产品, 涵盖低中高市场。公司的高端内镜产品 HD-550 系列性能优越, 与 SFI、VIST 技术相结合, 提供早期疾病诊疗解决方案, 获临床正面反馈。此外, 高端镜种不断突破, 公司推出了光学放大内镜、超细内镜、刚度可调内镜等产品。
- **超声: 高端超声不断突破, 产品品类拓展扩大市场范围。** 公司高端产品 S60 和 P60 系列获得三甲医院医生高度认可。2022 年发布的产前超声筛查技术凤眼 S-Fetus 4.0 进一步提高公司产科超声的竞争力; 2023 年 2 月, 公司超高端超声 S90 Exp 系列取得中国医疗器械注册证并在美国获 FDA 批准, 在超高端超声市场不断突破; 2023 年公司发布血管内超声 (IVUS), 有利于公司打开心血管领域市场; 兽用超声方面, 公司于 2022 年发布了专业的兽用超声 ProPet 系列, 进一步扩大市场范围。
- **海外业务稳步推进, 业务规模和品牌影响力不断扩大。** 公司注重海外市场业务拓展和本土化建设, 实现诸多成果。1) 公司便携超声 E 系列、X 系列通过方舱和应急采购等方式扩展到更多发达国家和高端医院, 进一步打开市场。2) 公司人工智能产前超声筛查技术“凤眼 S-Fetus”的全球发布获得一致好评, 夯实了海外超声市场 3) 公司是全球第四家超声内镜系统 (EUS) 的制造商, 在量产首年就取得的 20 个国家的销售和装机。4) 公司兽用产品 ProPet 和 V-2000 在海外取得积极反馈。

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

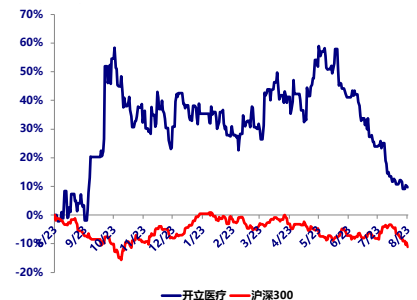
市场数据

2023/8/23

A 股收盘价(元)	42.07
A 股一年内最高价(元)	62.62
A 股一年内最低价(元)	34.51
沪深 300	3696.63
市盈率	38.71
总股本(万股)	43065.28
实际流通 A 股(万股)	43065.28
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	181.18

资料来源: 中国银河研究部整理

相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

相关研究

- **公司发布股权激励计划，推动外科业务加速增长。**公司同财报一起发布限制性股票激励计划，激励对象一共 34 人，主要为公司微创外科业务团队员工(包含外籍员工)及董事会认为应当激励的其他人员。拟授予股份 329 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的 0.76%。授予价格为 22.18 元/股。激励计划的考核目标为公司 2023-2026 在中国大陆地区外科业务总收入，考核目标为 1/1.45/2.5/4 亿，2024-2026 年同比增长 45%/72%/60%，解锁下限为目标的 80%。此次举措有利于激励微创外科员工积极性，加速促进公司外科业务进入高速增长期。
- **投资建议：**公司作为国产超声和内镜的龙头，我们看好公司在中高端市场的布局以及海外市场的拓展。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 22.24/28.01/35.18 亿元，归母净利润为 4.89/6.39/8.33 亿元，同比增长 32.25%/30.70%/30.35%，EPS 分别为 1.14/1.48/1.93 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 37/28/22 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**研发不及预期的风险、汇率波动的风险、全球政治经济波动的风险等

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1762.65	2224.65	2801.24	3518.56
收入增长率%	22.02	26.21	25.92	25.61
归母净利润(百万元)	369.81	489.06	639.20	833.18
利润增速%	49.57	32.25	30.70	30.35
毛利率%	66.87	67.40	67.56	68.25
摊薄 EPS(元)	0.86	1.14	1.48	1.93
PE	48.99	37.05	28.34	21.75
PB	6.61	5.75	4.78	3.92
PS	10.21	8.09	6.43	5.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022A								
流动资产	2514.31	2379.69	3018.89	3852.07	营业收入	1762.65	2224.65	2801.24	3518.56	营业成本	584.04	725.20	908.74	1117.31	
现金	1337.21	1946.02	2585.22	3418.40	营业税金及附加	15.22	20.02	25.21	31.67	营业费用	423.16	511.67	627.48	777.60	
应收账款	198.69	0.00	0.00	0.00	管理费用	98.00	140.15	173.68	214.63	财务费用	-29.89	0.00	0.00	0.00	
其它应收款	17.04	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-40.14	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	-3.93	0.00	0.00	0.00	
预付账款	11.96	0.00	0.00	0.00	投资净收益	9.25	11.68	14.71	18.47	营业利润	382.43	505.59	660.65	861.00	
存货	514.38	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.11	0.11	0.11	0.11	营业外支出	0.60	0.60	0.60	0.60	
其他	435.03	433.67	433.67	433.67	利润总额	381.94	505.11	660.17	860.51	所得税	12.13	16.04	20.97	27.33	
非流动资产	1029.91	1029.91	1029.91	1029.91	净利润	369.81	489.06	639.20	833.18	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	369.81	489.06	639.20	833.18	EBITDA	405.47	493.91	645.95	842.52	
固定资产	375.60	375.60	375.60	375.60	EPS (元)	0.86	1.14	1.48	1.93						
无形资产	169.37	169.37	169.37	169.37											
其他	484.94	484.94	484.94	484.94											
资产总计	3544.22	3409.59	4048.79	4881.97	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E						
流动负债	749.42	203.25	203.25	203.25	营业收入	22.02%	26.21%	25.92%	25.61%						
短期借款	180.97	180.97	180.97	180.97	营业利润	77.33%	32.21%	30.67%	30.33%						
应付账款	229.67	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	49.57%	32.25%	30.70%	30.35%						
其他	338.77	22.27	22.27	22.27	毛利率	66.87%	67.40%	67.56%	68.25%						
非流动负债	55.00	55.00	55.00	55.00	净利率	20.98%	21.98%	22.82%	23.68%						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	13.50%	15.52%	16.86%	18.02%						
其他	55.00	55.00	55.00	55.00	ROIC	11.39%	14.19%	15.60%	16.85%						
负债合计	804.41	258.24	258.24	258.24	资产负债率	22.70%	7.57%	6.38%	5.29%						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	29.36%	8.19%	6.81%	5.59%						
归属母公司股东权益	2739.80	3151.35	3790.55	4623.73	流动比率	3.36	11.71	14.85	18.95						
负债和股东权益	3544.22	3409.59	4048.79	4881.97	速动比率	2.63	11.64	14.78	18.88						
					总资产周转率	0.50	0.65	0.69	0.72						
					应收帐款周转率	8.87	—	—	—						
					应付帐款周转率	7.67	—	—	—						
					每股收益	0.86	1.14	1.48	1.93						
					每股经营现金	1.10	1.57	1.45	1.89						
					每股净资产	6.36	7.32	8.80	10.74						
					P/E	48.99	37.05	28.34	21.75						
					P/B	6.61	5.75	4.78	3.92						
					EV/EBITDA	55.10	33.18	24.38	17.71						
					PS	10.21	8.09	6.43	5.12						

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn