

公司研究/公告点评

2020年01月19日

医药生物/医疗器械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 26.62  
合理价格区间(元): 26.70~27.83

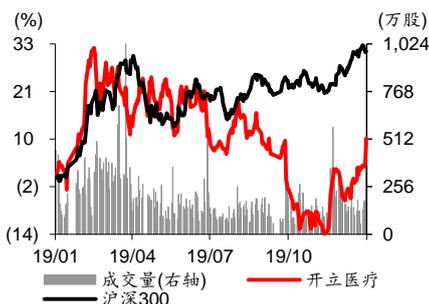
代雯 执业证书编号: S0570516120002  
研究员 021-28972078  
daiwen@htsc.com

高鹏 021-28972068  
联系人 gaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《开立医疗(300633 SZ,买入): 民营采购乏力且费用先行, 静待2H19复苏》2019.08
- 2 《开立医疗(300633,买入): 业绩符合预期, 看好19全年稳健增长》2019.04
- 3 《开立医疗(300633,买入): 业绩平稳增长》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 关注高端放量+控费带来的业绩弹性 开立医疗(300633)

### 高端放量及控费有望奠定 20 年增长基础

公司 1 月 17 日发布 2019 年度业绩预告, 公司预计 19 全年实现归母净利润 1.05-1.45 亿元, 同比下滑 42.6%-58.4%, 业绩符合市场预期。我们预计 19 年收入增速约 4%, 主要受到超声线民营及基层采购乏力影响。同时由于 S60、HD550 等新品推广, 费用投入力度加大导致利润端增速下滑明显。考虑高端产品放量及内部费用管控, 我们看好 20 年业绩增长。我们调整盈利预测, 预计公司 19-21 年 EPS 为 0.31/0.57/0.72 元, 调整目标价至 26.70-27.83 元, 维持“买入”评级。

### 19 年毛利率预计同比下滑, 关注 20 年结构改善及控费成效

我们预计公司 19 年毛利率同比有所下滑, 主因: 1) 低毛利率威尔逊业务新增全年并表; 2) 尚不成熟的低毛利率业务内窥镜(相比超声)收入占比提升。展望 20 年, 考虑高端产品 S60、HD550 放量改善业务结构, 我们预计毛利率有望回升。19 年由于新产品推广力度加大、人员扩充等原因费用率承压。展望 20 年, 考虑海外办事处已完成初步布局、人员扩充已基本成型、叠加规模效应等因素, 我们预计销售费用率和研发费用率有望回归 2018 年时水平。

### 内窥镜延续高增长态势, 静待高端放量带动 20 年超声回暖

1) 内窥镜: 软镜业务当前体量较小, 且市场需求旺盛, 我们预计 19 年收入约 2 亿元, 同比增长约 60%, 20 年有望维持约 50% 的高增长。威尔逊于 4Q18 开始并表, 整体销售良好, 我们预计威尔逊 19 年收入约 0.95 亿元, 20 年有望维持约 20% 增速; 2) 超声: 我们预计 19 年超声收入同比下滑约 10%, 其中高端新品 S60 销量预计超 300 台。展望 20 年, 考虑 S60 经过 1 年多的推广后进入放量收获期叠加 19 年低基数, 我们预计 20 年超声收入增速在 10% 以上; 3) 在研新品: 我们预计公司 4K 高清硬镜有望于 2020 年获批, 超声内窥镜、血管内超声有望于 2021 年获批。

### 看好公司内窥镜长期价值, 维持“买入”评级

考虑 19 年超声市场采购乏力对公司收入增速影响较大, S60、HD550 等新品第一个完整年度推广费用显著提升对利润端影响较大, 我们下调盈利预测, 预计公司 19-21 年归母净利润为 1.27/2.30/2.94 亿元(前值为 2.97/3.74/4.57 亿元), 同比增长-50%/81%/27%, 当前股价对应 19-21 年 PE 估值为 85.0x/46.9x/36.8x。我们看好公司内窥镜长期价值, 在内窥镜拉动及超声改善预期下, 预计 19-21 年 EPS CAGR 为 52% (VS 可比公司的 29%), 我们给予公司 2020 年 47x-49x PE 估值(可比公司 2020 年平均 PE 估值为 37x), 调整目标价至 26.70-27.83 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 核心产品销售不及预期风险, 核心产品招标降价风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	405.76
流通 A 股(百万股)	149.25
52 周内股价区间(元)	20.91-32.12
总市值(百万元)	10,801
总资产(百万元)	2,243
每股净资产(元)	3.36

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	989.07	1,227	1,276	1,529	1,795
+/-%	37.49	24.04	3.99	19.84	17.37
归属母公司净利润(百万元)	190.02	252.62	127.11	230.49	293.61
+/-%	45.69	32.94	(49.68)	81.33	27.38
EPS(元, 最新摊薄)	0.47	0.62	0.31	0.57	0.72
PE(倍)	56.84	42.76	84.98	46.86	36.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 估值

图表1: 开立医疗可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS CAGR (%)		P/E(x)			PEG
			2019-2021E	2019E	2020E	2021E		
乐普医疗	35.44	631	29.9	37	29	22	0.96	
万东医疗	10.94	59	25.8	30	24	19	0.92	
蓝帆医疗	12.17	117	26.4	21	16	13	0.62	
安图生物	110.18	463	29.6	63	49	37	1.64	
健帆生物	80.01	335	33.5	60	45	34	1.33	
迈瑞医疗	193.05	2,347	22.1	51	41	34	1.87	
欧普康氏	53.48	216	35.6	72	53	39	1.49	
平均		596	29.0	48	37	28	1.26	
开立医疗	26.62	108	52.0	85	47	37	0.90	

注: 除开立医疗外均采用 Wind 一致性预期; PEG=2020E PE/EPS CAGR (2019-2021E) \*100; 定价日是 2020 年 1 月 17 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

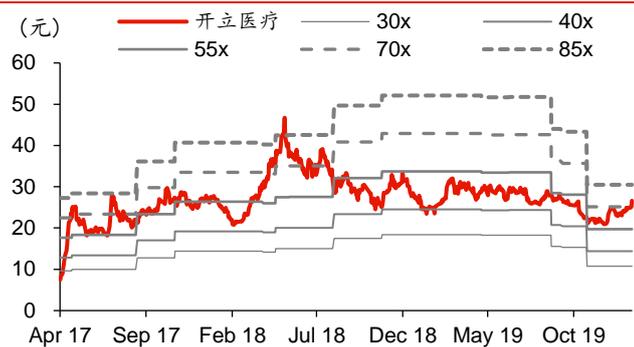
图表2: 盈利预测调整

(人民币百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	调整前	1227	1447	1773	2137
	调整后	1227	1276	1529	1795
	(+/-) %		-12%	-14%	-16%
毛利	调整前	857	1003	1242	1507
	调整后	857	827	1021	1208
	(+/-) %		-18%	-18%	-20%
销售费用	调整前	352	420	518	628
	调整后	352	408	439	513
	(+/-) %		-3%	-15%	-18%
管理费用	调整前	294	352	425	509
	调整后	294	348	409	471
	(+/-) %		-1%	-4%	-7%
财务费用	调整前	-3	3	-4	-10
	调整后	-3	8	13	9
	(+/-) %		195%	-440%	-190%
归母净利润	调整前	253	297	374	457
	调整后	253	127	230	294
	(+/-) %		-57%	-38%	-36%
EPS	调整前	0.62	0.73	0.92	1.13
	调整后	0.62	0.31	0.57	0.72
	(+/-) %		-57%	-38%	-36%

资料来源: 华泰证券研究所

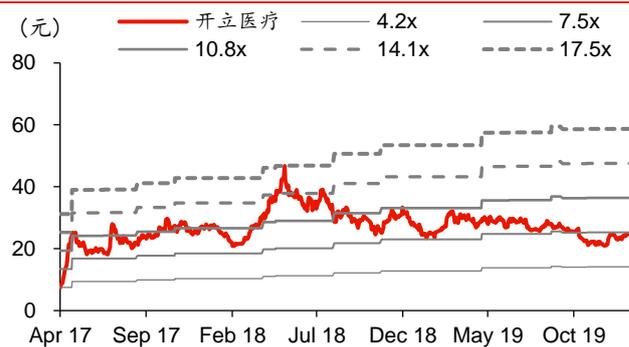
**PE/PB - Bands**

**图表3: 开立医疗历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表4: 开立医疗历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,088	1,138	1,195	1,400	1,639
现金	71.03	130.74	124.19	202.74	297.52
应收账款	293.83	384.50	391.75	469.63	550.76
其他应收账款	24.47	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	24.59	13.33	16.18	18.32	21.16
存货	212.62	246.53	299.27	345.97	406.19
其他流动资产	461.57	363.10	363.14	363.39	363.65
非流动资产	247.20	697.47	764.24	847.60	947.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	47.46	66.64	49.57	34.29	20.88
无形资产	67.06	71.46	71.00	72.80	73.33
其他非流动资产	132.68	559.37	643.68	740.51	853.77
资产总计	1,335	1,836	1,959	2,248	2,587
流动负债	218.96	460.73	456.73	527.84	596.90
短期借款	23.35	169.07	175.83	210.71	247.30
应付账款	56.43	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	139.18	291.66	280.90	317.13	349.59
非流动负债	56.97	63.94	63.94	63.94	63.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	56.97	63.94	63.94	63.94	63.94
负债合计	275.93	524.67	520.67	591.77	660.83
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.01	400.01	405.76	405.76	405.76
资本公积	210.31	218.75	231.79	231.79	231.79
留存公积	440.82	673.44	800.55	1,018	1,289
归属母公司股东权益	1,051	1,292	1,438	1,656	1,926
负债和股东权益	1,327	1,817	1,959	2,248	2,587

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	136.21	233.65	73.78	164.71	203.86
净利润	190.02	252.62	127.11	230.49	293.61
折旧摊销	17.18	22.22	22.26	22.47	22.90
财务费用	0.00	0.00	8.05	12.51	9.35
投资损失	(8.89)	(18.89)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(90.75)	(52.50)	(77.22)	(94.70)	(116.33)
其他经营现金	28.65	30.19	3.58	3.94	4.33
投资活动现金	(342.76)	(305.03)	(79.03)	(95.82)	(113.28)
资本支出	45.35	80.88	84.11	100.80	118.30
长期投资	0.00	7.30	(5.08)	(4.97)	(5.03)
其他投资现金	297.41	216.85	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	108.54	116.54	(1.30)	9.66	4.20
短期借款	19.39	145.73	6.75	34.88	36.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	40.01	0.00	5.75	0.00	0.00
资本公积增加	135.53	8.44	13.03	0.00	0.00
其他筹资现金	(86.39)	(37.63)	(26.83)	(25.22)	(32.40)
现金净增加额	(98.01)	45.15	(6.55)	78.55	94.78

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	989.07	1,227	1,276	1,529	1,795
营业成本	313.29	369.60	448.65	508.19	586.94
营业税金及附加	14.21	14.60	15.18	18.20	21.36
营业费用	269.09	352.23	408.27	438.81	513.23
管理费用	231.57	294.45	348.30	409.00	470.52
财务费用	6.43	(2.90)	8.05	12.51	9.35
资产减值损失	17.98	25.95	3.58	3.94	4.33
公允价值变动收益	0.00	0.19	0.19	0.19	0.19
投资净收益	8.89	18.89	10.00	10.00	10.00
营业利润	207.68	271.73	136.91	247.95	315.75
营业外收入	0.03	0.49	0.49	0.49	0.49
营业外支出	0.04	0.86	0.86	0.86	0.86
利润总额	207.66	271.35	136.53	247.58	315.38
所得税	17.64	18.73	9.42	17.09	21.77
净利润	190.02	252.62	127.11	230.49	293.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	190.02	252.62	127.11	230.49	293.61
EBITDA	176.01	215.17	76.69	175.87	223.65
EPS (元, 基本)	0.47	0.62	0.31	0.57	0.72

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	37.49	24.04	3.99	19.84	17.37
营业利润	162.20	30.84	(49.62)	81.11	27.34
归属母公司净利润	45.69	32.94	(49.68)	81.33	27.38
获利能力 (%)					
毛利率	68.32	69.87	64.83	66.76	67.29
净利率	19.21	20.59	9.96	15.07	16.36
ROE	21.36	21.32	9.25	14.90	16.39
ROIC	18.87	15.01	3.24	8.73	10.21
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.66	28.58	26.58	26.33	25.54
净负债比率 (%)	8.46	32.22	33.77	35.61	37.42
流动比率	4.97	2.47	2.62	2.65	2.75
速动比率	4.00	1.94	1.96	2.00	2.07
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.77	0.67	0.73	0.74
应收账款周转率	3.54	3.62	3.29	3.55	3.52
应付账款周转率	5.08	13.10	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.62	0.31	0.57	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.58	0.18	0.41	0.50
每股净资产(最新摊薄)	2.61	3.23	3.54	4.08	4.75
估值比率					
PE (倍)	56.84	42.76	84.98	46.86	36.79
PB (倍)	10.20	8.24	7.51	6.52	5.61
EV_EBITDA (倍)	61.37	50.20	140.85	61.42	48.30

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com