

业绩显著回暖，高端彩超和内镜放量可期

买入|上调

—开立医疗 2020 年年报&2021 一季报点评

事件:

4月23日，公司发布2020年年报和2021年一季报:

- 2020年:营收11.63亿元(-7.24%),归母净利润-0.46亿元(-145.56%),若剔除商誉减值影响,归母净利润为1.60亿元(+57.87%)。
- 2021Q1: 营收2.82亿元(+20.28%),归母净利润0.36亿元(+537.70%)。

国元观点:

● 2020年疫情影响短期承压, 21Q1迎来强势反弹

受疫情影响, 1H20医院诊疗业务量下降, 公司超声、内镜耗材等产品短期承压, 下半年随疫情缓解逐步复苏。从单季度看, 2020年Q3和Q4分别实现收入2.26亿元(-7.77%)和4.51亿元(-2.88%), 较Q1和Q2均有所改善。21Q1实现营收和归母净利润分别为2.82亿元(+20.28%)和0.36亿元(+537.70%), 其中收入端自20Q1季度以来首次实现单季度同比增长, 利润端扭亏为盈, 较2019Q1也实现199.5%的增长。分国内外看, 国内业务基本恢复正常, 国际业务在疫情蔓延下仍实现与20Q1相当的水平。考虑Q1为公司业绩淡季, 预计2021年有望实现高增长。

● 盈利能力稳健, 研发投入持续加大

20年毛利率为66.45%(+1.17%), 盈利能力维持高水平。销售费用率为27.89%(-4.56pct), 主要系疫情期间差旅费、会议费减少所致; 管理费用率为6.46%(+0.60pct); 财务费用率2.73%(+1.87pct), 主要系汇兑损益所致。研发费用率20.41%(+0.08pct), 近年来均维持在20%左右, 持续巩固公司产品核心竞争力。经营活动现金流净额为2.71亿元(+42.41%)。

● 高端产品持续发力, 终端客户结构持续改善, 在研管线稳步推进

彩超业务实现营收7.84亿元(-11.93%), 其中国际业务受海外疫情影响较大; 毛利率为66.97%(+1.70pct), 预计主要系毛利率较高的高端彩超S60系列收入占比提升所致, 其中S60系列产品装机量大幅提升, 超声在三级医院销售占比也有所增加。内镜及耗材业务实现营收3.08亿元(+5.28%), 毛利率为65.50%(+2.38pct), 若剔除威尔逊业务, 内镜设备业务收入同比增长约30%, 增长稳健。软镜产品收入结构持续优化, 三级医院装机量占比、镜体/主机比例持续提升, 其中HD550系列收入占比提升至50%以上。2020年, 公司二三级医院客户占比创历史新高, 随着品牌知名度和产品认可度的提升, 公司高端产品有望持续渗透和放量, 同时4k硬镜产品已获批落地, 叠加中低端超声、十二指肠镜等镜体、超声内镜、血管内超声等新品种研发的持续推进和商业化, 公司业绩高增长可期。

● 投资建议与盈利预测

随疫情逐步进入常态化, 公司超声业务增速有望超过行业平均增速, 同时长期看好内镜市场增长趋势, 公司高端内镜持续放量, 内镜业务成长可期。考虑到一季度业绩显著回暖, 我们上调盈利预测, 预计21-23年公司营收为15.15/18.95/24.06亿元, 归母净利润为2.22/2.95/4.05亿元, EPS分别为0.54/0.72/0.99元, 对应PE为45/34/25倍, 上调至“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险; 疫情影响海外销售风险; 产品研发不及预期。

当前价: 24.26元

基本数据

52周最高/最低价(元): 39.65/20.36

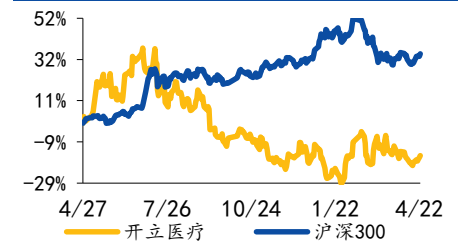
A股流通股(百万股): 400.01

A股总股本(百万股): 403.84

流通市值(百万元): 9704.24

总市值(百万元): 9797.05

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-医药生物行业双周报: 关注国产替代浪潮下内镜的突围机会》2021.01.18

《国元证券行业研究-内镜观察系列1: 国产替代浪潮下砥砺前行(内镜设备篇)》2020.12.17

《国元证券公司研究-开立医疗(300633)2020三季报点评: 短期疫情扰动, 长期看高端彩超和内镜放量》2020.10.29

《国元证券公司研究-开立医疗(300633)2020半年报点评: 短期业绩承压, 内镜业务不改增长态势》2020.08.26

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 朱琪璋

电话 021-68869125

邮箱 zhuqizhang@gyzq.com.cn

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1253.85	1163.08	1514.63	1895.27	2406.12
收入同比(%)	2.2	-7.2	30.2	25.1	27.0
归母净利润(百万元)	101.54	-46.26	222.19	295.07	405.44
归母净利润同比(%)	-59.8	-145.6	580.3	32.8	37.4
ROE(%)	7.2	-3.4	13.6	17.7	22.5
每股收益(元)	0.25	-0.11	0.54	0.72	0.99
市盈率(P/E)	97.86	-214.78	44.72	33.68	24.51

资料来源: Wind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1544	1491	1240	1387	1633
现金	167	544	393	321	313
应收账款	348	246	429	537	681
其他应收款	17	9	28	36	45
预付账款	14	15	21	26	32
存货	288	311	345	438	528
其他流动资产	710	365	25	29	34
非流动资产	871	761	998	951	892
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	69	68	172	187	161
无形资产	72	177	177	177	177
其他非流动资产	729	516	649	587	555
资产总计	2414	2252	2238	2338	2525
流动负债	694	828	497	570	621
短期借款	205	384	0	0	0
应付账款	179	119	181	231	278
其他流动负债	309	324	315	339	343
非流动负债	316	79	104	103	102
长期借款	256	43	43	43	43
其他非流动负债	61	36	61	60	59
负债合计	1010	907	601	673	723
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	406	404	410	410	410
资本公积	312	298	298	298	298
留存收益	749	692	914	943	1082
归属母公司股东权益	1404	1345	1637	1665	1802
负债和股东权益	2414	2252	2238	2338	2525

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	190	271	30	184	248
净利润	102	-46	222	295	405
折旧摊销	29	33	29	49	59
财务费用	11	32	5	3	3
投资损失	-14	-24	-15	-15	-15
营运资金变动	12	31	-144	-166	-231
其他经营现金流	51	245	-67	18	26
投资活动现金流	-483	208	157	15	15
资本支出	159	155	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-325	363	157	15	15
筹资活动现金流	327	-77	-338	-270	-272
短期借款	36	179	-384	0	0
长期借款	256	-212	0	0	0
普通股增加	6	-2	6	0	0
资本公积增加	94	-15	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-27	40	-270	-272
现金净增加额	39	390	-152	-71	-9

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1254	1163	1515	1895	2406
营业成本	435	390	518	659	794
营业税金及附加	14	11	18	28	36
营业费用	407	324	409	493	650
管理费用	73	75	83	104	168
研发费用	255	237	250	300	330
财务费用	11	32	5	3	3
资产减值损失	-29	-232	60	60	60
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	14	24	15	15	15
营业利润	107	-44	236	313	430
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	108	-45	235	312	429
所得税	6	2	13	17	24
净利润	102	-46	222	295	405
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	102	-46	222	295	405
EBITDA	147	21	270	364	492
EPS (元)	0.25	-0.11	0.54	0.72	0.99

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	2.2	-7.2	30.2	25.1	27.0
营业利润 (%)	-60.8	-141.4	633.4	32.7	37.3
归属母公司净利润 (%)	-59.8	-145.6	580.3	32.8	37.4
获利能力					
毛利率 (%)	65.3	66.4	65.8	65.2	67.0
净利率 (%)	8.1	-4.0	14.7	15.6	16.9
ROE (%)	7.2	-3.4	13.6	17.7	22.5
ROIC (%)	11.6	-1.5	18.4	22.3	27.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.8	40.3	26.8	28.8	28.6
净负债比率 (%)	45.60	49.27	7.19	6.42	5.98
流动比率	2.23	1.80	2.50	2.43	2.63
速动比率	1.78	1.39	1.77	1.62	1.74
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.50	0.67	0.83	0.99
应收账款周转率	3	3	4	3	3
应付账款周转率	3.13	2.61	3.45	3.20	3.12
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	-0.11	0.54	0.72	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.66	0.07	0.45	0.61
每股净资产 (最新摊薄)	3.43	3.28	4.00	4.07	4.40
估值比率					
P/E	97.86	-214.78	44.72	33.68	24.51
P/B	7.08	7.39	6.07	5.97	5.51
EV/EBITDA	64	446	35	26	19

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188