

业绩符合预期，高端彩超和内镜蓄势待发

买入|维持

—开立医疗 2021 年半年报点评

事件：

8月17日，公司发布2021年半年报：2021年上半年实现营业收入6.43亿元，同比增长32.21%，实现归母净利润1.09亿元，同比增长332.62%，扣非后归母净利润0.91亿元，同比增长3215.65%。

国元观点：

● 2021H1 业绩符合预期，内镜业务加速腾飞

公司业绩增长符合预期，2021H1实现营收6.43亿元，较2019年同期增长18.04%，实现归母净利润1.09亿元，较2019年同期增长50.54%；从单季度来看，公司21Q2营收和归母净利润分别为3.61亿元和0.73亿元，较2019年同期分别增长14.60%和21.67%。从业务拆分来看：1) 彩超业务实现营收4.32亿元(+30.95%，yoy)，恢复稳健增长，随着高端彩超产品S60、P60以及新一代中高端产品Elite系列装机量的稳步提升，公司在国内外市场的中高端渠道拓展得到加强，产品放量可期；2) 内镜业务实现营收1.80亿元(+51.76%)，保持高速增长，其中HD550系列装机量持续提升，新增二代支气管镜进军呼吸科领域，内镜耗材方面，威尔逊上半年实现营收0.33亿元(+57.95%)，业绩显著回暖，未来有望持续贡献收入增速。

● 盈利能力明显回升，现金流显著改善

2021H1毛利率为65.59%(+2.44pct)，盈利能力显著回升，其中彩超业务毛利率为65.14%(+2.28pct)，预计主要系高端彩超装机量提升所致；内镜业务毛利率为65.23%(-0.50pct)，预计主要系毛利率较低的内镜耗材收入占比提升所致。2021H1销售费用率为25.72%(-4.53pct)，管理费用率为6.44%(-1.06pct)，财务费用率为0.49%(-1.42pct)，公司费用率显著下滑，控费增效成果突出；研发费用率为19.68%(-4.29pct)；经营活动现金流净额为0.78亿元(+412%)，现金流状况显著改善。

● 超声内镜、4K硬镜商业化稳步推进，内窥镜降类加速研发兑现

公司上半年多款重磅产品落地，**超声内镜**系国产第一家，全球第四家获批，有望助力公司开拓高端渠道，进一步提升公司品牌影响力；**4K腹腔镜内窥镜**完成更新，优化与4K系统的整体适配性能；**血管内超声**临床进展顺利，获批后有望进一步丰富公司产品线，贡献业绩增量。2020年12月，国家药监局将光学内窥镜、电子内窥镜的管理类别由III类调整为II类，且注册审批由国家转到各省级审评中心，这意味着厂商在申报常规内窥镜产品的注册证时不再需要进行临床试验，原先3年左右的注册周期有望缩减至1-2年。**内窥镜降类后公司在研管线兑现提速**，2021H1公司处于NMPA注册申请中的内镜产品多达10余项，较往年有大幅提升，未来2-3年内HD550平台有望迎来更高频次的产品更新与升级换代，国产替代或迈入加速期。

● 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，公司内镜业务有望维持高增速。预计21-23年公司营收为15.15/18.95/23.54亿元，归母净利润为2.22/2.95/3.90亿元，EPS分别为0.54/0.72/0.95元，对应PE为45/34/25倍，维持“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。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1253.85	1163.08	1514.63	1895.27	2353.88
收入同比(%)	2.2%	-7.2%	30.2%	25.1%	24.2%
归母净利润(百万元)	101.54	-46.26	222.19	295.07	389.91
归母净利润同比(%)	-59.8%	-145.6%	580.3%	32.8%	32.1%
ROE(%)	7.2%	-3.4%	13.6%	17.7%	21.8%
每股收益(元)	0.25	-0.11	0.54	0.72	0.95
市盈率(P/E)	97.86	-214.78	44.72	33.68	25.48

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：31.25元

基本数据

52周最高/最低价(元)：33.66/20.36

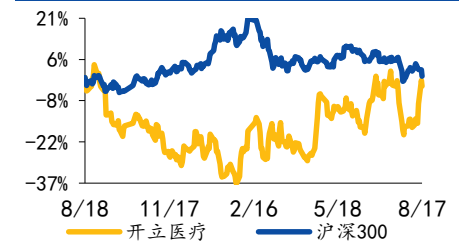
A股流通股(百万股)：400.01

A股总股本(百万股)：401.92

流通市值(百万元)：12500.31

总市值(百万元)：12560.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-开立医疗(300633)2020年年报&2021一季报点评：业绩显著回暖，高端彩超和内镜放量可期》2021.04.26

《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

报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 朱琪璋

电话 021-68869125

邮箱 zhuqizhang@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1543.79	1491.14	1240.36	1387.19	1609.72
现金	167.39	544.26	392.58	321.32	317.83
应收账款	348.02	246.19	428.94	536.74	666.62
其他应收款	16.56	9.10	28.40	35.54	44.14
预付账款	13.59	15.47	20.73	26.36	31.07
存货	288.10	310.70	344.63	438.30	516.56
其他流动资产	710.13	365.43	25.08	28.93	33.51
非流动资产	870.59	760.78	997.85	950.91	891.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	69.18	68.15	172.42	187.40	160.51
无形资产	72.40	176.63	176.63	176.63	176.63
其他非流动资产	729.01	516.00	648.81	586.88	554.70
资产总计	2414.38	2251.92	2238.21	2338.10	2501.56
流动负债	693.80	827.81	496.52	570.13	612.93
短期借款	205.11	384.32	0.00	0.00	0.00
应付账款	179.43	119.43	181.38	230.68	271.87
其他流动负债	309.26	324.06	315.14	339.45	341.06
非流动负债	316.31	79.12	104.34	102.71	101.89
长期借款	255.53	43.18	43.18	43.18	43.18
其他非流动负债	60.78	35.94	61.16	59.53	58.71
负债合计	1010.11	906.93	600.86	672.84	714.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	405.76	403.84	409.59	409.59	409.59
资本公积	312.35	297.56	297.56	297.56	297.56
留存收益	748.75	691.98	914.18	943.01	1066.69
归属母公司股东权益	1404.26	1344.99	1637.35	1665.26	1786.75
负债和股东权益	2414.38	2251.92	2238.21	2338.10	2501.56

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	190.39	271.13	29.84	183.89	253.30
净利润	101.54	-46.26	222.19	295.07	389.91
折旧摊销	29.17	33.29	28.76	48.76	58.77
财务费用	10.85	31.81	5.34	2.99	3.37
投资损失	-14.22	-24.06	-15.00	-15.00	-15.00
营运资金变动	12.12	31.05	-144.50	-165.80	-207.09
其他经营现金流	50.93	245.31	-66.95	17.86	23.35
投资活动现金流	-483.37	208.16	156.89	15.00	15.00
资本支出	158.79	155.29	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-324.57	363.45	156.89	15.00	15.00
筹资活动现金流	327.14	-76.59	-338.41	-270.14	-271.80
短期借款	36.04	179.20	-384.32	0.00	0.00
长期借款	255.53	-212.35	0.00	0.00	0.00
普通股增加	5.75	-1.92	5.75	0.00	0.00
资本公积增加	93.59	-14.79	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-63.78	-26.72	40.15	-270.14	-271.80
现金净增加额	38.72	389.93	-151.68	-71.26	-3.50

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1253.85	1163.08	1514.63	1895.27	2353.88
营业成本	435.28	390.27	518.24	659.09	776.78
营业税金及附加	14.40	11.14	18.18	28.43	35.31
营业费用	406.88	324.38	408.95	492.77	635.55
管理费用	73.45	75.16	83.30	104.24	164.77
研发费用	254.91	237.42	250.00	300.00	330.00
财务费用	10.85	31.81	5.34	2.99	3.37
资产减值损失	-29.16	-231.60	60.00	60.00	60.00
公允价值变动收益	0.19	3.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.22	24.06	15.00	15.00	15.00
营业利润	106.62	-44.17	235.62	312.74	413.11
营业外收入	1.27	0.13	0.50	0.50	0.50
营业外支出	0.19	0.50	1.00	1.00	1.00
利润总额	107.69	-44.54	235.12	312.24	412.61
所得税	6.15	1.72	12.93	17.17	22.69
净利润	101.54	-46.26	222.19	295.07	389.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	101.54	-46.26	222.19	295.07	389.91
EBITDA	146.64	20.93	269.72	364.50	475.24
EPS (元)	0.25	-0.11	0.54	0.72	0.95

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	0.02	-0.07	0.30	0.25	0.24
营业利润(%)	-0.61	-1.41	6.33	0.33	0.32
归属母公司净利润(%)	-0.60	-1.46	5.80	0.33	0.32
获利能力					
毛利率(%)	0.65	0.66	0.66	0.65	0.67
净利率(%)	0.08	-0.04	0.15	0.16	0.17
ROE(%)	0.07	-0.03	0.14	0.18	0.22
ROIC(%)	0.12	-0.01	0.18	0.22	0.27
偿债能力					
资产负债率(%)	0.42	0.40	0.27	0.29	0.29
净负债比率(%)	0.46	0.49	0.07	0.06	0.06
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	0.97
应收账款周转率	3.00	3.26	3.81	3.47	3.46
应付账款周转率	3.13	2.61	3.45	3.20	3.09
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	-0.11	0.54	0.72	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.66	0.07	0.45	0.62
每股净资产(最新摊薄)	3.43	3.28	4.00	4.07	4.36
估值比率					
P/E	97.86	-214.78	44.72	33.68	25.48
P/B	7.08	7.39	6.07	5.97	5.56
EV/EBITDA	63.61	445.74	34.58	25.59	19.63

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