

西山科技（688576.SH）

三季度归母净利润同比增长 110%，持续拓宽产品矩阵

增持

核心观点

业绩增速较高，利润端增速快于收入端。2023 年前三季度公司实现营收 2.14 亿元（+30.15%），归母净利润 0.65 亿元（+49.14%），扣非归母净利润 0.57 亿元（+39.70%），单三季度营收 0.66 亿元（+25.70%），归母净利润 0.19 亿元（+110.17%），扣非归母净利润 0.13 亿元（+90.45%）。公司三季度业绩实现快速增长，主要系 22Q3 基数较低以及持续加大市场推广力度，手术动力装置设备和耗材收入稳步提升，内窥镜和能量手术设备等新产品小幅放量。利润端增速快于收入端，主要系制造降本初见成效以及理财收益同比增长较多所致。

毛利率有所提升，费用率基本稳定。公司前三季度毛利率 69.84%（+1.35pp），归母净利率 30.33%（+3.86pp），盈利能力有所提升，估计系得益于公司降本增效的成效；销售费用率 25.53%（+2.96pp），管理费用率 7.65%（-2.38pp），研发费用率 12.82%（+1.07pp），财务费用率-2.04%（-0.81pp），四费率 43.97%（+0.84pp），销售费用率有所提升，估计系由于市场开拓力度加强，但四费率总体基本保持稳定。

产品线持续丰富，渠道建设不断加强。一方面，公司不断拓宽产品矩阵，在硬性光学内窥镜的基础上，计划启动电子内窥镜产品研发，不断健全内窥镜产品体系，提高内窥镜整体品牌竞争力和影响力。另一方面，公司不断加强渠道建设，计划在重点省区设立分公司，通过在本地业务渠道的拓展，更好地输出公司的产品与技术优势，加强客户的开发及服务保障力度，有利于提升品牌影响力和区域市场占有率。

产能建设进展顺利。公司微创外科医疗器械研发及产业化基地项目进程顺利，目前已基本完成土建部分建设工作，预计 2024 年底达到预定可使用状态，投产后将为公司核心产品产能扩张提供坚实基础，有利于优化和改进技术，提升产品生产效率和一致性，丰富核心产品种类。

投资建议：“产品+渠道+产能”赋能公司发展，维持“增持”评级。

公司前三季度业绩维持较快增长，考虑到行业整顿的影响，下调盈利预测，预计 2023-25 年营收 3.3/4.2/5.4 亿元（原为 4.0/5.4/7.4 亿元），同比增速 27%/27%/28%，归母净利润 1.0/1.3/1.7 亿元（原为 1.2/1.7/2.4 亿元），同比增速 33%/29%/29%，当前股价对应 PE=48/37/29x。公司是手术动力装置国产龙头，市场地位突出，传统手术动力装置持续完善升级，内窥镜系统和能量手术设备新技术平台的开发有望打开新增长点。

风险提示：研发失败风险；竞争加剧风险；监管政策风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	209	262	333	422	540
(+/-%)	64.0%	25.6%	26.8%	26.8%	28.1%
净利润(百万元)	61	75	100	128	166
(+/-%)	332.9%	22.7%	32.5%	28.6%	29.1%
每股收益(元)	1.55	1.90	1.88	2.42	3.13
EBIT Margin	21.8%	23.7%	23.9%	26.3%	28.3%
净资产收益率(ROE)	18.9%	18.5%	19.9%	20.4%	20.9%
市盈率(PE)	58.4	47.6	47.9	37.2	28.8
EV/EBITDA	73.9	54.8	63.3	42.8	30.8
市净率(PB)	11.01	8.83	9.52	7.60	6.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博

联系人：凌琰

021-60375487

021-60375401

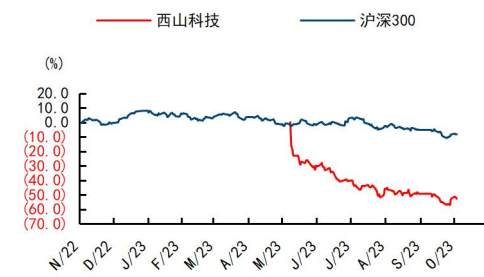
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	90.22 元
总市值/流通市值	4782/1071 百万元
52 周最高价/最低价	201.00/80.39 元
近 3 个月日均成交额	54.31 百万元

市场走势



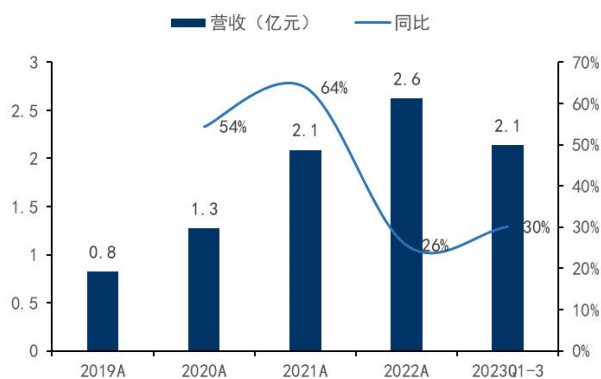
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《西山科技（688576.SH）-手术动力装置龙头，一次性耗材强劲增长》——2023-07-04

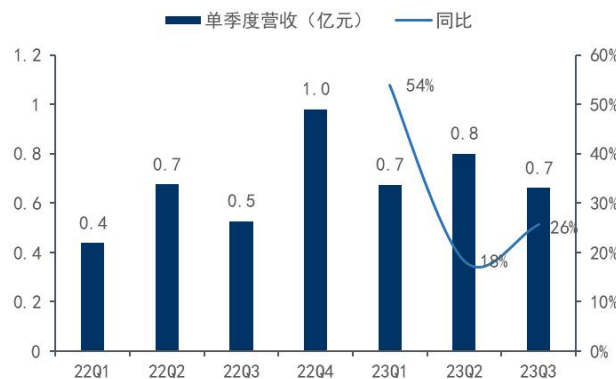
业绩增速较高，利润端增速快于收入端。2023 年前三季度公司实现营收 2.14 亿元（+30.15%），归母净利润 0.65 亿元（+49.14%），扣非归母净利润 0.57 亿元（+39.70%），单三季度营收 0.66 亿元（+25.70%），归母净利润 0.19 亿元（+110.17%），扣非归母净利润 0.13 亿元（+90.45%）。公司三季度业绩实现快速增长，主要系 22Q3 基数较低以及持续加大市场推广力度，手术动力装置设备和耗材收入稳步提升，内窥镜和能量手术设备等新产品小幅放量。利润端增速快于收入端，主要系制造降本初见成效以及理财收益同比增长较多所致。

图1: 西山科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



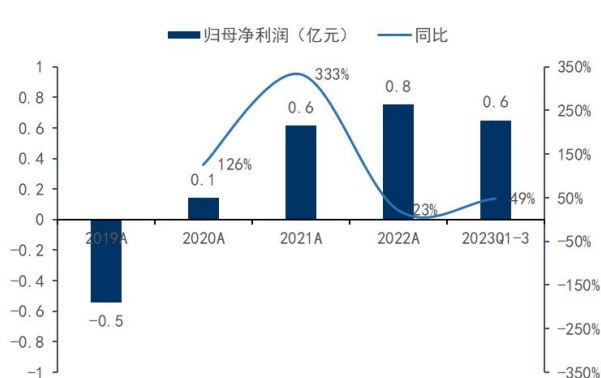
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 西山科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 西山科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

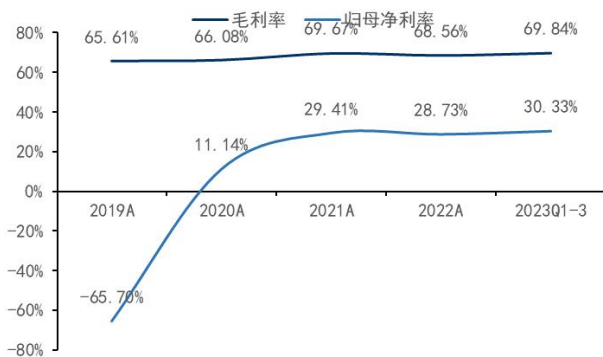
图4: 西山科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

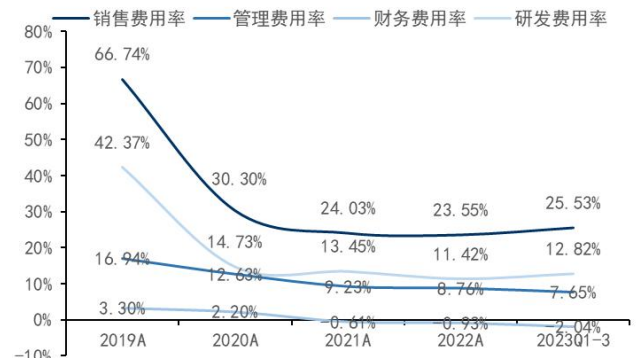
毛利率有所提升，费用率基本稳定。公司前三季度毛利率 69.84%（+1.35pp），归母净利率 30.33%（+3.86pp），盈利能力有所提升，估计系得益于公司降本增效的成效；销售费用率 25.53%（+2.96pp），管理费用率 7.65%（-2.38pp），研发费用率 12.82%（+1.07pp），财务费用率 -2.04%（-0.81pp），四费率 43.97%（+0.84pp），销售费用率有所提升，估计系由于市场开拓力度加强，但四费率总体基本保持稳定。

图5: 西山科技利润率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 西山科技费用率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

产品线持续丰富，渠道建设不断加强。一方面，公司不断拓宽产品矩阵，在硬性光学内窥镜的基础上，计划启动电子内窥镜产品研发，不断健全内窥镜产品体系，提高内窥镜整体品牌竞争力和影响力。另一方面，公司不断加强渠道建设，计划在重点省区设立分公司，通过在当地业务渠道的拓展，更好地输出公司的产品与技术优势，加强客户的开发及服务保障力度，有利于提升品牌影响力和区域市场占有率。

产能建设进展顺利。公司微创外科医疗器械研发及产业化基地项目进程顺利，目前已基本完成土建部分建设工作，预计2024年底达到预定可使用状态，投产后将为公司核心产品产能扩张提供坚实基础，有利于优化和改进技术，提升产品生产效率 and 一致性，丰富核心产品种类。

投资建议：“产品+渠道+产能”赋能公司发展，维持“增持”评级。公司前三季度业绩维持较快增长，考虑到行业整顿的影响，下调盈利预测，预计2023-25年营收3.3/4.2/5.4亿元（原为4.0/5.4/7.4亿元），同比增速27%/27%/28%，归母净利润1.0/1.3/1.7亿元（原为1.2/1.7/2.4亿元），同比增速33%/29%/29%，当前股价对应PE=48/37/29x。公司是手术动力装置国产龙头，市场地位突出，传统手术动力装置持续完善升级，内窥镜系统和能量手术设备新技术平台的开发有望打开新增长点。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2023/11/1 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E		
688617.SH	惠泰医疗	354.53	237	5.38	7.53	10.08	13.55	65.9	47.1	35.2	26.2	20.2%	1.4	1.4	买入
688410.SH	山外山	31.06	67	0.55	0.93	0.97	1.22	56.9	33.5	32.0	25.5	6.2%	2.3	2.3	无
688576.SH	西山科技	90.22	48	1.90	1.88	2.42	3.13	47.6	47.9	37.2	28.8	20.6%	1.7	1.7	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 惠泰医疗、山外山为wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	304	333	881	755	780	营业收入	209	262	333	422	540
应收款项	4	4	5	7	8	营业成本	63	82	100	124	156
存货净额	50	63	81	95	118	营业税金及附加	2	3	4	5	6
其他流动资产	7	9	10	14	17	销售费用	50	62	80	96	118
流动资产合计	365	408	977	871	924	管理费用	19	23	31	37	44
固定资产	18	80	129	180	234	研发费用	28	30	39	49	63
无形资产及其他	0	19	18	17	16	财务费用	(1)	(2)	(7)	(4)	(1)
投资性房地产	21	15	15	15	15	投资收益	0	4	7	7	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	1	4	4	4
资产总计	404	522	1139	1083	1189	其他收入	(13)	(24)	(32)	(41)	(56)
短期借款及交易性金融负债	4	4	500	300	200	营业利润	61	75	104	134	173
应付款项	17	47	37	49	68	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	47	58	92	96	121	利润总额	61	75	104	134	173
流动负债合计	68	109	629	445	389	所得税费用	(1)	(1)	4	5	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	7	8	9	9	归属于母公司净利润	61	75	100	128	166
长期负债合计	9	7	8	9	9	现金流量表（百万元）					
负债合计	78	115	637	454	397	净利润	61	75	100	128	166
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	1	3	2	2
股东权益	326	406	502	629	792	折旧摊销	4	5	6	11	15
负债和股东权益总计	404	522	1139	1083	1189	公允价值变动损失	(0)	(1)	(4)	(4)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(2)	(7)	(4)	(1)
每股收益	1.55	1.90	1.88	2.42	3.13	营运资本变动	(38)	29	8	(0)	17
每股红利	0.00	0.00	0.08	0.03	0.06	其它	1	(1)	(3)	(2)	(2)
每股净资产	8.19	10.22	9.48	11.87	14.94	经营活动现金流	27	109	110	135	194
ROIC	22%	18%	18%	21%	24%	资本开支	0	(69)	(54)	(59)	(65)
ROE	19%	19%	20%	20%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	70%	69%	70%	70%	71%	投资活动现金流	0	(69)	(54)	(59)	(65)
EBIT Margin	22%	24%	24%	26%	28%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	26%	26%	29%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	64%	26%	27%	27%	28%	支付股利、利息	(0)	0	(4)	(2)	(3)
净利润增长率	333%	23%	33%	29%	29%	其它融资现金流	167	(12)	496	(200)	(100)
资产负债率	19%	22%	56%	42%	33%	融资活动现金流	167	(12)	492	(202)	(103)
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	现金净变动	195	29	548	(126)	25
P/E	58.4	47.6	47.9	37.2	28.8	货币资金的期初余额	110	304	333	881	755
P/B	11.0	8.8	9.5	7.6	6.0	货币资金的期末余额	304	333	881	755	780
EV/EBITDA	73.9	54.8	63.3	42.8	30.8	企业自由现金流	0	29	36	58	113
						权益自由现金流	0	17	536	(139)	21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032