

2023年12月13日

公司研究•证券研究报告

# 西山科技 (688576.SH)

## 业绩稳定增长，内窥镜和能量新品小幅放量

### 投资要点

- 业绩稳定增长：**公司发布2023年三季报，2023Q1-3实现收入2.14亿元(+30%)、归母净利润0.65亿元(+49%)、扣非归母净利润0.57亿元(+40%)；2023Q3单季度实现收入0.66亿元(+26%)、归母净利润0.19亿元(+110%)、扣非归母净利润0.13亿元(+90%)。2023Q3公司业绩稳定增长，主要系公司持续加大渠道拓展，产品终端认可度提升下带动公司销售额实现增长。
- 手术动力装置业务稳步增长，整机入院持续推动耗材上量。**公司深耕手术动力装置行业多年，产品矩阵丰富，现有渠道资源丰富且用户的认可度较高，公司的手术动力装置业务收入稳步提升，是营收主要来源。目前，我国的高端手术动力装置市场，长期被外资品牌所占据，进口替代空间广阔。手术动力装置耗材方面，国内大多为重复性使用，由于刀具设计精密且结构复杂，因此刀具复用存在诸多问题，如消毒不彻底导致患者交叉感染的风险，多次复用导致性能下降影响手术安全性和手术效率等，刀具一次性使用能够克服上述缺点，且随着学术推广和市场培育，一次性刀具在临床治疗中的接受程度越来越高。同时，多地医保局及卫健委已逐步将各类手术动力装置的一次性刀具纳入到医疗服务价格项目中，推动了耗材一次性化的进程。公司通过降价策略推动手术动力装置设备加快入院，从而带动耗材快速放量。
- 布局内窥镜+能量新品业务，开辟第二增长曲线。**公司依托现有手术动力装置的渠道资源，快速打开内窥镜系统及能量手术设备市场，为公司开辟第二增长曲线。公司现有内窥镜系统产品主要应用于神经外科、耳鼻喉科、骨科、普外科等临床科室，通过不同类型的硬性内窥镜，配合公司的手术动力装置和能量手术设备，开展多种微创手术。能量产品方面，公司推出了超声骨组织手术设备、等离子手术设备、高频手术设备等一系列能量手术设备，应用于骨科、耳鼻喉科、普外科等临床科室。公司持续加大内窥镜系统及能量手术设备的市场推广力度，内窥镜和能量手术设备等新产品实现了小幅放量增长，截止2023H1，公司内窥镜系统及能量手术设备销售收入1,611.21万元(+1243%)，占营业收入比例为11%，未来有望成为公司新的营收增长点。
- 投资建议：**考虑到公司业务受到行业合规管理的影响，我们下调盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.01/1.42/1.93亿元，增速分别为34%/40%/36%，对应PE分别为48/34/25倍。公司手术动力装置整机凭借产品性能和价格优势加快进院，带动耗材快速放量。同时，内窥镜和能量产品带来新的增长点，公司业绩有望持续快速增长，维持“增持-B”建议。
- 风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，新品推广不及预期风险。

医药 | 医疗器械III

投资评级

增持-B(维持)

股价(2023-12-12)

91.48元

交易数据

总市值 (百万元)	4,848.57
流通市值 (百万元)	1,157.30
总股本 (百万股)	53.00
流通股本 (百万股)	12.65
12个月价格区间	178.00/82.98

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.0	0.37	-19.32
绝对收益	0.55	-8.51	-32.64

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001  
 zhaoningda@huajinsec.cn

相关报告

 西山科技：国产手术动力装置龙头，引领进口替代-西山科技 (688576.SH) 深度报告  
 2023.7.26

 西山科技：西山科技-新股专题覆盖报告（西山科技）-2023年第91期-总第288期  
 2023.5.19


## 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	209	262	332	423	558
YoY(%)	64.0	25.6	26.5	27.7	31.8
净利润(百万元)	61	75	101	142	193
YoY(%)	332.9	22.7	34.3	40.2	36.1
毛利率(%)	69.7	68.6	68.3	68.3	68.4
EPS(摊薄/元)	1.16	1.42	1.91	2.68	3.65
ROE(%)	18.9	18.5	4.7	6.2	7.8
P/E(倍)	78.9	64.3	47.9	34.2	25.1
P/B(倍)	14.9	11.9	2.3	2.1	2.0
净利率(%)	29.4	28.7	30.5	33.5	34.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	365	408	2144	2308	2514	营业收入	209	262	332	423	558
现金	304	333	2048	2189	2354	营业成本	63	82	105	134	177
应收票据及应收账款	1	2	1	3	3	营业税金及附加	2	3	4	5	7
预付账款	1	2	2	4	4	营业费用	50	62	80	102	126
存货	50	63	81	102	139	管理费用	19	23	33	45	53
其他流动资产	8	8	11	9	13	研发费用	28	30	45	60	73
非流动资产	39	113	112	121	131	财务费用	-1	-2	-28	-55	-59
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-1	0	0	0
固定资产	17	21	29	42	53	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	0	19	21	24	26	投资净收益	0	4	0	0	0
其他非流动资产	22	74	62	55	52	营业利润	61	75	101	141	192
资产总计	404	522	2256	2430	2645	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	68	109	110	142	164	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	61	75	100	141	192
应付票据及应付账款	17	47	35	70	68	所得税	-1	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	51	62	75	72	96	税后利润	61	75	101	142	193
非流动负债	9	7	7	7	7	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	61	75	101	142	193
其他非流动负债	9	7	7	7	7	EBITDA	57	72	71	87	136
负债合计	78	115	117	149	171						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	40	40	53	53	53						
资本公积	285	290	1908	1908	1908						
留存收益	1	77	178	320	513						
归属母公司股东权益	326	406	2139	2281	2474						
负债和股东权益	404	522	2256	2430	2645						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	56	79	64	106	128						
净利润	61	75	101	142	193						
折旧摊销	6	8	7	9	13						
财务费用	-1	-2	-28	-55	-59						
投资损失	0	-4	0	0	0						
营运资金变动	-10	-4	-16	9	-19						
其他经营现金流	-0	7	0	0	0						
投资活动现金流	-5	-41	-5	-19	-22						
筹资活动现金流	144	-9	1655	55	59						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.42	1.91	2.68	3.65	P/E	78.9	64.3	47.9	34.2	25.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	1.49	1.21	2.00	2.42	P/B	14.9	11.9	2.3	2.1	2.0
每股净资产(最新摊薄)	6.14	7.67	40.36	43.04	46.68	EV/EBITDA	79.4	62.5	39.4	30.8	18.3
<b>主要财务比率</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>成长能力</b>											
营业收入(%)	64.0	25.6	26.5	27.7	31.8						
营业利润(%)	349.6	22.6	34.1	40.0	36.0						
归属于母公司净利润(%)	332.9	22.7	34.3	40.2	36.1						
<b>获利能力</b>											
毛利率(%)	69.7	68.6	68.3	68.3	68.4						
净利率(%)	29.4	28.7	30.5	33.5	34.6						
ROE(%)	18.9	18.5	4.7	6.2	7.8						
ROIC(%)	15.6	15.8	3.0	3.4	5.0						
<b>偿债能力</b>											
资产负债率(%)	19.3	22.1	5.2	6.1	6.5						
流动比率	5.3	3.8	19.5	16.3	15.3						
速动比率	4.5	3.1	18.7	15.5	14.4						
<b>营运能力</b>											
总资产周转率	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2						
应收账款周转率	309.4	173.1	173.1	173.1	173.1						
应付账款周转率	4.4	2.6	2.6	2.6	2.6						
<b>估值比率</b>											
P/E	78.9	64.3	47.9	34.2	25.1						
P/B	14.9	11.9	2.3	2.1	2.0						
EV/EBITDA	79.4	62.5	39.4	30.8	18.3						

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn