

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

开立医疗(300633)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 内镜延续高增长趋势，盈利能力逐步提升

2024年04月12日

**事件:**公司发布2023年年报,2023年实现营业收入21.20亿元(yoy+20%),实现归母净利润4.54亿元(yoy+23%),扣非归母净利润4.42亿元(yoy+30%),经营活动产生的现金流量净额4.89亿元(yoy+3%)。其中2023Q4实现营业收入6.52亿元(yoy+28%),归母净利润1.34亿元(yoy+8%),扣非归母净利润1.21亿元(yoy+3%)。

**点评:**

- **超声平稳增长，内镜表现亮眼，增长达39%。**2023年公司加强销售团队建设，完善渠道体系，产品性能及品牌影响力不断提升，实现营业收入21.20亿元(yoy+20%)，其中超声业务实现收入12.23亿元(yoy+13%)，保持平稳增长，内镜业务实现收入8.50亿元(yoy+39%)，延续高增长趋势。分季度来看，2023Q3因医疗反腐影响，收入同比增速有所放缓，仅为2%，四季度随着医院招采流程逐步回归常态，公司业务回暖，实现营业收入6.52亿元(yoy+28%)。分区域来看，公司国内外业务齐头并进，2023年国内实现收入11.81亿元(yoy+22%)，国外实现收入9.39亿元(yoy+18%)。
- **毛利率提升2.54pp，研发持续加码，多产线发展为公司注入持续增长动力。**从盈利能力来看，公司2023年毛利率达69.41%(yoy+2.54pp)，主要是因为内镜毛利率提升4.85pp至74.42%，且高毛利率的内镜业务收入占比也在逐步提升。公司坚持“超声+内镜”为主的多产线发展战略，加大研发投入，强化技术竞争力，加速新产品推出及现有产品的升级迭代，2023年研发投入3.84亿元(占营收比重达18.12%)，在高强度的研发投入下，公司新品层出，在超声领域，新一代超高端彩超平台S80/P80系列正式小规模推向市场，高端便携平台完成了工程化开发；在内镜领域，推出了性能更强的HD-580系列、国内首款头端可拆卸式设计的电子十二指肠内窥镜ED5GT等，进一步丰富和完善公司产品组合，为公司注入持续增长动力。
- **盈利预测:**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为26.06、32.43、40.58亿元，同比增速分别为22.9%、24.5%、25.1%，实现归母净利润为5.65、7.18、9.15亿元，同比分别增长24.4%、26.9%、27.4%，对应当前股价PE分别为28、22、17倍。
- **风险因素:**内镜市场推广不及预期风险；汇率波动风险；新品研发及上市进度不及预期风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,763	2,120	2,606	3,243	4,058
增长率 YoY %	22.0%	20.3%	22.9%	24.5%	25.1%
归属母公司净利润 (百万元)	370	454	565	718	915
增长率 YoY%	49.6%	22.9%	24.4%	26.9%	27.4%
毛利率%	66.9%	69.4%	70.2%	70.6%	71.2%
净资产收益率ROE%	13.5%	14.4%	15.4%	16.2%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.86	1.06	1.31	1.67	2.12
市盈率 P/E(倍)	43.03	35.02	28.14	22.17	17.40
市净率 P/B(倍)	5.81	5.06	4.32	3.60	2.97

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	2,514	2,625	3,261	4,067	5,132	
货币资金	1,337	1,775	2,191	2,802	3,595	
应收票据	1	0	1	1	1	
应收账款	199	174	253	291	357	
预付账款	12	55	43	57	73	
存货	514	531	668	809	992	
其他	451	90	105	106	113	
<b>非流动资产</b>	1,030	1,146	1,230	1,305	1,371	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	376	420	506	586	641	
无形资产	169	165	160	154	149	
其他	485	562	565	565	581	
<b>资产总计</b>	3,544	3,771	4,491	5,372	6,503	
<b>流动负债</b>	749	569	752	890	1,082	
短期借款	181	24	24	24	24	
应付票据	2	0	1	1	1	
应付账款	230	186	277	323	393	
其他	337	359	451	542	664	
<b>非流动负债</b>	55	57	57	57	57	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	55	57	57	57	57	
<b>负债合计</b>	804	625	809	947	1,139	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,740	3,146	3,682	4,425	5,365	
<b>负债和股东权益</b>	3,544	3,771	4,491	5,372	6,503	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,763	2,120	2,606	3,243	4,058	
同比(%)	22.0%	20.3%	22.9%	24.5%	25.1%	
归属母公司净利润	370	454	565	718	915	
同比(%)	49.6%	22.9%	24.4%	26.9%	27.4%	
毛利率(%)	66.9%	69.4%	70.2%	70.6%	71.2%	
ROE%	13.5%	14.4%	15.4%	16.2%	17.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.86	1.06	1.31	1.67	2.12	
P/E	43.03	35.02	28.14	22.17	17.40	
P/B	5.81	5.06	4.32	3.60	2.97	
EV/EBITDA	55.10	35.40	20.72	15.82	11.84	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	1,763	2,120	2,606	3,243	4,058	
营业成本	584	649	778	952	1,170	
营业税金及附加	15	24	26	33	42	
销售费用	423	524	662	838	1,059	
管理费用	98	128	162	201	252	
研发费用	329	384	482	600	751	
财务费用	-30	-45	-3	-5	-7	
减值损失合计	-40	-51	-29	-24	-24	
投资净收益	9	-13	0	-3	-6	
其他	70	84	115	150	189	
<b>营业利润</b>	382	475	586	745	950	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	382	474	586	745	950	
所得税	12	19	21	27	35	
<b>净利润</b>	370	454	565	718	915	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	370	454	565	718	915	
EBITDA	405	527	666	833	1,047	
EPS(当年)(元)	0.86	1.06	1.31	1.67	2.12	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	473	489	644	786	971	
净利润	370	454	565	718	915	
折旧摊销	58	69	83	93	104	
财务费用	-12	0	3	3	3	
投资损失	-9	13	0	3	6	
营运资金变动	6	-112	-51	-66	-91	
其它	62	65	44	35	35	
<b>投资活动现金流</b>	-434	186	-166	-171	-176	
资本支出	-190	-177	-167	-168	-170	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	-244	363	0	-3	-6	
<b>筹资活动现金流</b>	4	-276	-65	-3	-3	
吸收投资	0	43	-62	0	0	
借款	222	74	0	0	0	
支付利息或股息	-58	-83	-3	-3	-3	
<b>现金流净增加额</b>	54	403	416	612	793	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**吴欣**，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵骁翔**，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。