

2024年04月13日
开立医疗(300633.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

医疗器械

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

47.61元

股价(2024-04-12)

36.60元

交易数据

总市值(百万元) 15,912.62

流通市值(百万元) 15,912.62

总股本(百万股) 430.65

流通股本(百万股) 430.65

12个月价格区间 33.37/61.16元

23Q4 环比改善，内镜板块持续驱动增长，新产品放量值得期待

■事件：公司发布2023年年报，业绩稳定较快增长。

2023年公司实现营业收入21.2亿元，同比增长20.29%；归母净利润4.54亿元，同比增长22.88%；扣非归母净利润4.42亿元，同比增长29.52%。单季度来看，23Q4公司实现营业收入6.52亿元，同比增长27.58%，环比增长53.7%；归母净利润1.34亿元，同比增长7.57%，环比增长181.37%；扣非归母净利润1.21亿元，同比增长3.43%，环比增长150.32%；毛利率70.96%，同比降低1.16pct；净利率20.51%，同比降低3.82pct。

■超声：收入占比高，增长稳定，产品趋向高端化和全场景化。

2023年，公司超声业务实现收入12.2亿元，同比增长13.28%。2023年公司新一代超高端彩超平台S80/P80系列正式小规模推向市场，全面完善全身介入及妇产解决方案，在临床过程取得较高评价；搭载第五代人工智能产前超声筛查技术凤眼S-Fetus 5.0完成临床验证，是全球首款内置超声主机的基于动态图像对标准切面自动抓取的人工智能技术，进一步巩固了公司在高端超声妇产领域的竞争力和技术优势；新一代高端便携平台完成了工程化开发，预计2024年获得注册证并推向市场，将极大地加强公司在高端便携市场的国内外竞争力。在售产品S60/P60系列、ProPet兽用彩超等也在2023年完成了版本升级，提升图像和完善功能，增加产品市场竞争力。随着超高端彩超及血管内超声的市场正式上市，2023年公司在超声领域完成了全身介入、妇产、心血管介入及兽用超声布局，基本涵盖了所有的主要市场领域。

■内镜：公司业绩增长核心驱动力，有望维持高速增长态势。

2023年，公司内镜业务实现收入8.5亿元，同比增长39.02%。公司在2022年推出多款高端内镜（包括超细电子胃肠镜、光学放大电子胃肠镜、刚度可调电子结肠镜、电子环扫超声内镜EG-UR5、电子扇扫超声内镜EG-UC5T等）的基础上，2023年对以上高端产品进行了打磨升级和量产化，尤其是光学放大内镜、超声内镜，产品稳定性和供应量快速提升。2023年，公司推出HD-580系列内镜，HD-580系列内镜优化了光学设计，全面提升了各镜种全频带解析力，能够提供更高的分辨率，提升图像的清晰度、细腻度和远景亮度，通过AI图像降噪技术有效减少了噪点和颗粒，深度契合临床需求，实现消化、呼吸以及胆胰外科等相关科室的覆盖。此外，公司还推出国内首款头端可拆卸式设计的电子十二指肠内窥镜ED5GT、国内首款支气管内窥镜用超声探头UM-1720，进一步扩展了公司内镜产品的临床应用范

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.5	-21.8	-19.6
绝对收益	-9.9	-15.5	-34.1

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

李奔 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523110001

liben@essence.com.cn

相关报告

Q3 短期承压，期待行业调整 2023-10-27

后的业绩回暖

开立医疗 23H1 业绩快速增长，内镜业务持续驱动，新产品看点丰富 2023-08-27

围。

目 海外业务：布局不断完善，本地化建设、学术互动、产品推广三位一体。

2023 年，公司海外业务实现收入 9.39 亿元，占总收入比重达到 44.31%，同比增长 18.24%。公司海外业务在新产品推广、全球学术互动、本地化建设等方面取得较大进步。通过持续提升公司在全球各地设立的海外子公司和服务中心的经营效率和服务水平，公司在海外市场建立了更高效的管理体系和执行机制，为公司进一步加速海外本地化布局以及海外业务的高效经营奠定了坚实基础。

(1) 超声：公司便携超声 X 系列、E 系列，通过多元化渠道扩大了市场空间、用户群体和适用科室，销售额持续增长。公司搭载全方位人工智能前沿技术的中高端超声产品进行了迭代升级并全球发布，重磅推出全新的 Cupid 系列超声解决方案，为公司在海外市场中高端超声市场、基础医疗市场建立了更多的机会。通过加深本地化子公司建设、扩大本地化团队规模、快速导入智能超声新产品等方式，在欧美市场取得了快速增长。

(2) 内镜：随着内窥镜产品系列的不断丰富和市场渠道力的加强，公司海外营销渠道在数量和质量上持续提升。代表行业最先进水平的超声内镜系统（EUS）取得了海外专家和用户的一致好评，推广两年来，取得了海外 25+国家的销售和装机，取得了积极的使用反馈。

(3) 动物医疗：动物医疗作为全球新兴市场，公司针对性的推出动物专用超声产品 ProPet 系列机型和动物专用一体化内镜产品 V-2000，构建了综合性的动物医疗产品解决方案，为公司业务的持续增长开辟了新的增长路径。

目 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 47.61 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 23.0%、27.6%、25.4%，净利润的增速分别为 28.9%、31.0%、30.1%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 47.61 元，相当于 2024 年 35 倍的动态市盈率。

目 风险提示：医疗设备采购的政策影响；新产品放量的不确定性；在研产品的不确定性。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,762.6	2,120.3	2,607.4	3,328.3	4,174.3
净利润	369.8	454.4	585.8	767.1	998.4
每股收益(元)	0.86	1.06	1.36	1.78	2.32
每股净资产(元)	6.36	7.31	8.56	10.15	12.30

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	43.0	35.0	27.2	20.7	15.9
市净率(倍)	5.8	5.1	4.3	3.6	3.0
净利润率	21.0%	21.4%	22.5%	23.0%	23.9%
净资产收益率	13.5%	14.4%	15.9%	17.5%	18.8%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
ROIC	37.9%	40.2%	46.1%	54.0%	69.0%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,762.6	2,120.3	2,607.4	3,328.3	4,174.3	成长性					
减:营业成本	584.0	648.6	818.2	1,050.6	1,322.8	营业收入增长率	22.0%	20.3%	23.0%	27.6%	25.4%
营业税费	15.2	24.4	24.5	32.8	42.8	营业利润增长率	77.3%	24.2%	25.2%	33.1%	30.1%
销售费用	423.2	524.4	625.8	778.8	960.1	净利润增长率	49.6%	22.9%	28.9%	31.0%	30.1%
管理费用	98.0	128.3	156.4	206.4	250.5	EBITDA 增长率	64.5%	29.9%	41.9%	33.8%	29.0%
研发费用	329.0	384.3	469.3	582.5	709.6	EBIT 增长率	75.6%	28.4%	49.0%	37.0%	31.1%
财务费用	-29.9	-44.7	-20.0	-13.6	-21.2	NOPLAT 增长率	56.1%	20.9%	35.1%	35.3%	29.7%
加:资产/信用减值损失	-60.1	-65.5	-20.0	-	-15.0	投资资本增长率	13.9%	17.9%	15.4%	1.5%	38.1%
公允价值变动收益	-3.9	-0.2	-1.5	0.5	-0.3	净资产增长率	16.3%	14.8%	17.2%	18.7%	21.3%
投资和汇兑收益	9.3	-12.7	2.8	-0.2	15.0						
营业利润	382.4	474.8	594.6	791.2	1,029.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.5	-1.0	12.4	3.6	5.0	毛利率	66.9%	69.4%	68.6%	68.4%	68.3%
利润总额	381.9	473.8	606.9	794.8	1,034.4	营业利润率	21.7%	22.4%	22.8%	23.8%	24.7%
减:所得税	12.1	19.4	18.2	23.8	31.0	净利润率	21.0%	21.4%	22.5%	23.0%	23.9%
净利润	369.8	454.4	585.8	767.1	998.4	EBITDA/营业收入	16.7%	18.0%	20.8%	21.8%	22.4%
						EBIT/营业收入	14.7%	15.7%	19.0%	20.4%	21.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	46	68	55	39	28
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	40	39	52	57	74
货币资金	1,337.2	1,774.6	2,113.2	2,787.1	3,304.1	流动资产周转天数	475	436	422	412	407
交易性金融资产	419.5	51.4	50.0	50.0	50.0	应收帐款周转天数	47	34	48	43	42
应收帐款	215.7	185.8	509.3	287.9	679.8	存货周转天数	98	89	91	92	92
应收票据	1.4	-	4.2	0.2	4.8	总资产周转天数	670	621	577	528	490
预付帐款	12.0	55.3	5.5	74.4	37.7	投资资本周转天数	197	190	180	152	146
存货	514.4	531.5	789.0	913.5	1,223.7						
其他流动资产	14.2	26.8	14.1	16.9	8.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.5%	14.4%	15.9%	17.5%	18.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.4%	12.0%	12.8%	14.9%	16.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	37.9%	40.2%	46.1%	54.0%	69.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	375.6	419.5	382.9	346.3	309.6	销售费用率	24.0%	24.7%	24.0%	23.4%	23.0%
在建工程	181.3	254.2	254.2	254.2	254.2	管理费用率	5.6%	6.1%	6.0%	6.2%	6.0%
无形资产	169.4	164.9	153.8	142.7	131.6	研发费用率	18.7%	18.1%	18.0%	17.5%	17.0%
其他非流动资产	303.6	307.4	307.0	302.2	178.8	财务费用率	-1.7%	-2.1%	-0.8%	-0.4%	-0.5%
资产总额	3,544.2	3,771.4	4,583.3	5,175.2	6,182.4	四费/营业收入	46.5%	46.8%	47.2%	46.7%	45.5%
短期债务	181.0	23.6	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	286.5	269.0	550.0	460.4	782.8	资产负债率	22.7%	16.6%	19.5%	15.4%	14.1%
应付票据	1.8	-	12.2	4.1	7.1	负债权益比	29.4%	19.9%	24.3%	18.2%	16.4%
其他流动负债	280.1	276.0	277.3	276.1	25.5	流动比率	3.36	4.62	4.15	5.58	6.51
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.67	3.68	3.21	4.34	5.01
其他非流动负债	55.0	56.8	55.9	56.4	56.1	利息保障倍数	-8.65	-7.43	-24.73	-49.86	-41.98
负债总额	804.4	625.5	895.5	797.0	871.6	分红指标					
少数股东权益	-	-	2.9	6.8	11.8	DPS(元)	0.18	-	0.19	0.19	0.16
股本	427.9	430.7	430.7	430.7	430.7	分红比率	21.0%	0.0%	14.2%	10.5%	7.1%
留存收益	2,293.4	2,751.5	3,254.1	3,940.8	4,868.3	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%
股东权益	2,739.8	3,146.0	3,687.7	4,378.3	5,310.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	369.8	454.4	585.8	767.1	998.4
						加:折旧和摊销	39.8	53.0	47.7	47.7	47.7
						资产减值准备	60.1	65.5	-	-	-
						公允价值变动损失	3.9	0.2	-1.5	0.5	-0.3
						财务费用	-12.4	0.4	-20.0	-13.6	-21.2
						投资收益	-9.3	12.7	-2.8	0.2	15.0
						少数股东损益	-	-	2.9	3.9	5.0
						营运资金的变动	-8.6	-163.3	-233.8	-64.9	-463.9
						经营活动产生现金流量	473.3	489.5	378.4	740.9	550.8
						投资活动产生现金流量	-434.1	186.2	12.7	-0.2	15.0
						融资活动产生现金流量	3.8	-275.5	-52.6	-66.8	-48.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.86	1.06	1.36	1.78	2.32
						BVPS(元)	6.36	7.31	8.56	10.15	12.30
						PE(X)	43.0	35.0	27.2	20.7	15.9
						PB(X)	5.8	5.1	4.3	3.6	3.0
						P/FCF	45.2	135.4	42.6	21.3	34.6
						P/S	9.0	7.5	6.1	4.8	3.8
						EV/EBITDA	73.9	48.3	25.1	17.9	13.4
						CAGR(%)	27.7%	30.2%	33.5%	27.7%	30.2%
						PEG	1.6	1.2	0.8	0.7	0.5
						ROIC/WACC	3.6	3.8	4.4	5.1	6.6
						REP	5.9	4.0	2.2	1.8	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034