

开立医疗 (300633.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 11 日

评级：买入 (维持)

市场价格：36.95 元

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师：于佳喜

执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,763	2,120	2,675	3,381	4,276
增长率 yoy%	22%	20%	26%	26%	26%
净利润 (百万元)	370	454	569	725	922
增长率 yoy%	50%	23%	25%	27%	27%
每股收益 (元)	0.86	1.06	1.32	1.68	2.14
每股现金流量	1.10	1.14	1.59	1.44	1.93
净资产收益率	13%	14%	16%	17%	18%
P/E	43.0	35.0	28.0	22.0	17.3
P/B	5.8	5.1	4.4	3.7	3.1

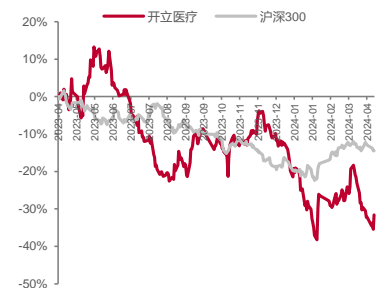
注：股价信息截止至 2024 年 4 月 11 日

投资要点

- **事件：公司发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营业收入 21.20 亿元，同比增长 20.29%，实现归母净利润 4.54 亿元，同比增长 22.88%，实现扣非净利润 4.42 亿元，同比增长 29.52%。**
- **分季度来看：2023 年单四季度公司实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 27.59%，归母净利润 1.34 亿元，同比增长 7.56%，扣非净利润 1.21 亿元，同比增长 3.43%。公司单季度收入保持良好增长，主要得益于彩超、内镜高端系列产品的持续推广，单季度归母增速略有放缓，主要因公司持续加大新产品研发以及市场推广投入力度。**
- **高端化战略效果显著，盈利能力稳步上扬。**2023 年公司期间费用率 44.20%，同比下降 2.33 pp，其中销售费用率 24.73%，同比提升 0.72 pp，管理费用率 3.46%，同比下降 2.10 pp，财务费用率-2.11%，同比下降 0.41pp，研发费用率 18.12%，同比下降 0.54 pp。公司期间费用率持续优化，主要得益于收入规模扩大以后的摊薄效应以及高端内镜、彩超系列产品占比的不断提升，2023 年公司毛利率 69.41%，同比提升 2.55 pp，其中彩超产品毛利率 65.88%，同比提升 0.21pp，内镜产品毛利率 74.42%，同比提升 4.85pp；2023 年公司实现净利率 21.43%，同比提升 0.45pp。
- **超声业务多年经营稳健，多款新系列产品贡献增长动力。**2023 年公司彩超业务实现收入大约 12.23 亿元，同比增长 13.28%。公司多年深耕超声市场，掌握国产超声设备厂家最为丰富的超声探头类型，彩超技术在国内同行业中处于领先地位，在全球超声行业排名前十，在国内市占排名第四，近年来公司不断加快超声平台的更新换代，先后推出 S60、P60 系列高端彩超，2023 年新一代超高端彩超平台 S80/P80 系列正式小规模推向市场，驱动三甲医院的装机量及市场占有率不断提升；随着 X/E、S9、S-Fetus 5.0 等更多高性能、高便捷性产品的持续推出以及兽用超声、血管内超声等新产品的不断丰富，公司在超声市场的占有率有望进一步提升。
- **软镜龙头地位稳固，微创外科业务有望驶入快车道。**2023 年，公司内镜业务收入 8.50 亿元，同比增长 39.02%，延续此前高增趋势。公司作为国内消化内镜市场的龙头企业，市占率仅次于奥林巴斯、富士，位居行业第三，国产第一，结合公司历史财务表现以及经营近况，我们预计 2023 年软镜业务增长可能 40-50%。近年来公司持续推出 550、580 等高端主机，全面覆盖软镜高端市场，同时不断丰富镜体种类，刚度可调电子结肠镜、电子十二指肠镜等多款新品陆续上市，不仅填补了相关技术国产空白，使用性能也与进口品牌相当，实现业绩高增。此外公司依靠消化内镜领域的技术积累快速切入微创外科领域，先后推出 SV-M2K30、SV-M4K30 等系列产品，通过超腹联合、双镜联合、多镜联合等一站式的解决方案，快速打开终端市场，取得了不错成绩，我们预计 2023 年公司硬镜业务增长可能 10-20%；此外，公司在 2023 年还引进了具有丰富外科营销和运营经验的外科团队，有望进一步助力公司外科业务的快速发展
- **盈利预测与估值：根据财报数据我们调整盈利预测，预计内镜、超声新品有望持续驱动业绩增长，同时监管政策变化以及研发投入力度加大可能造成短期影响，预计 2024-2026 年公司营收 26.75、33.81、42.76 亿元，同比增长 26%、26%、26%、(调整前 2024-2025 年 27.01、34.35 亿元)；归母净利润 5.69、7.25、9.22 亿元 (调整 2024-2025 年 5.82、7.38 亿元)，同比增长 25%、27%、27%。公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别约为 28、22、17 倍，考虑到公司彩超和内镜有望持续进口替代，新产品支气管镜、腹腔镜、超声内镜等成长性较强，维持“买入”评级。**
- **风险提示：海外销售风险，产品质量控制风险，政策变化风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

基本状况

总股本(百万股)	431
流通股本(百万股)	431
市价(元)	36.95
市值(百万元)	15,913
流通市值(百万元)	15,913

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 开立医疗 (300633.SZ)：疫情影响逐步减弱，内镜持续放量带来中长期高成长性
- 2 开立医疗 (300633.SZ)：三季度收入略有改善，汇兑损失影响利润表现
- 3 开立医疗 (300633.SZ)：国内外疫情持续负面影响，长期看公司高端彩超、内镜持续进口替代

内容目录

业绩符合预期，政策扰动下持续快速增长	- 3 -
超声业务稳健增长，软内镜业务持续高增	- 5 -
风险提示	- 7 -

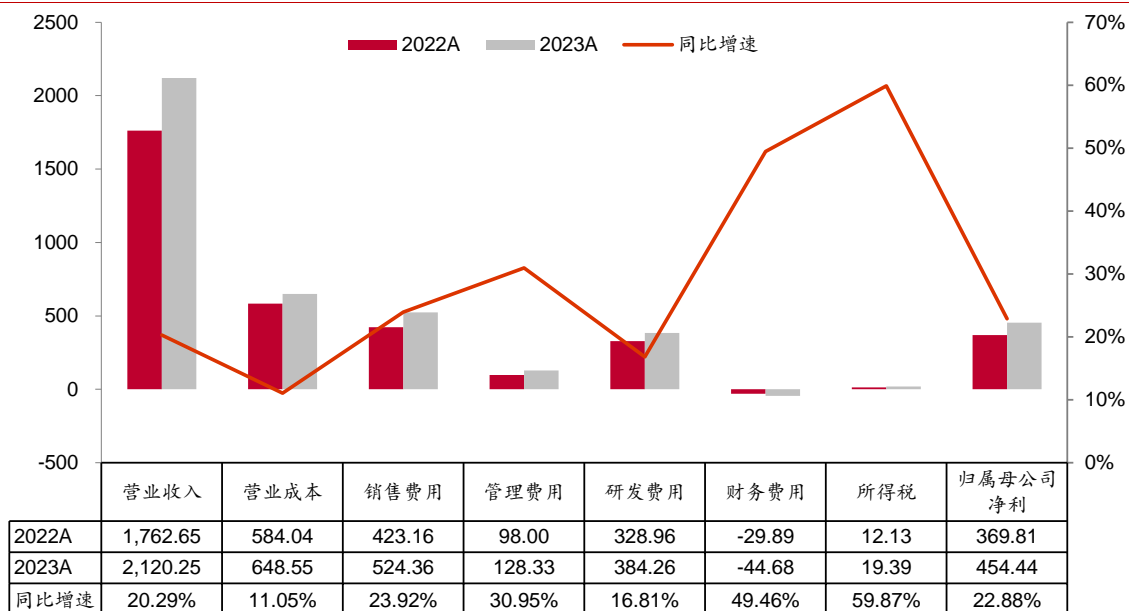
图表目录

图表 1: 开立医疗主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 开立医疗历年营业收入变化 (百万元)	- 3 -
图表 3: 开立医疗历年归母净利润变化 (百万元)	- 3 -
图表 4: 开立医疗分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 5: 开立医疗分季度营业收入变化 (百万元)	- 4 -
图表 6: 开立医疗分季度归母净利润变化 (百万元)	- 4 -
图表 7: 期间费用率持续优化	- 5 -
图表 8: 盈利能力稳步提升	- 5 -
图表 9: 彩超和内窥镜毛利率变化情况	- 5 -
图表 10: 开立医疗彩超收入变化情况 (百万元)	- 6 -
图表 11: 开立医疗内窥镜及镜下器械收入变化情况 (百万元)	- 7 -
图表 12: 开立医疗财务模型预测	- 8 -

业绩符合预期，政策扰动下持续快速增长

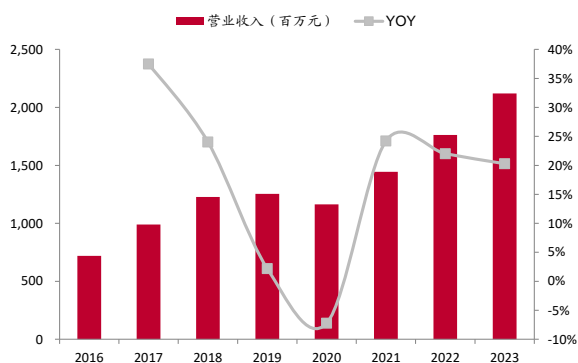
- 公司 2023 年实现营业收入 21.20 亿元，同比增长 20.29%，归母净利润 4.54 亿元，同比增长 22.88%，扣非净利润 4.42 亿元，同比增长 29.52%，实现快速增长。

图表 1：开立医疗主要财务指标变化（百万元）



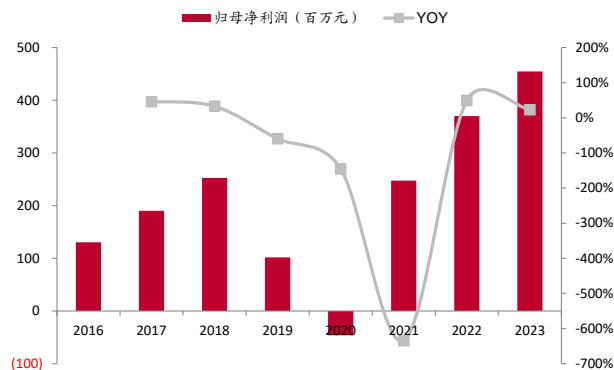
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：开立医疗历年营业收入变化（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：开立医疗历年归母净利润变化（百万元）



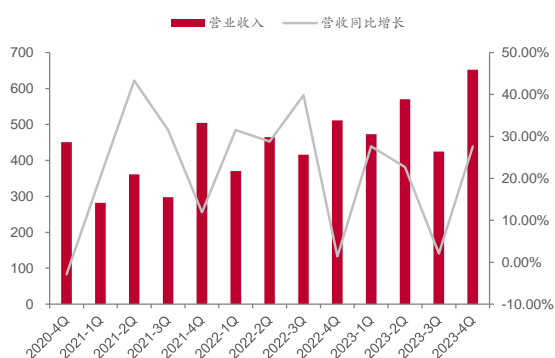
来源：wind，中泰证券研究所

- 分季度来看：2023 年单四季度公司实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 27.59%，归母净利润 1.34 亿元，同比增长 7.56%，扣非净利润 1.21 亿元，同比增长 3.43%。公司单季度收入保持良好增长，主要得益于彩超、内镜高端系列产品的持续推广，单季度归母增速略有放缓，主要因公司持续加大新产品研发以及市场推广投入力度。

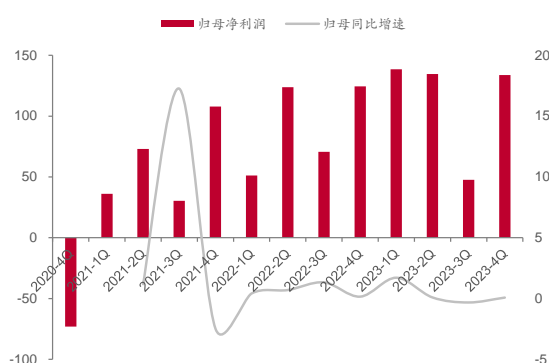
图表 4：开立医疗分季度财务数据（百万元）

	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	450.81	281.79	360.95	297.40	504.47	370.63	464.9	415.76	511.36	473.03	570.31	424.49	652.42
营收同比增长	-2.88%	20.28%	43.31%	31.52%	11.90%	31.53%	28.80%	39.80%	1.37%	27.63%	22.67%	2.10%	27.59%
营收环比增长	99.36%	-37.49%	28.09%	-17.61%	69.63%	-26.53%	25.44%	-10.57%	22.99%	-7.50%	20.57%	-25.57%	53.70%
营业成本	137.20	106.47	114.67	99.17	150.90	147.82	142.82	150.84	142.57	148.53	175.10	135.47	189.46
营业费用	95.30	72.11	93.19	97.79	103.44	73.37	112.76	99.29	137.75	105.68	125.82	121.25	171.61
管理费用	78.17	78.87	89.02	88.77	97.26	93.18	25.2	27.57	27.75	25.15	30.22	29.53	43.43
财务费用	13.22	-1.65	4.81	-0.06	6.02	2.01	-15.33	-13.15	-3.42	1.54	1.84	-0.88	-11.82
营业利润	-77.30	41.22	74.34	26.34	73.76	56.21	128.48	81.11	116.63	149.43	141.69	58.62	125.08
利润总额	-77.33	41.16	74.39	26.09	112.57	56.15	128.15	81.13	116.51	149.18	141.70	58.06	124.89
所得税	-4.21	5.03	1.48	-4.23	4.69	5.08	4.4	10.56	-7.91	10.70	7.11	10.5	-8.93
归母净利润	-73.13	36.13	72.92	30.31	107.88	51.08	123.76	70.56	124.41	138.47	134.59	47.56	133.82
归母同比增速			117.93%	1725.90%	-247.52%	41.38%	69.72%	132.79%	15.32%	171.08%	8.75%	-32.60%	7.56%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：开立医疗分季度营业收入变化（百万元）


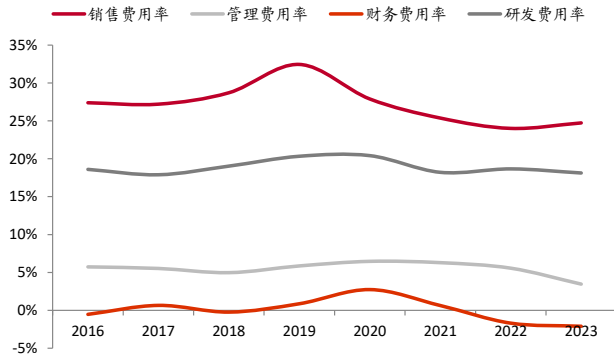
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：开立医疗分季度归母净利润变化（百万元）


来源：wind，中泰证券研究所

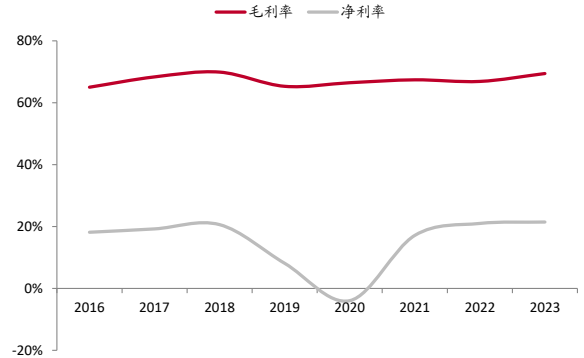
- 高端化战略效果显著，盈利能力稳步上扬。**2023 年公司期间费用率 44.20%，同比下降 2.33 pp，其中销售费用率 24.73%，同比提升 0.72 pp，管理费用率 3.46%，同比下降 2.10 pp，财务费用率-2.11%，同比下降 0.41pp，研发费用率 18.12%，同比下降 0.54 pp。公司期间费用率持续优化，主要得益于收入规模扩大以后的摊薄效应以及高端内镜、彩超系列产品占比的不断提升，2023 年公司毛利率 69.41%，同比提升 2.55 pp，其中彩超产品毛利率 65.88%，同比提升 0.21pp，内镜产品毛利率 74.42%，同比提升 4.85pp；2023 年公司实现净利率 21.43%，同比提升 0.45pp。

图表 7: 期间费用率持续优化



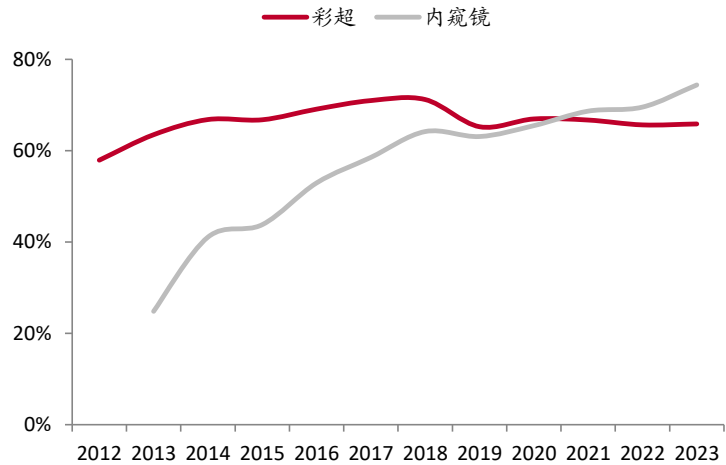
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 盈利能力稳步提升



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 彩超和内窥镜毛利率变化情况

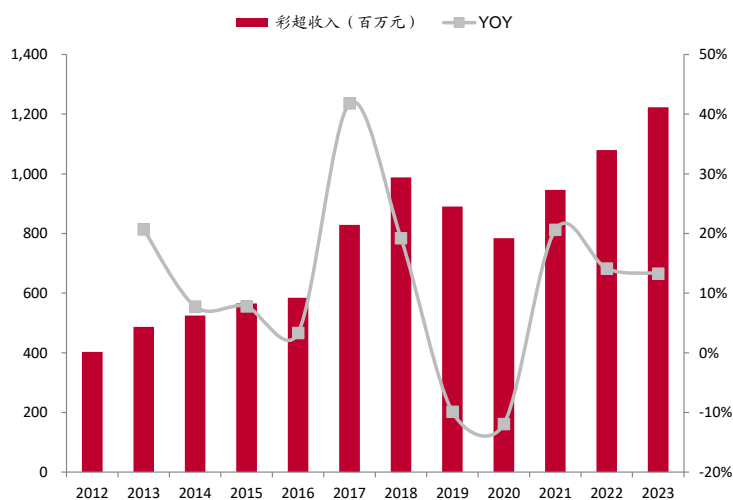


来源: wind, 中泰证券研究所

超声业务稳健增长，软硬镜业务持续高增

- **超声业务多年经营稳健，多款新系列产品贡献增长动力。**2023 年公司彩超业务实现收入大约 12.23 亿元，同比增长 13.28%。公司多年深耕超声市场，具有国产超声设备厂家最为丰富的超声探头类型，彩超技术在国内同行业中处于领先地位，在全球超声行业排名前十，在国内市占排名第四，近年来公司不断加快超声平台的更新换代，先后推出 S60、P60 系列高端彩超，2023 年新一代超高端彩超平台 S80/P80 系列正式小规模推向市场，驱动三甲医院的装机量及市场占有率不断提升；随着 X/E、S9、S-Fetus 5.0 等更多高性能、高便捷性产品的持续推出以及兽用超声、血管内超声等新产品的不断丰富，公司在超声市场的占有率有望进一步提升。

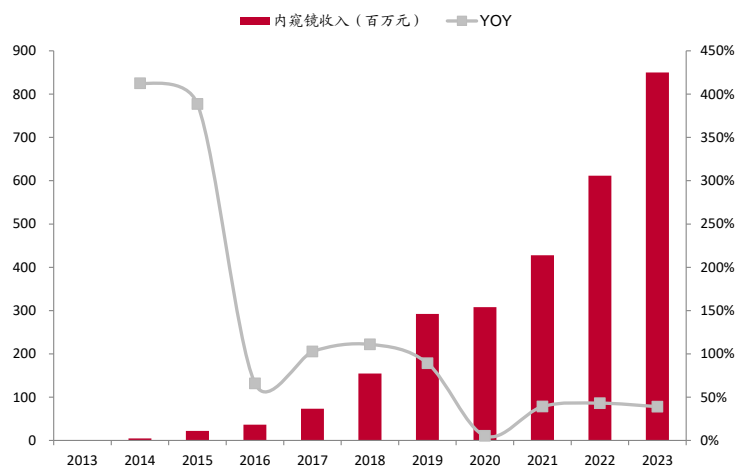
图表 10: 开立医疗彩超收入变化情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 软镜龙头地位稳固, 微创外科业务有望驶入快车道。**2023年, 公司内镜业务实现收入 8.50 亿元, 同比增长 39.02%, 延续此前高增趋势。公司作为国内消化内镜市场的龙头企业, 市占率仅次于奥林巴斯、富士, 位居行业第三, 国产第一, 结合公司历史财务表现, 我们预计 2023 年软镜业务增长可能 40-50%。近年来公司持续推出 550、580 等高端主机, 全面覆盖软镜高端市场, 同时不断丰富镜体种类, 刚度可调电子结肠镜、电子十二指肠镜等多款新品陆续上市, 不仅填补了相关技术国产空白, 使用性能也与进口品牌相当, 实现业绩高增。此外公司依靠消化内镜领域的技术积累快速切入微创外科领域, 先后推出 SV-M2K30、SV-M4K30 等系列产品, 通过超腹联合、双镜联合、多镜联合等一站式的解决方案, 快速打开终端市场, 取得了不错成绩, 我们预计 2023 年公司硬镜业务增长可能 10-20%; 此外, 公司在 2023 年还引进了具有丰富外科营销和运营经验的外科团队, 有望进一步助力公司外科业务的快速发展。

图表 11: 开立医疗内窥镜及镜下器械收入变化情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **海外销售风险。**公司在全球销售网络覆盖 130 多个国家和地区。部分产品进口国家或地区局势不稳定,一旦发生重大疫情、政局变动、社会动乱或战争,将影响公司产品在所在国的销售情况,与此同时海外不同国家存在不同程度的关税和汇率影响。
- **产品质量控制风险。**随着公司产量增加和产品线的丰富,如果公司不能持续有效的执行质量管理体系和措施,一旦发生产品质量问题或事故,则将对公司信誉造成损害,并有可能引发法律诉讼、仲裁或索赔,从而影响公司的发展。
- **政策变化风险。**医疗器械行业是国家重点监管行业,行业受医疗卫生政策的影响较大。现行医疗卫生政策有利于医疗器械市场扩容、规范市场竞争、鼓励医疗器械国产化。如果相关利好政策未来出现变化,政策红利取消,则将对公司业务造成不利影响;此外,未来医改政策走向存在不确定性,国内医疗器械招标政策、医保政策等有可能发生变化,可能对公司主要产品招标、产品价格产生不利影响。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 12: 开立医疗财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,775	1,450	1,680	2,003	营业收入	2,120	2,675	3,381	4,276
应收票据	0	1	1	1	营业成本	649	814	1,012	1,258
应收账款	174	203	257	328	税金及附加	24	25	32	42
预付账款	55	39	34	44	销售费用	524	656	829	1,049
存货	531	659	809	994	管理费用	128	157	198	250
合同资产	0	0	0	0	研发费用	384	482	609	770
其他流动资产	90	172	180	188	财务费用	-45	0	0	0
流动资产合计	2,625	2,407	2,798	3,365	信用减值损失	-14	-17	-16	-16
其他长期投资	14	18	23	29	资产减值损失	-51	-20	-20	-20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	420	409	394	380	投资收益	-13	-13	-13	-13
在建工程	254	294	324	344	其他收益	98	98	98	98
无形资产	165	168	172	174	营业利润	475	590	751	956
其他非流动资产	293	246	246	246	营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	1,146	947	989	1,022	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	3,771	3,354	3,787	4,388	利润总额	474	590	751	956
短期借款	24	25	25	25	所得税	20	21	26	34
应付票据	0	28	38	48	净利润	454	569	725	922
应付账款	186	244	304	377	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	86	归属母公司净利润	454	569	725	922
合同负债	45	94	118	150	NOPLAT	412	569	725	922
其他应付款	83	83	83	83	EPS (按最新股本摊薄)	1.06	1.32	1.68	2.14
一年内到期的非流动负债	15	15	15	15					
其他流动负债	217	224	235	253	主要财务比率				
流动负债合计	569	690	798	1,002	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	20.3%	26.2%	26.4%	26.5%
其他非流动负债	57	57	57	57	EBIT增长率	21.9%	37.4%	27.4%	27.3%
非流动负债合计	57	57	57	57	归母公司净利润增长率	22.9%	25.2%	27.4%	27.3%
负债合计	625	799	907	1,111	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,146	3,629	4,295	5,126	毛利率	69.4%	69.6%	70.1%	70.6%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.4%	21.3%	21.4%	21.6%
所有者权益合计	3,146	3,629	4,295	5,126	ROE	14.4%	15.7%	16.9%	18.0%
负债和股东权益	3,771	3,354	3,787	4,388	ROIC	14.8%	13.2%	15.3%	16.9%
					偿债能力				
					资产负债率	16.6%	23.8%	24.0%	25.3%
					债务权益比	3.0%	5.8%	5.1%	4.5%
					流动比率	4.6	3.5	3.5	3.4
					速动比率	3.7	2.7	2.7	2.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
					应收账款周转天数	32	25	25	25
					应付账款周转天数	115	95	97	97
					存货周转天数	290	263	261	258
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.06	1.32	1.68	2.14
					每股经营现金流	1.14	0.82	0.83	1.10
					每股净资产	7.31	8.43	9.97	11.90
					估值比率				
					P/E	35	28	22	17
					P/B	5	4	4	3
					EV/EBITDA	29	26	20	16

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。