

2024年04月18日

证券研究报告·2023年年报点评

开立医疗(300633)医药生物

当前价: 37.53元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期, 超声内镜双轮驱动逻辑未变

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 23 年实现营收 21.2 亿元 (+20.3%), 实现归母净利润 4.5 亿元 (+22.9%), 实现扣非归母 4.4 亿元 (+29.5%)。23 年收入端符合预期。
- **业绩符合预期, 超声内镜双轮驱动逻辑未变。** 分季度看, 2023Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 4.7/5.7/4.2/6.5 亿元 (+27.6%/+22.7%/+2.1%/+27.6%), 单季度归母净利润分别为 1.4/1.3/0.5/1.3 亿元 (+171.1%/+8.8%/-32.6%/+7.6%)。23H2 随着国内医疗反腐升级, 给超声业务线的招投标带来较大影响, 对内窥镜影响较小。公司整体毛利率提升至 69.4% (+2.5pp), 主要系高端机型占比提升以及三级医院装机占比提升。此外, 外汇收益带来约 1.6pp 正向影响。整体来看盈利能力有所上升。从费用率方面来看, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.7%/6.1%/18.1%/-2.1%。销售费用率 23 年增加 0.7pp, 系 2023 年加大人员投入, 持续布局新产业。管理费用率 +0.5pp, 23 年股份支付约 4000W。研发费用率 -0.5pp。财务费用率 -0.4pp。整体来看, 全年收入端业绩符合预期, 费用率控制也较为平稳。
- **23 年超声业务稳健增长, 医用内窥镜业务持续高增。** 超声收入约 12.2 亿 (+13.3%), 医用内窥镜收入约 8.5 亿 (+39%)。1) 超声业务线: 海外超声增速大于国内超声增速, 国内超声由于 23H2 需求受到医疗反腐压制, 增速有所放缓, 但 23 超声条线增速仍旧高于行业平均水平。24 年预计 H1 超声仍有医疗反腐压力, 但逐步转好。另外, 24H2 预计受到医疗设备依旧换新政策的落地利好, 将会有需求提振; 2) 医用内窥镜: 主要分为软镜及硬镜两部分。软镜业务线国内增速高于海外, 外科硬镜目前在国内起步, 陆续配备人员中。预计未来海外将逐步发力。未来公司将大力发展微创外科硬镜业务, 新一期的股权激励也针对国内硬镜收入做了相应的激励措施。
- **研发助力创新升级, 产品迭代更为迅速。** 在 2023 年 12 月, 公司的中心实验室通过了中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 的评审, 并获得了 CNAS 实验室认可证书, 成为国家认可实验室之一。从产品角度具体来看, 在超声领域, 公司推出了新一代高端彩超平台 S80/P80 系列, 进一步提升了公司在高端超声领域的竞争力。在消化与呼吸内镜领域, 公司推出了 HD-580 系列内镜, 相比 HD-550 系列内镜, 该产品在图像质量和临床细节表现上有大幅提升, 公司软镜产品在“镜体操控+图像质量”方面达到了国内领先水平。在微创外科领域, 公司的 SV-M4K100 系列硬镜获得了认证, 并启动了多个外科研发新项目, 逐渐形成了外科科室的整体解决方案, 建立了在外科领域产品系统化的优势。
- **盈利预测与投资建议。** 公司 24-26 年的归母净利润预计为 5.9、7.7、9.7 亿元。考虑到公司未来几年的稳健增长, 首次覆盖建议积极关注。
- **风险提示:** 汇率波动风险; 新产品研发、注册及认证风险; 海外业务拓展不及预期风险; 市场竞争导致产品价格大幅下降的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2120.25	2661.63	3339.81	4117.80
增长率	20.29%	25.53%	25.48%	23.29%
归属母公司净利润 (百万元)	454.44	591.21	768.80	967.54
增长率	22.88%	30.10%	30.04%	25.85%
每股收益 EPS (元)	1.06	1.37	1.79	2.25
净资产收益率 ROE	14.45%	16.32%	17.99%	19.02%
PE	36	27	21	17
PB	5.14	4.46	3.78	3.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 陈辰

电话: 021-68416017

邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.31
流通 A 股(亿股)	4.31
52 周内股价区间(元)	33.37-61.16
总市值(亿元)	161.62
总资产(亿元)	37.71
每股净资产(元)	7.31

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 开立医疗：“超声+内镜”双轮驱动，多产品线发展格局初步形成	1
1.1 布局内科及外科，研发创新助力产品多元化	1
1.2 业务增长稳健，趋势向好	3
1.3 超声业务稳步增长，血管介入崭露头角	5
1.4 软镜业务高增，微创外科业务逐步发力	8
2 盈利预测与估值	10
2.1 盈利预测	10
2.2 相对估值	10
3 风险提示	11

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司主营业务结构.....	2
图 3：2023 年公司主营业务结构.....	2
图 4：2018-2023 年主营业务营收分布（百万元）.....	2
图 5：公司股权结构图（截至 2024 年 4 月中旬）.....	3
图 6：2018-2023 年营业总收入趋势.....	3
图 7：2018-2023 年归母净利润趋势.....	3
图 8：2018-2023 年毛利率和净利率趋势.....	3
图 9：2018-2023 年四费率趋势.....	3
图 10：2018-2023 年研发投入（百万元）及占比.....	4
图 11：2018-2023 年国内国外营收趋势.....	5
图 12：2022 年国内彩超数量占比.....	5
图 13：2022 年国内彩超金额占比.....	5
图 14：高端台式彩超销售数量.....	6
图 15：基础台式彩超销售数量.....	6
图 16：2018-2023 年超声收入趋势.....	6
图 17：2018-2023 年超声毛利率趋势.....	6
图 18：开立 IVUS 外观示意图.....	7
图 19：IVUS 图像示意图.....	8
图 20：IVUS 诊疗图.....	8
图 21：2018-2023 年内窥镜收入.....	9
图 22：2018-2023 年内窥镜毛利率.....	9
图 23：4K 超高清内窥镜摄像系统 SV-M4K30.....	9

表 目 录

表 1：公司业务拆分收入预测.....	10
表 2：可比公司估值.....	11
附表：财务预测与估值.....	12

1 开立医疗：“超声+内镜”双轮驱动，多产品线发展格局初步形成

1.1 布局内科及外科，研发创新助力产品多元化

开立医疗专注于高端医疗设备制造，其业务遍布全球。成立于 2002 年的深圳开立生物医疗科技股份有限公司秉承着“开创行业先河，建立民族品牌”的理念，致力于医疗设备的研发和制造。公司目前的产品线主要包括超声诊断仪、消化与呼吸内镜、微创外科产品以及心血管介入产品，广泛应用于各个医疗领域。通过不断扩大产品线，公司已初步实现从内科到“内科+外科”，从诊断到“诊断+治疗”，从设备到“设备+耗材”的发展格局。

公司商业发展历史及展望：公司 2002 年成立于广东深圳，于 2017 年在深交所上市，创始人是我国超声仪器工业的领先者姚锦钟先生。公司前期从事彩超仪器，后涉足超声内镜系统，成为全国超声领域前十强，后续逐步业务拓展至软镜及微创外科，海内外业务兼具。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，西南证券整理

主营业务结构：超声+消化与呼吸内镜+微创外科+心血管介入。

1) 超声：开立医疗是国内首批研发和掌握彩超设备和探头核心技术的企业。其彩超技术处于国内同行业的领先地位。公司的超声产品线覆盖高端、中端和低端市场，满足全身、妇产及介入等领域的临床需求。公司自主研发的超声探头具有高密度、高灵敏度和超宽频带等技术特点，在单晶探头领域处于国际先进水平。

2) 消化与呼吸内镜：在消化与呼吸内镜领域，开立医疗是国内领先的企业之一。公司的市场份额稳步增长，目前在国内市场排名第三。

3) 微创外科：开立医疗不断推出先进产品，如全高清内窥镜摄像系统、4K 超高清内窥镜摄像系统等。这些产品与腹腔镜超声产品、外科软镜产品和内科软件产品相结合，提供全面的解决方案。此外，公司还在扩大硬式内窥镜镜体和微创外科配套产品系列，并致力于研发胸腹腔镜、气腹机等产品，以建立一体化手术室平台。

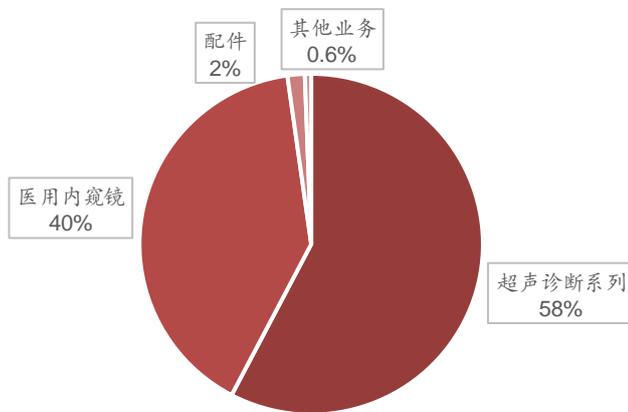
4) 血管介入：在 2022 年 12 月，公司自主研发的血管内超声诊断设备，以及全资子公司上海爱声自主研发的一次性使用血管内超声诊断导管成功取得国家药品监督管理局（NMPA）颁发的三类医疗器械注册证，并于 2023 年正式上市。未来公司将以 IVUS 为基础，逐步拓展至心血管相关产品领域，在心血管领域建立综合解决方案产品梯队。

图 2：公司主营业务结构



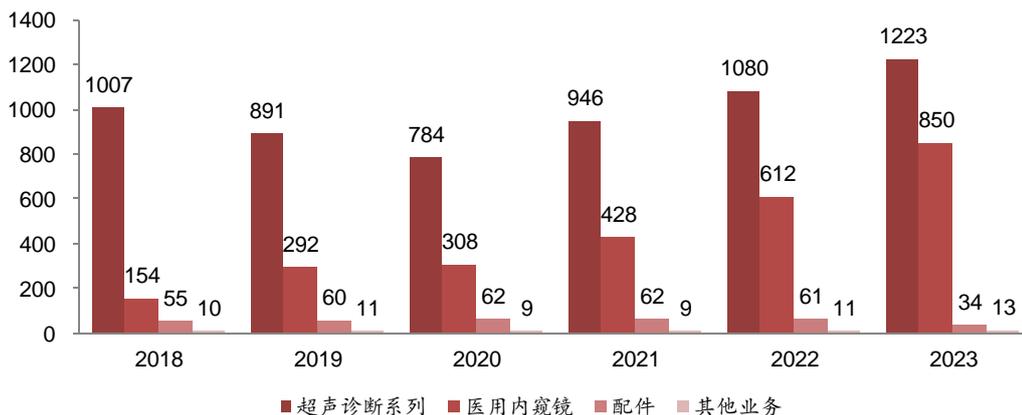
资料来源：公司官网，西南证券整理

图 3：2023 年公司主营业务结构



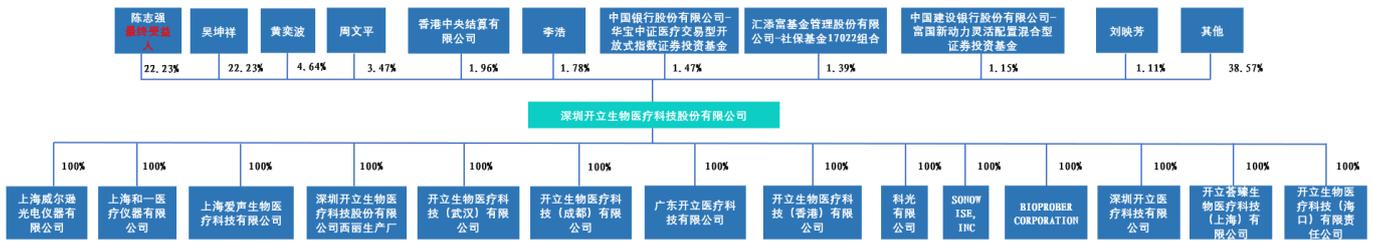
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2018-2023 年主营业务营收分布（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构集中，两大股东合计持有公司 44.46% 股份。公司实际控制人是董事长陈志强和总经理吴坤祥，截止 2024 年 4 月中旬，各持有公司股份 22.23%。实际控制人陈志强与吴坤祥在创立公司之前均在汕头超声仪器研究所从事超声研究工作十数年，公司核心成员均具备丰富的医疗器械设备研发经验。

图 5：公司股权结构图（截至 2024 年 4 月中旬）


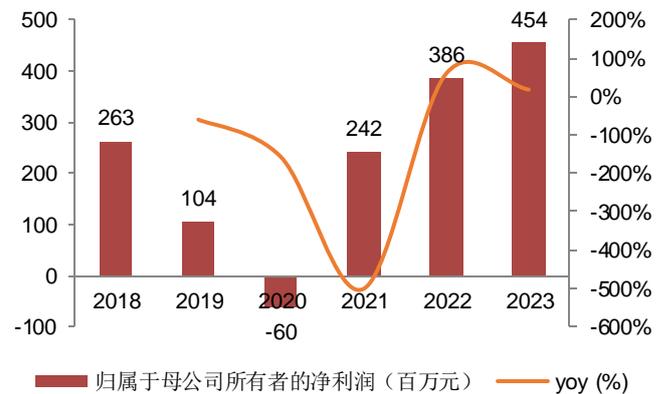
数据来源：Wind 截至 2024/4/17，西南证券整理；注：仅显示持股大于 40% 的子公司

1.2 业务增长稳健，趋势向好

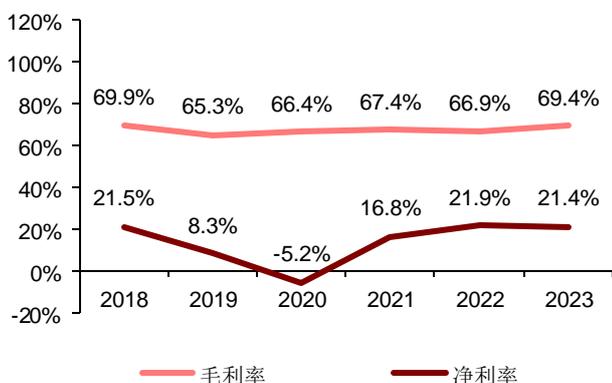
业务疫后增长稳健，趋势向好。2020 年公司的营业总收入有所下降，主要是由于新冠疫情对于公司海内外业务的影响，2021 年业绩快速恢复到受疫情影响前的正常水平，之后持续稳健增长。2023 年营收为 21.2 亿元，同比增长 20.3%。归母净利润 4.5 亿元，同比增长 17.8%。2019-2023 年营收 CAGR 11.6%，净利润 CAGR 11.5%，近 3 年整体来看业绩增长都较为稳健。

图 6：2018-2023 年营业总收入趋势

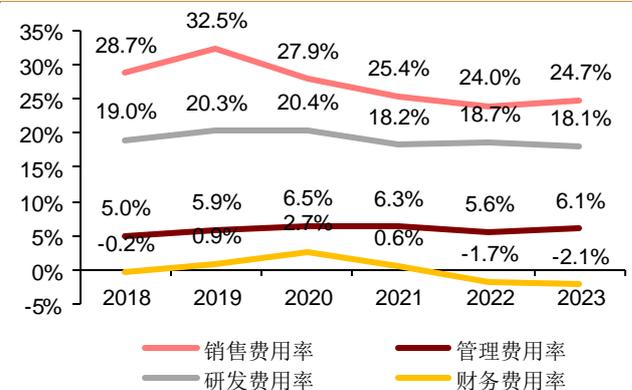

数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018-2023 年归母净利润趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2018-2023 年毛利率和净利率趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2018-2023 年四费率趋势


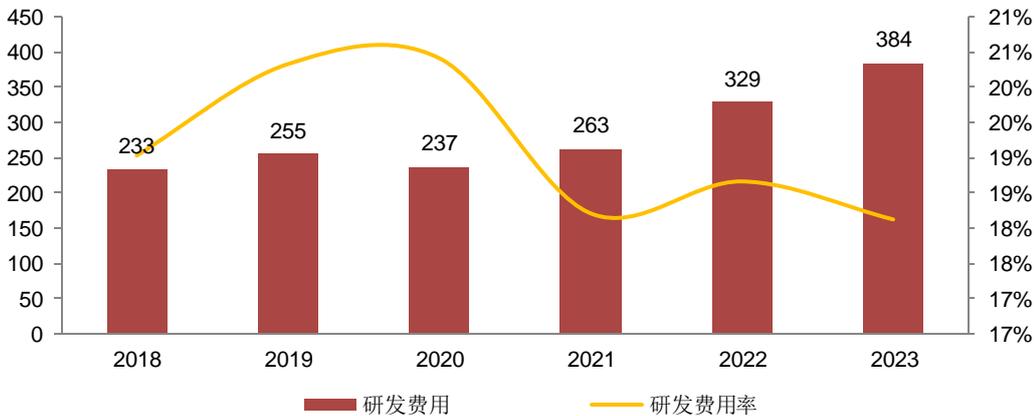
数据来源：Wind，西南证券整理

2023 年毛利率有所提升，高端机型占比上升。2023 年公司毛利率 69.4% (+2.5pp) 主要是高端机型占比提升以及三级医院占比提升。此外，外汇收益带来 1.6pp 正向影响。净利率 2023 年稳定在 21.5% 附近。

2023 年费率较为稳定，产业持续布局拓展。关于费率方面，公司持续产业布局业务拓展，2023 年四费率 46.8% (+0.3pp)，其中销售费用率略有提升 (+0.7pp)，主要为新增产品线需加大人员投入所致。管理费用率 6.1% (+0.5pp)。研发费用率 18.1% (-0.5pp)，公司将会持续研发投入，助力形成产品梯队。整体来看，公司 2023 年费率控制良好。

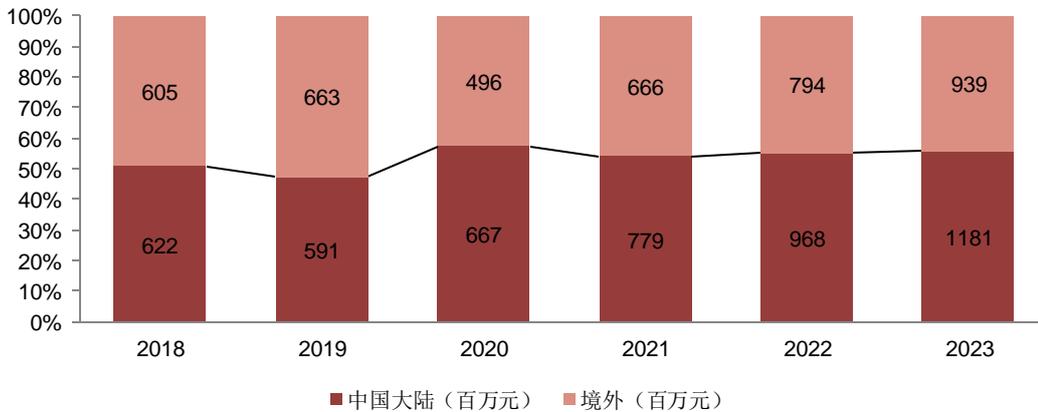
公司重视研发，研发能力为第一竞争力。公司非常注重自主知识产权技术和产品的研发工作。目前，公司拥有 722 名研发人员，其中 40% 以上具有硕士及以上学历。除了在深圳总部设有研发中心外，公司还在美国硅谷 (Sonowise)、美国西雅图 (Bioprober)、日本东京 (开立日本)、德国图特林根和中国上海 (上海爱声)、武汉 (武汉开立) 设有研发中心。这些中心致力于下一代超声系统、高性能探头、高清内窥镜、超声内镜和血管内超声 (IVUS) 等新产品的研发。在 2023 年 12 月，深圳开立生物医疗科技股份有限公司中心实验室通过了中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 的评审，并获得了 CNAS 实验室认可证书，成为国家认可实验室之一。这标志着开立医疗中心实验室具备了国家和国际认可的检测能力。在超声领域，公司推出了新一代高端彩超平台 S80/P80 系列，进一步提升了公司在高端超声领域的竞争力。在消化与呼吸内镜领域，公司推出了 HD-580 系列内镜，相比 HD-550 系列内镜，该产品在图像质量和临床细节表现上有大幅提升，公司软镜产品在“镜体操控+图像质量”方面达到了国内领先水平。在微创外科领域，公司的 SV-M4K100 系列硬镜获得了认证，并启动了多个外科研发新项目，逐渐形成了外科科室的整体解决方案，建立了在外科领域产品系统化的优势。

图 10：2018-2023 年研发投入 (百万元) 及占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

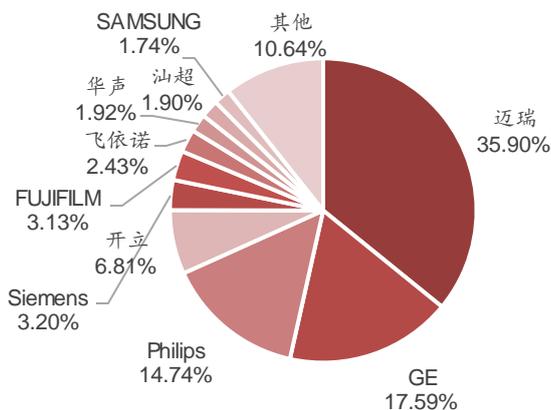
海内外业务收入相近，近年来国内市场发展较快。在国内市场，公司进一步细化了市场目标，并精准地定位各级医院和不同科室的需求。同时，加强了对代理商的支持和培训，以实现渠道数量、质量和规模的同步增长。在国际市场，公司在新产品推广、全球学术互动和本地化建设方面取得了进展。公司的便携超声系列产品，包括 X 系列、E 系列和搭载人工智能的 Cupid 系列超声，以及超声内镜系统 (EUS)、ProPet 系列超声设备和动物专用一体化内镜产品 V-2000 等新品，共同助力海外业务快速发展。

图 11：2018-2023 年国内国外营收趋势


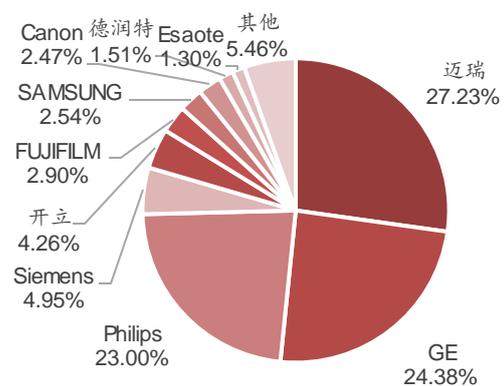
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 超声业务稳步增长，血管介入崭露头角

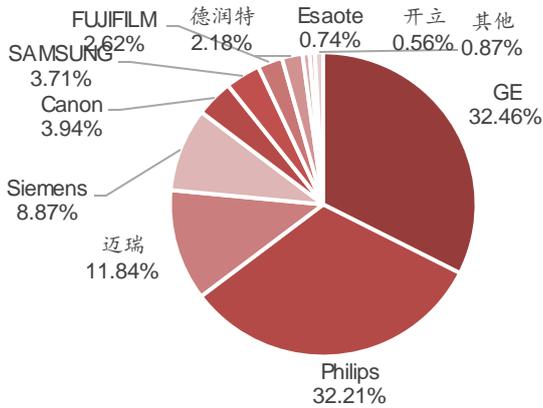
超声系列产品丰富，高中低端覆盖全面。超声在全球范围内是一种成熟的基础诊断医疗设备，市场增长稳定。与 CT、MRI 和 X 光机相比，超声作为四大医疗影像设备之一，具备多项优点，包括无辐射、实时扫描、操作简便、安全可靠、快速结果和良好的性价比。因此，在终端医疗机构中，超声设备的装机数量相当庞大。在国内市场，超声正处于稳定增长阶段。未来，高端市场预计将逐步进行国产替代。而中低端市场则将受益于分级诊疗和医疗基础设施建设的政策推动，随着新医院或新科室的扩建，需求也将增加。此外，近期国家推出的设备以旧换新政策也将带来一定的需求增量。在高端台式超声领域，公司于 2023 年推出新一代超高端彩超平台 S80/P80 系列，全面完善全身介入和妇产解决方案。同年，凤眼 S-Fetus 5.0 完成临床验证，该技术是全球首款基于动态图像对标准切面自动抓取的人工智能技术，提升了高端超声妇产领域的竞争力和技术优势。

图 12：2022 年国内彩超数量占比


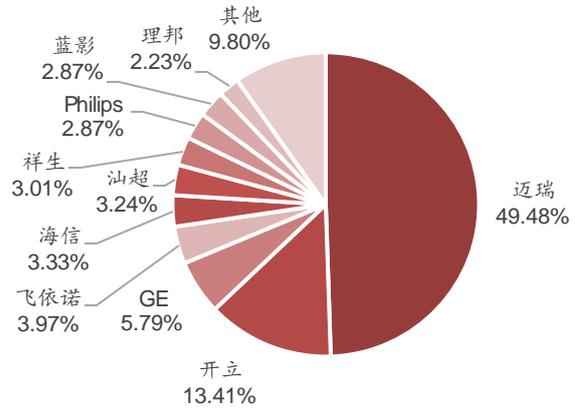
数据来源: 医招采, 西南证券整理

图 13：2022 年国内彩超金额占比


数据来源: 医招采, 西南证券整理

图 14：高端台式彩超销售数量


数据来源：医招采，西南证券整理

图 15：基础台式彩超销售数量


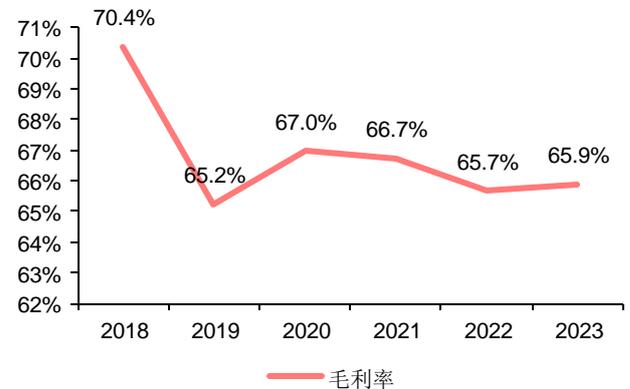
数据来源：医招采，西南证券整理

创新探头工艺，为超声提供保障。 超声探头技术是决定超声系统性能的关键技术之一。经过公司 20 多年的自主研发，公司在探头技术方面拥有多项国内外发明专利。目前，公司在彩超探头技术方面处于国内领先地位，涵盖了多维探头切割及装配工艺技术、宽频带单晶探头技术、宽频带复合材料探头技术、高频相控阵技术、经食道探头技术、超声内窥镜探头技术、双平面探头技术、4D 探头技术、腹腔镜探头和术中探头等。公司目前生产超过 60 种医用超声探头，这些探头具有高密度、高灵敏度和宽频带等特点，几乎覆盖了人体各个器官。尤其在当前超声领域最先进的单晶探头技术方面，公司已经达到了国际一流水平，为整个超声系统的先进性提供了核心技术支持。

超声业务稳健增长，毛利率水平较为稳定。 超声设备业务一直是公司主要的收入来源，随着公司持续的研发和市场投入，超声业务的收入稳步增长。在过去的三年里，公司不断加大超高端、高端和中低端平台的研发力度，成功推出了 P80/S80 超高端系列和 S60/P60 等高端产品系列。这些高端产品平台具备先进的技术，人机工程学设计优良，操作流程设计理念出色，并配置了高清 4D、弹性、造影、自动识别和自动测量等高端功能，为不同临床科室提供了综合解决方案。超声毛利率近四年来稳定在 66%-67% 之间。

图 16：2018-2023 年超声收入趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2018-2023 年超声毛利率趋势


数据来源：Wind，西南证券整理

IVUS 获批上市，发展前景迎来新机遇。2022 年 12 月，公司自主研发的血管内超声 IVUS 主机 V10 和全资子公司上海爱声自主研发的一次性使用血管内超声诊断导管 TJ001，成功获得国家药品监督管理局（NMPA）颁发的三类医疗器械注册证，正式进入心血管专业领域。开立 IVUS 血管内超声采用了单晶技术与复合材料技术的融合，极大地提高了图像的高空间分辨率，是国内分辨率最高的血管内超声设备，同时也拥有国内外径最小的血管内超声导管。2023 年，开立医疗自主研发的血管内超声成像产品将正式上市并开始商业化运作，这标志着开立医疗在心血管介入领域开展业务的起始年。

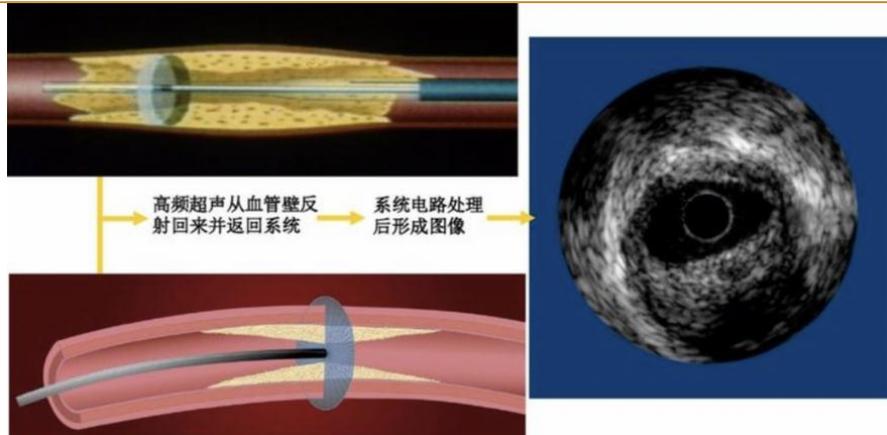
图 18：开立 IVUS 外观示意图



资料来源：吉林省人民医院官网，西南证券整理

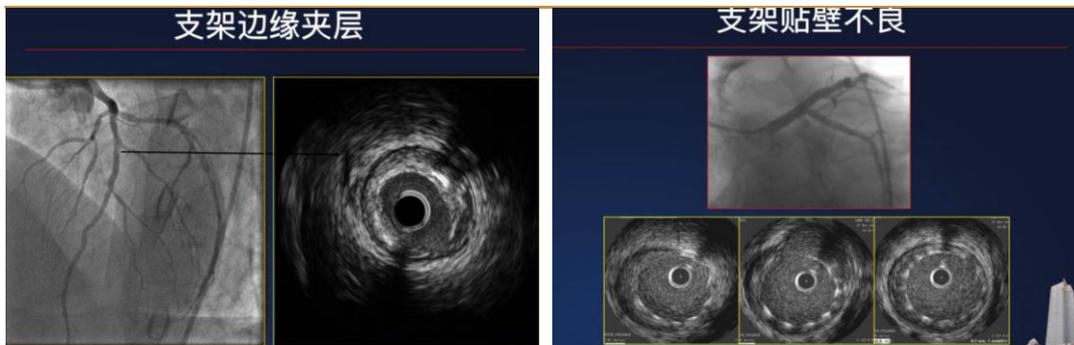
IVUS 提供管腔和管壁的精确定位信息，并且结合冠状动脉内多普勒还可以评价冠状动脉的功能。血管内超声（intravascular ultrasound）是将无创性的超声技术和有创性的心导管技术相结合对心血管病变进行诊断的一种方法。通过心导管将微型化的超声探头插入心血管腔内进行探测，再经电子成像系统得到心血管断面的形态和血流图像。不仅可以了解管腔的形态，也可以直接显示管壁的结构，了解病变性质，在血管检查方面成为“金标准”。IVUS 不仅可以提供管腔和管壁的精确定位信息，而且结合冠状动脉内多普勒还可以评价冠状动脉的功能，尤其是对于冠状动脉造影正常的病人，IVUS 检查可以发现存在的粥样病变，这是由于动脉粥样硬化早期冠状动脉会发生代偿性扩大，或者因为弥漫性病变的存在会降低造影对于冠心病诊断的准确性。随着微型导管超声换能器和声学成像技术的飞速进步，IVUS 检查已由实验研究阶段逐步发展成为冠心病临床诊断和介入治疗中具有重要价值的新方法。IVUS 利用安装在心导管顶端的微型超声换能器，在血管内发射和接收高频超声信号，实时显示血管的切面图像，能清晰显示管壁结构的厚度、管腔大小和形态等，可辨认钙化、纤维化和脂质池等病变。

图 19: IVUS 图像示意图



资料来源: 吉林省人民医院官网, 西南证券整理

图 20: IVUS 诊疗图



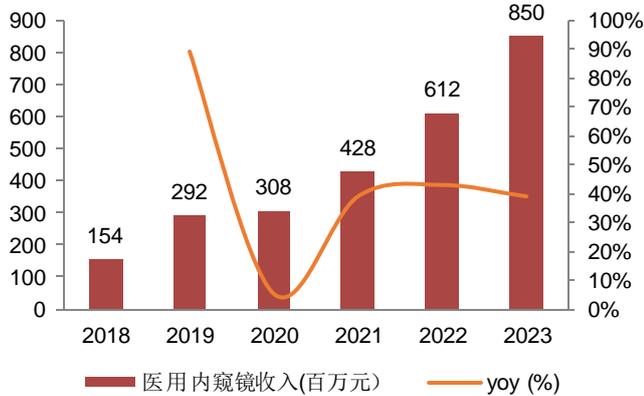
资料来源: 吉林省人民医院官网, 西南证券整理

开立 IVUS 的高分辨力能够识别诊断冠心病的易损斑块。IVUS 为易损斑块的评估提供强有力的临床诊断以及科研支持, 还能够精确测定血管直径以及判断病变严重程度及性质, 辅助医生精准确定支架尺寸, 观察支架植入后情况, 及时调整手术策略, 减少再狭窄率、二次支架植入风险和术后并发症, 在提高对冠状动脉病变的认识和指导介入治疗方面具有非常重要的作用。

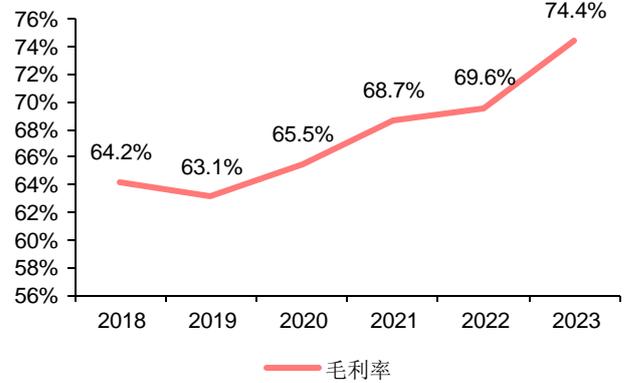
1.4 软镜业务高增, 微创外科业务逐步发力

2023 年软镜推出新一代 HD-580, 产品梯队进一步完善。公司推出了一系列内窥镜产品, 涵盖了多个科室的应用, 并满足了高端、中端和低端等不同层次用户的需求, 同时提供了较为完善的科室综合解决方案。在消化呼吸领域, 推出了 HD-580、HD-550、HD-500、HD-400、HD-350、X-2200 等内镜主机产品系列, 全面覆盖了软镜的高端、中端和低端市场。此外, 软镜镜体种类也不断丰富。除了满足内镜下基本诊疗需求的常规电子内窥镜种类之外, 公司还推出了一系列特殊镜种和高端镜种, 如国产超细电子胃肠镜、光学放大电子胃肠镜、刚度可调电子结肠镜、电子十二指肠镜和超声内镜等。其中, 许多产品是国内首次推出, 填补了相关技术领域在国内的空白。在呼吸科领域, 开立的高清电子支气管镜获得了三甲医院专家的认可, 并且在临床使用中与进口产品性能相当。另外, 公司于 2023 年推出了国内首款支气管内窥镜用超声探头 UM-1720, 丰富和完善了呼吸内镜产品组合, 并逐步形成了呼吸疾病临床诊疗的综合解决方案。

公司医用内窥镜管线规模效应显现，毛利率逐步提升。内窥镜业务管线的持续放量带来公司毛利率的提升，2023 年内窥镜业务毛利率已经接近 75%，公司医用内窥镜管线规模效应显现。

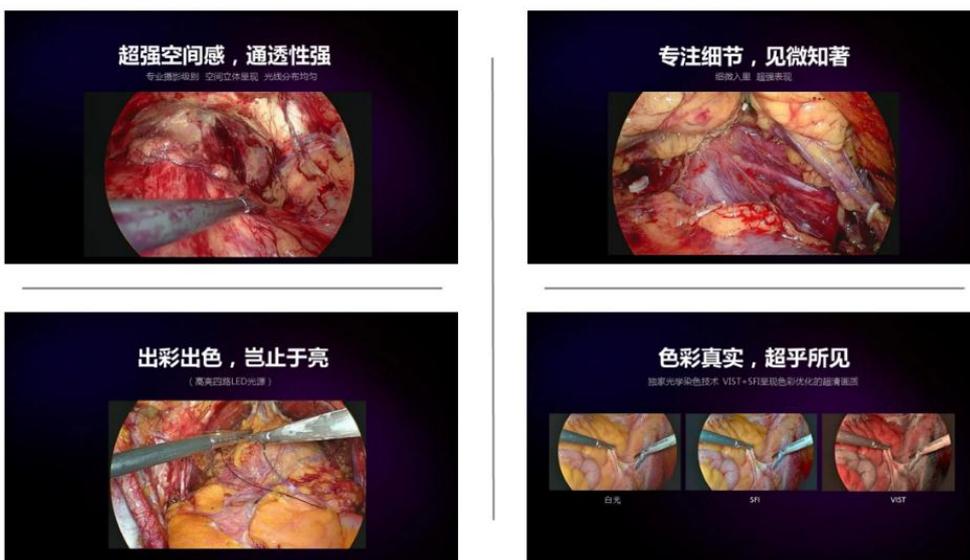
图 21：2018-2023 年内窥镜收入


数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：2018-2023 年内窥镜毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

硬镜业务线逐步发力，预计 24 年将开始放量。在微创外科领域，公司于 2012 年推出了腹腔镜超声探头，迈出了进军外科领域发展的第一步。随后，在 2019 年，公司凭借在消化内镜领域的技术积累，继而快速推出了第一款全高清腹腔镜摄像系统 SV-M2K30。后续公司又推出了 SV-M4K30 超高清白光摄像系统和 SV-M4K40 超高清近红外荧光摄像系统，这些产品已覆盖了腹腔镜市场的主流产品类别。2023 年，公司推陈出新，首发 SV-M4K100 系列 4K 超高清多模态摄像系统和精卫 II 系列全高清软硬镜一体摄像系统。这两款摄像系统的推出不仅使外科平台的兼容性从单一硬质内窥镜扩展到兼容软镜信号管理，而且为多模态综合解决方案奠定了坚实的基础。产品组合提供了丰富灵活的术式导向组合方案，包括超腹联合方案、双镜联合方案和智荟手术室方案。

图 23：4K 超高清内窥镜摄像系统 SV-M4K30


资料来源：开立医疗公众号，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2024-2026 年公司主营业务的预测如下：

- 1) **超声：**国内外业务持续拓展，公司在超高端、高端及中低端平台的研发持续发力，已推出 P80/S80 超高端系列及 S60/P60 等高端产品系列。国内 23 年受到反腐影响，国内超声增速放缓，后续随着设备以旧换新政策以及反腐的常态化，预计 24-26 年销量增速分别为 16%、16%、14%，预计毛利率较为稳定。
- 2) **医用内窥镜：**公司软镜及硬镜业务双双发力，在消化呼吸领域，推出了 HD-580。在微创外科，推出了 SV-M4K100 系列 4K 超高清多模态摄像系统和精卫 II 系列全高清软硬镜一体摄像系统。预计 24-26 年销量增速分别为 39%、37%、32%。预计毛利率提升到较高水平后保持较为稳定。
- 3) **配件：**公司配件业务主要是超声及内窥镜业务的相关配件。预计 24-26 年销量增速分别为 5%、5%、5%。预计毛利率较为稳定。

表 1：公司业务分拆收入预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
超声诊断系列	营业收入	1223	1398	1596	1823
	YOY	13.3%	14.4%	14.1%	14.3%
	毛利率	65.9%	66.0%	66.0%	66.0%
医用内窥镜	营业收入	850	1,214	1,692	2,240
	YOY	39.0%	42.8%	39.4%	32.3%
	毛利率	74.4%	74.3%	74.4%	74.3%
配件	营业收入	34	36	38	40
	YOY	-43.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	70.7%	70.7%	70.7%	70.7%
其他业务	营业收入	12.65	13	14	15
	YOY	17.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	70.8%	70.8%	70.8%	70.8%
合计	营业总收入	2,120	2,662	3,340	4,118
	YOY	20.3%	25.5%	25.5%	23.3%
	毛利率	69.4%	69.9%	70.3%	70.6%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业中与开立医疗业务最为相近的三家公司：迈瑞医疗、祥生医疗、澳华内镜。迈瑞国产超声龙头公司，硬镜业务线齐头并进，与开立医疗业务相似度较高；祥生医疗主营业务为超声，与公司业务有较高相似度。澳华内镜主营软镜业务，与公司的软镜业务同

为国产第一梯队。3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 33 倍、23 倍、-倍。考虑到公司未来几年的稳健增长，建议持续关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	272.20	11.56	13.92	-	24	20	-
688358.SH	祥生医疗	27.71	2.02	2.57	-	14	11	-
688212.SH	澳华内镜	52.79	0.86	1.38	-	61	38	25
平均值						33	23	-

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价

3 风险提示

汇率波动风险；

新产品研发、注册及认证风险；

海外业务拓展不及预期风险；

市场竞争导致产品价格大幅下降的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2120.25	2661.63	3339.81	4117.80	净利润	454.44	591.21	768.80	967.54
营业成本	648.55	801.73	991.72	1210.91	折旧与摊销	52.98	57.45	64.78	70.75
营业税金及附加	24.44	26.62	33.40	41.18	财务费用	-44.68	-45.08	-50.29	-50.40
销售费用	524.36	639.72	799.65	975.57	资产减值损失	-51.12	-40.00	-40.00	-40.00
管理费用	128.33	154.00	187.88	229.21	经营营运资本变动	30.82	-275.48	-157.63	-175.64
财务费用	-44.68	-45.08	-50.29	-50.40	其他	47.03	124.06	15.51	85.46
资产减值损失	-51.12	-40.00	-40.00	-40.00	经营活动现金流净额	489.47	412.16	601.18	857.71
投资收益	-12.67	5.00	10.00	10.00	资本支出	-128.26	-110.00	-105.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.18	0.00	0.00	0.00	其他	314.43	12.16	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	55.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	186.17	-97.84	-95.00	-90.00
营业利润	474.81	615.85	800.84	1007.85	短期借款	-157.35	-3.63	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.98	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	473.83	615.85	800.84	1007.85	股权融资	83.97	0.00	0.00	0.00
所得税	19.39	24.63	32.03	40.31	支付股利	-77.52	-90.89	-118.24	-153.76
净利润	454.44	591.21	768.80	967.54	其他	-124.63	6.49	50.29	50.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-275.52	-88.03	-67.96	-103.36
归属母公司股东净利润	454.44	591.21	768.80	967.54	现金流量净额	403.08	226.29	438.22	664.34
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1774.62	2000.91	2439.13	3103.48	成长能力				
应收和预付款项	241.13	348.32	421.55	512.44	销售收入增长率	20.29%	25.53%	25.48%	23.29%
存货	531.48	607.35	810.69	974.76	营业利润增长率	24.16%	29.70%	30.04%	25.85%
其他流动资产	78.17	76.03	82.30	89.50	净利润增长率	22.88%	30.10%	30.04%	25.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.15%	30.03%	29.78%	26.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	673.75	753.64	821.20	877.79	毛利率	69.41%	69.88%	70.31%	70.59%
无形资产和开发支出	330.75	305.21	279.67	254.13	三费率	28.68%	28.13%	28.06%	28.03%
其他非流动资产	141.52	139.73	137.93	136.14	净利率	21.43%	22.21%	23.02%	23.50%
资产总计	3771.42	4231.18	4992.47	5948.23	ROE	14.45%	16.32%	17.99%	19.02%
短期借款	23.63	20.00	20.00	20.00	ROA	12.05%	13.97%	15.40%	16.27%
应付和预收款项	395.53	531.84	642.58	784.56	ROIC	31.07%	34.52%	38.42%	43.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.79%	23.60%	24.41%	24.97%
其他负债	206.31	56.84	56.84	56.84	营运能力				
负债合计	625.46	608.68	719.42	861.40	总资产周转率	0.58	0.67	0.72	0.75
股本	430.65	430.65	430.65	430.65	固定资产周转率	5.33	5.37	5.35	5.74
资本公积	1118.99	1118.99	1118.99	1118.99	应收账款周转率	7.52	7.88	7.49	7.59
留存收益	1632.52	2132.85	2783.41	3597.19	存货周转率	1.13	1.35	1.35	1.34
归属母公司股东权益	3145.95	3622.50	4273.06	5086.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3145.95	3622.50	4273.06	5086.84	资产负债率	16.58%	14.39%	14.41%	14.48%
负债和股东权益合计	3771.42	4231.18	4992.47	5948.23	带息债务/总负债	3.78%	3.29%	2.78%	2.32%
					流动比率	4.62	5.50	5.67	5.82
					速动比率	3.68	4.39	4.44	4.61
					股利支付率	17.06%	15.37%	15.38%	15.89%
					每股指标				
					每股收益	1.06	1.37	1.79	2.25
					每股净资产	7.31	8.41	9.92	11.81
					每股经营现金	1.14	0.96	1.40	1.99
					每股股利	0.18	0.21	0.27	0.36
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	483.12	628.22	815.33	1028.20					
PE	35.57	27.34	21.02	16.70					
PB	5.14	4.46	3.78	3.18					
PS	7.62	6.07	4.84	3.93					
EV/EBITDA	29.50	22.30	16.64	12.55					
股息率	0.48%	0.56%	0.73%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
