

西山科技 (688576.SH)

2023年归母净利润增长56%，一次性耗材快速放量

增持

核心观点

2023年业绩实现较快增长，2024年一季度业绩小幅增长。2023年公司实现营业收入3.61亿元(+37.52%)，归母净利润1.17亿元(+55.73%)，扣非归母净利润0.92亿元(+40.40%)。其中23Q4单季营收1.47亿元(+49.88%)，归母净利润0.52亿元(+64.71%)，扣非归母净利润0.35亿元(+41.56%)。2024年一季度营收0.74亿元(+9.98%)，归母净利润0.26亿元(+8.07%)，扣非归母净利润0.20亿元(-12.70%)。2023年公司业绩实现较快增长，主要由手术动力装置耗材驱动，2024年一季度受到淡季及新产品放量不及预期影响，业绩小幅增长。

一次性耗材收入稳步提升。公司持续加强销售拓展，不断提升产品在国内外医院的认可度，一次性耗材快速放量，2023年实现手术动力装置耗材收入2.2亿元，同比增长31.9%，毛利率72.9%，同比提升3.0pp。

毛利率有所提升，销售、研发费用率提升。2023年公司毛利率69.69%(+1.13pp)，归母净利率32.53%(+3.80pp)，毛利率提升主要系内窥镜和能量手术设备新产品收入占比提升。销售费用率24.99%(+1.44pp)，管理费用率6.81%(-1.96pp)，研发费用率12.89%(+1.48pp)，财务费用率-2.10%(-1.17pp)，四费率42.59%(-0.21pp)，公司持续加大营销和研发力度，销售和研发费用率有所提升。

内窥镜和能量手术设备等新业务线持续完善。公司的超高清内窥镜摄像系统具备完整自研影像链，拥有“光学视镜-光源系统-摄像系统”的全线自主设计研发、生产能力，通过持续创新和研发，自主掌握能量手术设备相关的核心技术，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。公司的能量手术设备、内窥镜系统产品能和手术动力装置实现协同，形成手术整体解决方案，协助医生在微创手术中更系统、准确、高效地进行诊断和治疗。

投资建议：2024年一季度业绩小幅增长，下调24、25年盈利预测，新增26年盈利预测，预计2024-2026年营收4.7/6.1/7.7亿元(原24、25年为4.8/6.4亿元)，同比增速31%/29%/26%，归母净利润1.5/1.9/2.4亿元(原24、25年为1.5/2.0亿元)，同比增速30%/27%/24%，当前股价对应PE=25/19/16x，维持“增持”评级。

风险提示：研发失败风险；竞争加剧风险；监管政策风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	262	361	472	610	769
(+/-%)	25.6%	37.5%	31.0%	29.2%	26.1%
归母净利润(百万元)	75	117	153	194	240
(+/-%)	22.7%	55.7%	30.1%	27.3%	23.5%
每股收益(元)	1.90	2.21	2.88	3.66	4.53
EBIT Margin	23.7%	24.4%	24.8%	25.5%	26.5%
净资产收益率(ROE)	18.5%	5.4%	6.6%	7.8%	8.8%
市盈率(PE)	37.6	32.2	24.7	19.4	15.7
EV/EBITDA	43.6	41.3	34.5	23.9	17.9
市净率(PB)	6.97	1.75	1.64	1.51	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 021-60375487
联系人：凌琰 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	71.22元
总市值/流通市值	3775/901百万元
52周最高价/最低价	201.00/67.55元
近3个月日均成交额	27.56百万元

市场走势



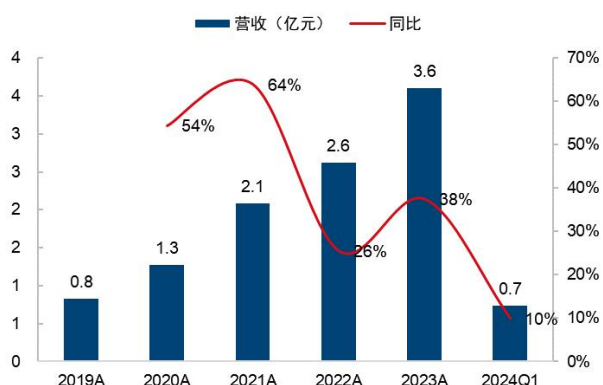
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《西山科技(688576.SH)-2023年业绩预告发布，全年业绩较快增长》——2024-01-18
- 《西山科技(688576.SH)-2023年三季度报点评：三季度归母净利润同比增长110%，持续拓宽产品矩阵》——2023-11-02
- 《西山科技(688576.SH)-手术动力装置龙头，一次性耗材强劲增长》——2023-07-04

2023 年业绩实现较快增长，2024 年一季度业绩小幅增长。2023 年公司实现营收 3.61 亿元（+37.52%），归母净利润 1.17 亿元（+55.73%），扣非归母净利润 0.92 亿元（+40.40%）。其中 23Q4 单季营收 1.47 亿元（+49.88%），归母净利润 0.52 亿元（+64.71%），扣非归母净利润 0.35 亿元（+41.56%）。2024 年一季度营收 0.74 亿元（+9.98%），归母净利润 0.26 亿元（+8.07%），扣非归母净利润 0.20 亿元（-12.70%）。2023 年公司业绩实现较快增长，主要由手术动力装置耗材驱动，2024 年一季度受到淡季及新产品放量不及预期影响，业绩小幅增长。

图1：西山科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



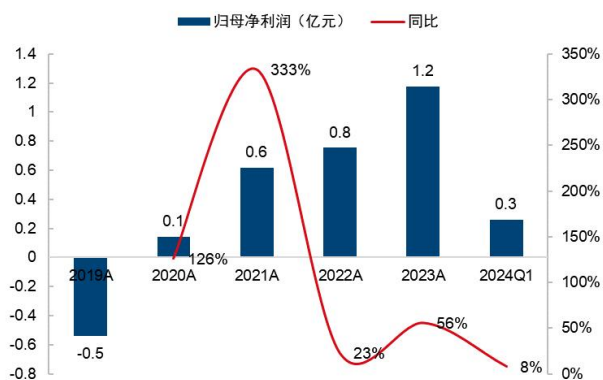
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：西山科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：西山科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

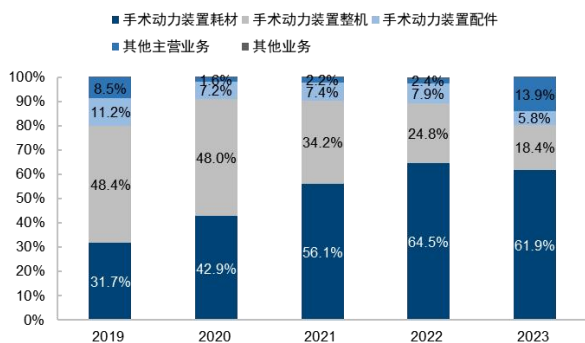
图4：西山科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

一次性耗材收入稳步提升。公司持续加强销售拓展，不断提升产品在国内外医院的认可度，一次性耗材快速放量，2023 年实现手术动力装置耗材收入 2.2 亿元，同比增长 31.9%，毛利率 72.9%，同比提升 3.0pp。

图5: 西山科技收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

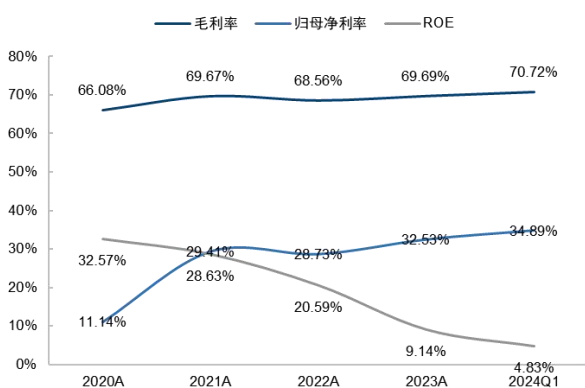
图6: 西山科技手术动力装置耗材收入及增长情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

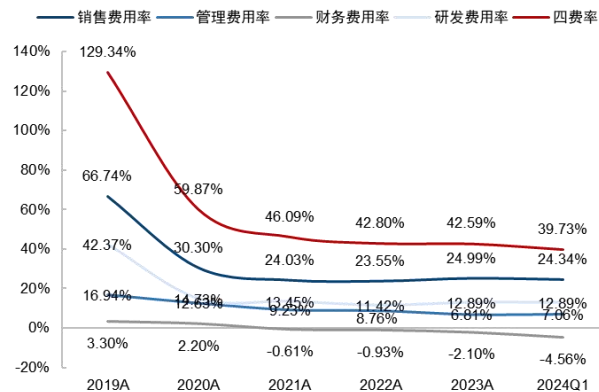
毛利率有所提升, 销售、研发费用率提升。2023 年公司毛利率 69.69% (+1.13pp), 归母净利率 32.53% (+3.80pp), 毛利率提升主要系内窥镜和能量手术设备新产品收入占比提升。销售费用率 24.99% (+1.44pp), 管理费用率 6.81% (-1.96pp), 研发费用率 12.89% (+1.48pp), 财务费用率-2.10% (-1.17pp), 四费率 42.59% (-0.21pp), 公司持续加大营销和研发力度, 销售和研发费用率有所提升。

图7: 西山科技利润率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 西山科技费用率变化情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

内窥镜和能量手术设备等新业务线持续完善。公司的超高清内窥镜摄像系统具备完整自研影像链, 拥有“光学视镜-光源系统-摄像系统”的全线自主设计研发、生产能力, 通过持续创新和研发, 自主掌握能量手术设备相关的核心技术, 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。公司的能量手术设备、内窥镜系统产品能和手术动力装置实现协同, 形成手术整体解决方案, 协助医生在微创手术中更系统、准确、高效地进行诊断和治疗。

投资建议: 2024 年一季度业绩小幅增长, 下调 24、25 年盈利预测, 新增 26 年盈利预测, 预计 2024-2026 年营收 4.7/6.1/7.7 亿元(原 24、25 年为 4.8/6.4 亿元), 同比增速 31%/29%/26%, 归母净利润 1.5/1.9/2.4 亿元(原 24、25 年为 1.5/2.0 亿元), 同比增速 30%/27%/24%, 当前股价对应 PE=25/19/16x, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/4/30 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E			
688617.SH	惠泰医疗	503.68	337	8.04	10.51	14.11	18.60	62.6	47.9	35.7	27.1	20.2%	1.5	无		
688410.SH	山外山	24.26	52	0.90	1.00	1.18		26.9	24.4	20.6		6.2%	1.7	无		
688576.SH	西山科技	71.22	38	2.21	2.88	3.66	4.53	32.2	24.7	19.4	15.7	20.6%	0.9	增持		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 惠泰医疗、山外山为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	333	712	1272	1175	1205	营业收入	262	361	472	610	769
应收款项	4	59	31	49	79	营业成本	82	109	145	182	228
存货净额	63	60	99	112	133	营业税金及附加	3	2	5	6	8
其他流动资产	9	11	16	20	25	销售费用	62	90	117	152	190
流动资产合计	408	1716	2291	2231	2316	管理费用	23	25	32	39	49
固定资产	80	212	307	408	513	研发费用	30	47	58	76	91
无形资产及其他	19	21	20	19	18	财务费用	(2)	(8)	(4)	(1)	0
投资性房地产	15	369	369	369	369	投资收益	4	10	8	15	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	7	5	5	5
资产总计	522	2318	2987	3027	3216	其他收入	(24)	(32)	(32)	(50)	(65)
短期借款及交易性金融负债	4	3	500	300	200	营业利润	75	127	159	202	250
应付款项	47	87	78	108	139	营业外净收支	(1)	(0)	0	0	0
其他流动负债	58	60	94	113	136	利润总额	75	127	159	202	250
流动负债合计	109	150	672	521	474	所得税费用	(1)	10	6	8	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	8	7	8	归属于母公司净利润	75	117	153	194	240
长期负债合计	7	7	8	7	8	现金流量表 (百万元)					
负债合计	115	157	680	528	482	净利润	75	117	153	194	240
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	1	13	6	6
股东权益	406	2161	2307	2499	2734	折旧摊销	5	7	12	25	33
负债和股东权益总计	522	2318	2987	3027	3216	公允价值变动损失	(1)	(7)	(5)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	(8)	(4)	(1)	0
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	29	(365)	23	17	4
每股收益	1.90	2.21	2.88	3.66	4.53	其它	(1)	(1)	(13)	(6)	(6)
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.05	0.08	经营活动现金流	109	(247)	183	231	272
每股净资产	10.22	40.77	43.53	47.14	51.59	资本开支	0	(145)	(114)	(126)	(138)
ROIC	17.80%	10.54%	8.35%	9.82%	11.52%	其它投资现金流	0	(874)	0	0	0
ROE	18.54%	5.43%	6.61%	7.77%	8.78%	投资活动现金流	0	(1019)	(114)	(126)	(138)
毛利率	69%	70%	69%	70%	70%	权益性融资	0	1655	0	0	0
EBIT Margin	24%	24%	25%	25%	27%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	26%	27%	30%	31%	支付股利、利息	0	0	(6)	(3)	(4)
收入增长	26%	38%	31%	29%	26%	其它融资现金流	(81)	(9)	497	(200)	(100)
净利润增长率	23%	56%	30%	27%	24%	融资活动现金流	(81)	1646	491	(203)	(104)
资产负债率	22%	7%	23%	17%	15%	现金净变动	29	379	560	(97)	30
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	货币资金的期初余额	304	333	712	1272	1175
P/E	37.6	32.2	24.7	19.4	15.7	货币资金的期末余额	333	712	1272	1175	1205
P/B	7.0	1.7	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	(422)	33	66	95
EV/EBITDA	43.6	41.3	34.5	23.9	17.9	权益自由现金流	0	(431)	543	(122)	13

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032