

西山科技（688576）2024年中报点评

耗材快速增长，盈利水平进一步提升

2024年09月03日

【投资要点】

- ◆ **业绩表现：**2024H1 公司实现营业收入 1.51 亿元，同比增长 2.6%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 28.25%；扣非归母净利 0.42 亿元，同比降低 4.51%。单 2024Q2，公司实现营业收入 0.77 亿元，同比降低 3.61%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 50.24%；扣非归母净利 0.22 亿元，同比增长 4.45%。
- ◆ **手术动力装置耗材稳步增长，设备受外部环境影响有所下滑。**2024H1 公司手术动力装置耗材收入实现快速增长，同比增速超 20%，得益于公司不断扩充微创外科医疗器械产品线，提升产品品类、质量、性能、临床适用性及成本价格等方面的竞争优势，同时微创手术及一次性耗材使用习惯得到进一步普及、进口替代趋势逐渐凸显。因受外部环境影响导致招标节奏滞后、价格下调等因素影响，手术动力装置设备及新产品设备收入同比有所下滑。
- ◆ **公司持续加大研发投入，不断提升核心竞争力。**2024H1 公司研发费用为 0.23 亿元，同比增长 41.36%；研发费用率为 15.2%，同比增长 4.17pct；研发人员 135 名，占员工总数 21.33%，同比增长 20.54%；新增专利授权 75 项，新增专利申请 86 项。公司聚焦研发内窥镜系统及能量手术设备板块，2024H1 获得超声软组织手术设备等 2 项三类注册证，同时加大软镜的研发力度，以提供更加全面的内镜解决方案。
- ◆ **公司持续强化渠道建设，聚焦用户发展和用量提升。**公司不断优化渠道策略，与优质经销商合作，提升终端市场开拓能力，实现下沉渠道的扁平化管理，以增强目标客户开发并提升现有用户用量。针对已上量用户，公司强化产品质量与服务，推动临床以旧换新，稳固在院端的市场地位；针对待上量用户，公司通过产品性能、临床适用性、性价比优势来开展专业服务保障，促进设备再次进院，提高产品渗透率；针对新用户，公司通过市场推广和精准招商策略推动医院试用及进院。
- ◆ **费用水平基本稳定，盈利能力得以优化。**2024H1 公司管理费用率为 7.05%，同比降低 0.78pct；销售费用率为 24.7%，同比增长 0.3pct，主要系公司销售人员数量随渠道拓展而增加所致。2024H1 公司销售毛利率为 70.72%，同比增长 1.53pct，主要系公司产品结构优化以及自动化、模具化等降本措施成效显现；销售净利率为 38.9%，同比增长 7.78pct。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

东方财富证券研究所

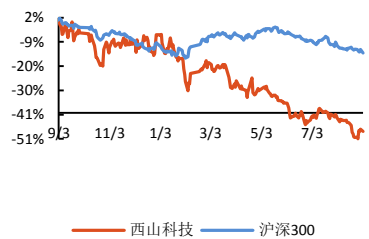
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：崔晓倩

电话：021-23586309

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	2756.61
流通市值（百万元）	1240.84
52周最高/最低（元）	103.35/48.60
52周最高/最低（PE）	62.23/21.15
52周最高/最低（PB）	13.29/1.20
52周涨幅（%）	-47.67
52周换手率（%）	430.68

相关研究

《手术动力装置国产龙头，迈进微创手术工具体方案提供者》

2024.05.14

【投资建议】

- ◆ 公司作为手术动力装置国产龙头，在耗材一次性化逐渐普及的背景下，耗材实现快速放量增长，乳腺外科产品推动进口替代，研发投入和渠道建设进一步强化，内窥镜及能量手术设备等新品放量在即。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 4.87/6.29/8.15 亿元，归母净利分别为 1.63/2.04/2.6 亿元，EPS 分别为 3.08/3.84/4.91 元，对应 PE 分别为 16.88/13.55/10.61 倍，维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	360.69	487.34	629.12	814.64
增长率（%）	37.52%	35.11%	29.09%	29.49%
EBITDA（百万元）	117.77	168.05	219.00	281.28
归属母公司净利润（百万元）	117.34	163.47	203.59	260.07
增长率（%）	55.73%	39.31%	24.54%	27.74%
EPS（元/股）	2.53	3.08	3.84	4.91
市盈率（P/E）	38.00	16.88	13.55	10.61
市净率（P/B）	2.36	1.33	1.24	1.13
EV/EBITDA	37.24	14.67	11.12	8.37

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 政策变化的风险
- ◆ 行业竞争加剧的风险
- ◆ 商业化销售不及预期的风险
- ◆ 研发进度不及预期风险

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1716.08	1634.89	1842.04	2121.53
货币资金	712.25	295.43	325.40	405.05
应收及预付	63.23	31.55	53.58	87.59
存货	59.51	95.44	111.84	150.10
其他流动资产	881.10	1212.47	1351.22	1478.80
非流动资产	601.98	611.70	615.64	616.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	26.17	80.07	117.30	141.83
在建工程	185.85	130.09	91.06	63.75
无形资产	20.75	25.34	33.72	38.74
其他长期资产	369.22	376.19	373.56	371.69
资产总计	2318.07	2246.59	2457.68	2737.55
流动负债	150.45	166.00	225.86	298.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	87.32	80.26	119.60	158.99
其他流动负债	63.13	85.74	106.26	139.67
非流动负债	6.96	5.27	5.27	5.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	6.96	5.27	5.27	5.27
负债合计	157.41	171.27	231.13	303.93
实收资本	53.00	53.00	53.00	53.00
资本公积	1913.47	1915.77	1915.77	1915.77
留存收益	194.19	305.37	456.60	663.67
归属母公司股东权益	2160.66	2075.31	2226.55	2433.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2318.07	2246.59	2457.68	2737.55

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	360.69	487.34	629.12	814.64
营业成本	109.32	146.46	187.10	240.17
税金及附加	2.02	2.74	3.53	4.57
销售费用	90.15	121.83	157.28	199.59
管理费用	24.55	33.14	42.78	55.40
研发费用	46.50	63.35	84.93	114.05
财务费用	-7.58	-10.68	-4.43	-4.88
资产减值损失	-1.47	-0.13	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.13	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.90	10.01	15.09	18.14
资产处置收益	-0.16	0.00	0.00	0.00
其他收益	21.07	28.46	36.75	47.58
营业利润	127.12	166.82	209.76	271.47
营业外收入	0.08	0.10	0.09	0.10
营业外支出	0.15	0.23	0.19	0.21
利润总额	127.06	166.69	209.67	271.35
所得税	9.71	3.22	6.08	11.28
净利润	117.34	163.47	203.59	260.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	117.34	163.47	203.59	260.07
EBITDA	117.77	168.05	219.00	281.28

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	68.08	175.32	221.05	253.80
净利润	117.34	163.47	203.59	260.07
折旧摊销	13.09	12.03	13.76	14.81
营运资金变动	-51.32	8.70	18.69	-3.05
其它	-11.04	-8.89	-14.99	-18.02
投资活动现金流	-1312.51	-340.55	-138.71	-121.16
资本支出	-103.41	-15.83	-18.80	-16.04
投资变动	-1219.00	-328.93	-136.00	-124.00
其他	9.90	4.21	16.09	18.88
筹资活动现金流	1623.76	-251.65	-52.36	-53.00
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1655.15	-196.52	0.00	0.00
其他	-31.39	-55.13	-52.36	-53.00
现金净增加额	379.36	-416.82	29.98	79.64
期初现金余额	332.89	712.25	295.43	325.40
期末现金余额	712.25	295.43	325.40	405.05

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	37.52%	35.11%	29.09%	29.49%
营业利润增长	68.77%	31.23%	25.74%	29.41%
归属母公司净利润增长	55.73%	39.31%	24.54%	27.74%
获利能力 (%)				
毛利率	69.69%	69.95%	70.26%	70.52%
净利率	32.53%	33.54%	32.36%	31.92%
ROE	5.43%	7.88%	9.14%	10.69%
ROIC	4.47%	7.37%	8.95%	10.49%
偿债能力				
资产负债率 (%)	6.79%	7.62%	9.40%	11.10%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	11.41	9.85	8.16	7.10
速动比率	10.98	9.24	7.63	6.57
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.21	0.27	0.31
应收账款周转率	12.82	12.29	19.19	14.16
存货周转率	1.79	1.89	1.81	1.83
每股指标 (元)				
每股收益	2.53	3.08	3.84	4.91
每股经营现金流	1.28	3.31	4.17	4.79
每股净资产	40.77	39.16	42.01	45.92
估值比率				
P/E	38.00	16.88	13.55	10.61
P/B	2.36	1.33	1.24	1.13
EV/EBITDA	37.24	14.67	11.12	8.37

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。