

开立医疗 (300633.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年9月1日

评级: 买入(维持)

市场价格: 30.60元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

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

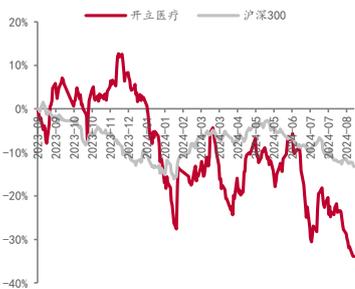
执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	433
流通股本(百万股)	433
市价(元)	30.60
市值(百万元)	13,241
流通市值(百万元)	13,241

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
- 4 开立医疗 2023 年年报点评-超声稳健内镜高增, 2024 年增长趋势有望延续

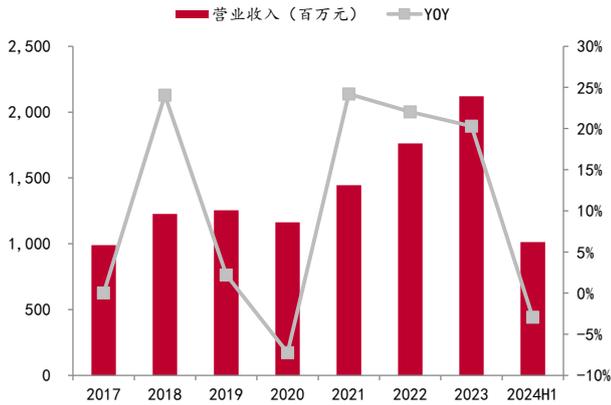
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,763	2,120	2,338	2,945	3,710
增长率 yoy%	22%	20%	10%	26%	26%
净利润(百万元)	370	454	422	535	678
增长率 yoy%	50%	23%	-7%	27%	27%
每股收益(元)	0.85	1.05	0.98	1.24	1.57
每股现金流量	1.09	1.13	0.82	0.83	1.10
净资产收益率	13%	14%	12%	14%	15%
P/E	36	29	31	25	19
P/B	5	4	4	3	3

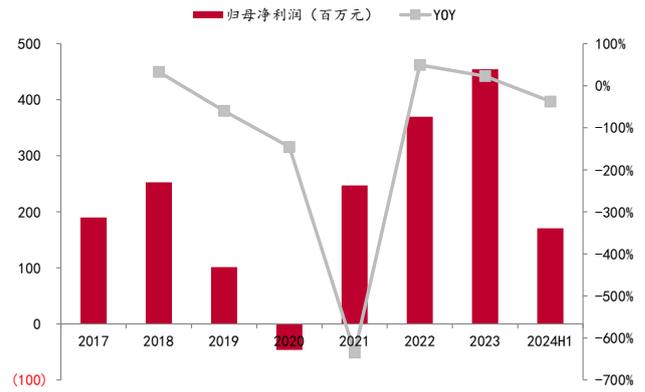
注: 股价信息截止至 2024 年 9 月 1 日

投资要点

- **事件: 公司发布 2024 年半年报, 2024 年上半年公司实现营业收入 10.13 亿元, 同比减少 2.94%, 实现归母净利润 1.71 亿元, 同比减少 37.53%, 实现扣非净利润 1.55 亿元, 同比减少 43.27%。**
- **分季度来看: 2024 年单二季度公司实现营业收入 5.33 亿元, 同比减少 6.48%, 归母净利润 0.70 亿元, 同比减少 47.71%, 扣非净利润 0.63 亿元, 同比减少 57.49%, 公司单季度收入在反腐等政策影响下基本保持稳定, 利润端因期间投入增大有所波动。**
- **研发项目、营销渠道投入力度加大, 短期利润率有所波动。2024 年上半年公司毛利率 67.43%, 同比减少 1.55 pp, 其中彩超产品毛利率 62.99%, 同比减少 3.53pp, 主要受反腐等政策影响, 内镜产品毛利率 73.77%, 同比减少 0.05pp; 2024 年上半年公司销售费用率 28.37%, 同比提升 6.18pp, 管理费用率 6.20%, 同比提升 0.90pp, 财务费用率 -2.86%, 同比提升 0.20pp, 研发费用率 20.95%, 同比提升 4.68 pp, 公司 2024 年上半年仍保持较高投入强度, 对短期业绩造成一定影响, 同时也为公司中长期发展奠定了良好基础。2024 年上半年公司实现净利率 16.84%, 同比减少 9.33pp。**
- **政策扰动下国内业绩短期承压, 海外业务延续良好增势。2024 年上半年公司彩超业务实现收入 6.10 亿元, 同比减少 5.94%, 公司内镜业务收入 3.87 亿元, 同比增长 2.84%。分区域看, 2024 年上半年公司国内收入 5.45 亿元, 海外收入 4.68 亿元。上半年核心业务增速放缓, 主要因医疗整顿等政策推进, 导致国内部分终端医院的招投标活动推迟, 超声、内镜等采购需求下降, 伴随医疗反腐的阶段性, 以及以旧换新、分级诊疗等政策的逐步落地, 我们预计下半年国内医疗设备采购需求有望回暖, 公司彩超、内镜业务有望在 550、P80 等一系列高端平台产品的驱动下迎来恢复性增长; 针对海外市场, 公司在全球品牌推广、销售策略、经销商培训等方面持续加大投入, 不断加快海外子公司和服务中心建设, 助力产品推广, 目前公司在超声领域已占据全球第十位, 内镜、微创外科等产品也在加快出海步伐, 未来海外业务有望保持良好增速。**
- **多系列研发项目持续加码, 看好内镜龙头可持续发展。2024 年上半年, 公司保持高强度投入力度, 公司员工数量在上半年增加超过 300 人, 员工总数突破 3000 人, 研发总人数达八百余人, 其中硕士及以上学历占比超过 40%; 上半年公司围绕高端彩超、消化与呼吸内镜、微创外科、心血管介入四大业务线持续加大投入力度, 加快推进下一代超声、超声内镜、血管内超声等高端产品研发进展, 未来有望持续巩固公司在内镜市场的综合竞争力, 助力公司中长期发展。**
- **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 23.38、29.45、37.10 亿元, 同比增长 10%、26%、26%、(调整前 2024-2026 年 26.75、33.81、42.76 亿元); 归母净利润 4.22、5.35、6.78 亿元 (调整 2024-2026 年 5.69、7.25、9.22 亿元), 同比增长-7%、27%、27%。公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别约为 31、25、19 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。**

图表 1: 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

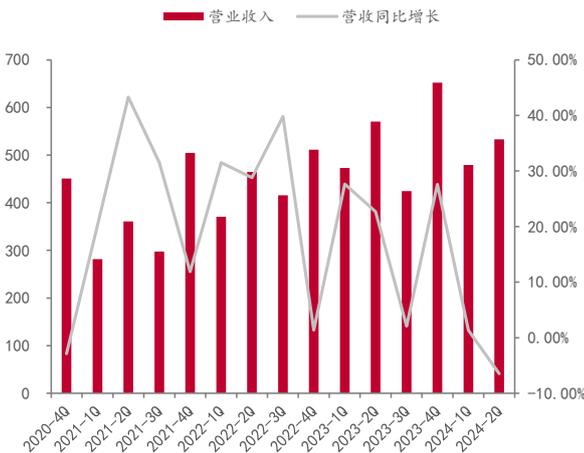
图表 2: 开立医疗历年归母净利润变化 (百万元)


来源: wind, 中泰证券研究所

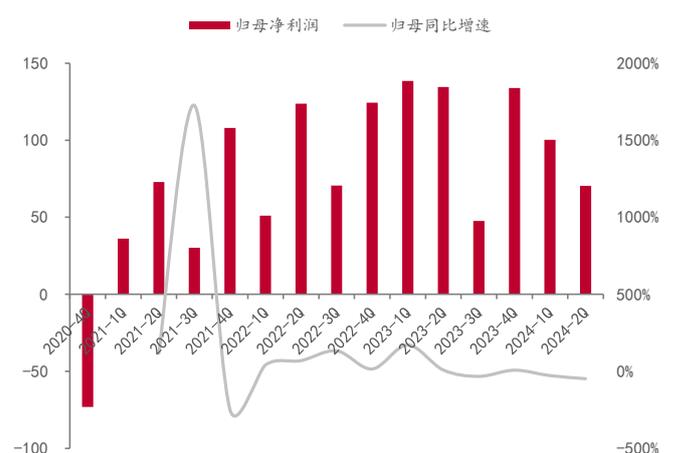
图表 3: 开立医疗分季度财务数据 (百万元)

	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	2024-1Q	2024-2Q
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	479.33	533.36
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%	1.33%	-6.48%
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%	-26.53%	11.27%
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	146.69	183.17
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	122.91	164.38
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	34.55	28.27
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	-16.12	-12.88
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	111.03	65.78
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	111.54	65.09
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	11.35	-5.29
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	100.19	70.38
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%	-27.64%	-47.71%

来源: wind, 中泰证券研究所

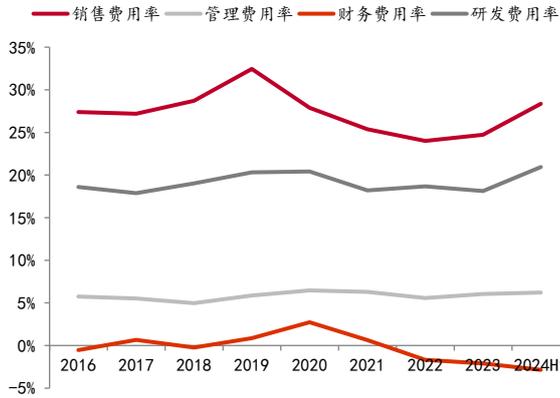
图表 4: 开立医疗分季度营业收入变化 (百万元)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 开立医疗分季度归母净利润变化 (百万元)


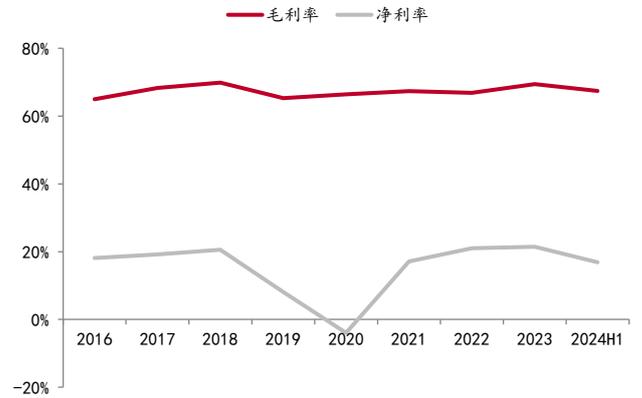
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 期间费用率持续优化



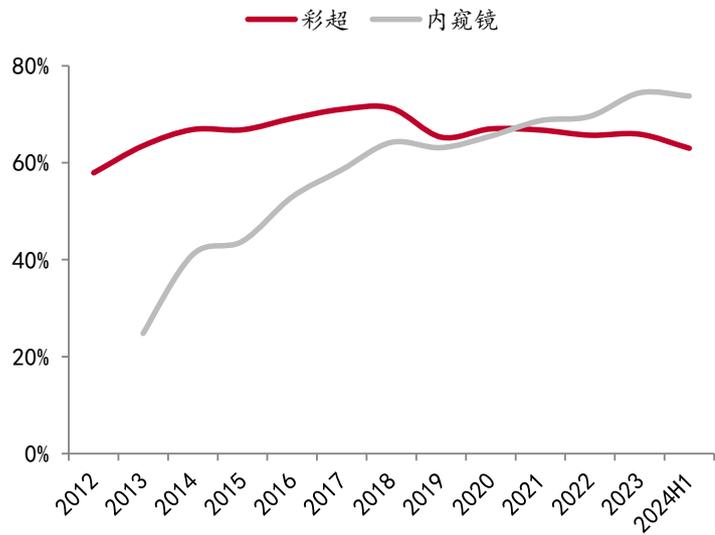
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 盈利能力稳步提升



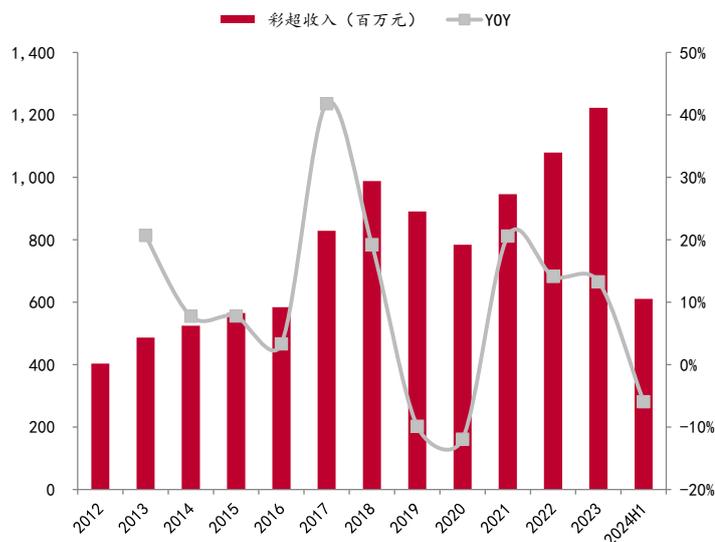
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 彩超和内窥镜毛利率变化情况



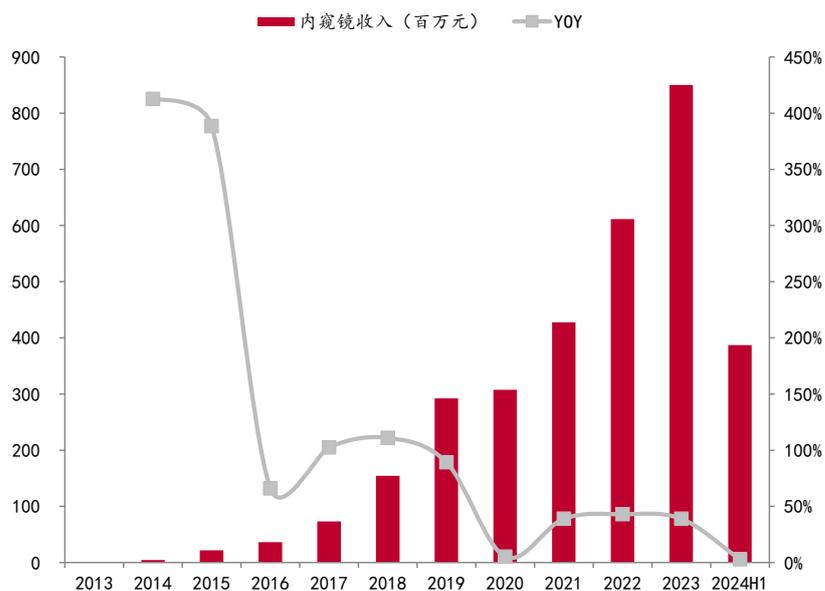
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 开立医疗彩超收入变化情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 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

图表 11: 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	2,338	2,945	3,710
应收票据	0	1	1	1	营业成本	649	714	885	1,096
应收账款	174	178	224	285	税金及附加	24	22	28	36
预付账款	55	34	30	38	销售费用	524	655	824	1,039
存货	531	579	708	866	管理费用	128	137	172	217
合同资产	0	0	0	0	研发费用	384	421	530	668
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	16	20	25	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	438	555	703
其他非流动资产	293	246	246	246	营业外收入	0	0	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	437	555	703
短期借款	24	25	25	25	所得税	20	15	20	25
应付票据	0	25	34	42	净利润	454	422	535	678
应付账款	186	214	265	329	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	74	归属母公司净利润	454	422	535	678
合同负债	45	82	103	130	NOPLAT	412	422	535	678
其他应付款	83	83	83	83	EPS (按最新股本摊薄)	1.05	0.98	1.24	1.57
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%	10.3%	25.9%	26.0%
其他非流动负债	57	57	57	57	EBIT增长率	21.9%	1.9%	26.9%	26.7%
非流动负债合计	57	57	57	57	归母公司净利润增长率	22.9%	-7.1%	26.9%	26.7%
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	3,482	3,959	4,545	毛利率	69.4%	69.4%	70.0%	70.5%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.4%	18.0%	18.2%	18.3%
所有者权益合计	3,146	3,482	3,959	4,545	ROE	14.4%	12.1%	13.5%	14.9%
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	27	25	25
					应付账款周转天数	115	101	98	98
					存货周转天数	290	280	262	258
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.05	0.98	1.24	1.57
					每股经营现金流	1.13	0.82	0.83	1.10
					每股净资产	7.27	8.09	9.19	10.55
					估值比率				
					P/E	29	31	25	19
					P/B	4	4	3	3
					EV/EBITDA	19	18	15	12

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。