



24H1 短期承压，静待招投标回暖

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年中报, 24H1公司实现营收10.1亿元(-2.9%), 归母净利润1.7亿元(-37.5%), 归母扣非净利润1.55亿元(-43.3%), 实现毛利率67.4%(-1.6pp)。单Q2公司实现营收5.3亿元(-6.5%), 归母净利润7038万元(-47.7%), 归母扣非净利润6273万元(-57.5%)。24H1短期承压, 静待招投标回暖。
- **24H1 短期承压, 静待招投标回暖。** 分季度看, 2024Q1/Q2单季度收入分别为4.8/5.3亿元(+1.3%/-6.5%), 单季度归母净利润分别为1/0.7亿元(-27.6%/-47.7%)。24H1随着国内医疗反腐以及国内医院开标终端医院采购减少, 给超声业务线的招投标带来较大影响, 对内窥镜影响相对较小。超声毛利率-3.53pp主要因为竞争加剧, 内镜毛利率保持73%附近。从费用率方面来看, 销售/管理/研发/财务费用率分别为28.4%/6.2%/21%/-2.9%。公司在今年上半年仍保持较高投入强度, 公司员工数量在上半年增加超过300人, 员工总数突破3000人, 公司的研发、营销团队实力进一步增强。在行业低谷期加大战略投入, 对短期业绩存在影响, 但将为公司的中长期发展提供重要助力。
- **24H1 超声业务略有下滑, 医用内窥镜业务保持平稳。** 超声收入约6.1亿(-5.9%), 医用内窥镜收入约3.9亿(+2.8%)。1) 超声业务线: 国际持平, 国内-10%左右。另外, 24H2预计受到医疗设备依旧换新政策的落地利好, 预计将会有需求提振; 2) 医用内窥镜: 主要分为软镜及硬镜两部分。内镜业务线国内国际都小幅增长。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。** 在过去三年中, 公司在高端医疗设备的研发上不断深化, 成功推出了P80/S80系列超高端产品以及S60/P60系列高端产品。这些产品采用了先进的平台技术, 结合了人性化的工程设计和优化的操作流程, 配备了高清晰度4D成像、弹性成像、造影功能、自动识别以及自动测量等先进功能, 为不同临床需求提供了全面的解决方案。公司还基于高端产品平台开发了P50 Elite、P40 Elite、P20 Elite、P12 Elite系列以及P10等紧凑型产品线, 这些产品覆盖了全身介入治疗和妇产科专业领域, 满足了不同客户群体的多样化需求。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。** 预计2024-2026年归母净利润分别为4.96、6.69、8.41亿元, 对应EPS为1.15、1.55、1.94元, 对应PE为26、19、15倍。考虑到软镜业务国产化率仍在进一步提升, 以及远期空间较大, 虽然短期受到医疗反腐以及政策延迟影响, 后续预计业绩会随着需求逐步回暖。给予2024年32倍估值, 对应目标价36.80元, 给予“买入”评级。
- **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	2360.31	3016.25	3712.69
增长率	20.29%	11.32%	27.79%	23.09%
归属母公司净利润(百万元)	454.44	496.31	669.29	841.31
增长率	22.88%	9.21%	34.85%	25.70%
每股收益EPS(元)	1.05	1.15	1.55	1.94
净资产收益率ROE	14.45%	14.07%	16.33%	17.51%
PE	28	26	19	15
PB	4.08	3.64	3.13	2.67

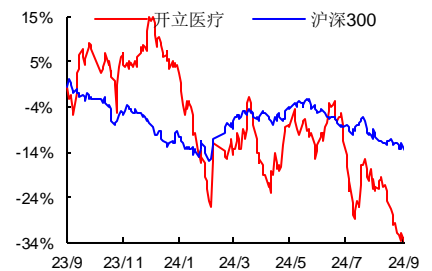
数据来源: Wind, 西南证券

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)	4.33
流通A股(亿股)	4.33
52周内股价区间(元)	29.68-51.96
总市值(亿元)	128.43
总资产(亿元)	41.91
每股净资产(元)	7.39

相关研究

1. 开立医疗(300633): 业绩符合预期, 超声内镜双轮驱动逻辑未变 (2024-04-22)

盈利预测与估值

关键假设：

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 23-24H1 受到反腐影响以及医疗设备以旧换新政策落地较预期有所延迟，国内超声有所承压。后续随着设备以旧换新政策以及反腐的常态化，预计 24-26 年收入增速分别为 8%、14%、15%，由于竞争激励，预计毛利率下降 3pp，后续预计维持在 63% 附近。
- 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。内窥镜相对超声而言，受医疗反腐影响略少，预计 24-26 年销量增速分别为 16%、47%、33%。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	1326	1515	1735
	YOY	13.3%	8.4%	14.3%	14.5%
	毛利率	65.9%	63.0%	63.0%	63.0%
医用内窥镜	营业收入	850	985	1,449	1,923
	YOY	39.0%	15.8%	47.1%	32.7%
	毛利率	74.4%	74.3%	74.2%	74.2%
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	2,360	3,016	3,713
	YOY	20.3%	11.3%	27.8%	23.1%
	毛利率	69.4%	67.9%	68.5%	68.9%

数据来源：Wind, 西南证券

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 32 倍、20 倍、14 倍。考虑到软镜业务国产化率仍在进一步提升，以及远期空间较大，虽然短期受到医疗反腐以及政策延迟影响，后续预计业绩会随着需求逐步回暖。给予 2024 年 32 倍估值，对应目标价 36.80 元，给予“买入”评级。

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	246.48	11.48	13.78	16.50	21	18	15
688358.SH	祥生医疗	20.79	1.87	2.47	3.15	11	8	7
688212.SH	澳华内镜	38.50	0.61	1.18	1.97	63	33	20
平均值						32	20	14

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2024 年 9 月 2 日收盘价

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	2360.31	3016.25	3712.69	净利润	454.44	496.31	669.29	841.31
营业成本	648.55	758.29	949.43	1154.02	折旧与摊销	52.98	57.45	64.78	70.75
营业税金及附加	24.44	23.60	30.16	37.13	财务费用	-44.68	-45.00	-50.00	-50.00
销售费用	524.36	576.80	721.00	879.61	资产减值损失	-51.12	-40.00	-40.00	-40.00
管理费用	128.33	141.16	172.22	210.11	经营营运资本变动	-76.79	-234.38	-187.55	-193.60
财务费用	-44.68	-45.00	-50.00	-50.00	其他	154.64	54.13	-39.18	117.14
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	288.51	417.33	745.60
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	70.00	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	516.99	697.17	876.37	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	516.99	697.17	876.37	股权融资	83.97	0.00	0.00	0.00
所得税	19.39	20.68	27.89	35.05	支付股利	-77.52	-90.89	-99.26	-133.86
净利润	454.44	496.31	669.29	841.31	其他	-124.63	6.41	50.00	50.00
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	-88.11	-49.26	-83.86
归属母公司股东净利润	454.44	496.31	669.29	841.31	现金流量净额	403.08	102.56	273.07	571.74
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	1877.18	2150.25	2721.99	成长能力				
应收和预付款项	241.13	311.90	384.53	466.29	销售收入增长率	20.29%	11.32%	27.79%	23.09%
存货	531.48	643.76	933.57	1083.76	营业利润增长率	24.16%	8.88%	34.85%	25.70%
其他流动资产	78.17	73.24	79.31	85.75	净利润增长率	22.88%	9.21%	34.85%	25.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.15%	9.59%	34.47%	26.01%
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%	67.87%	68.52%	68.92%
无形资产和开发支出	330.75	305.21	279.67	254.13	三费率	28.68%	28.51%	27.96%	28.00%
其他非流动资产	141.52	139.73	137.93	136.14	净利率	21.43%	21.03%	22.19%	22.66%
资产总计	3771.42	4104.65	4786.45	5625.85	ROE	14.45%	14.07%	16.33%	17.51%
短期借款	23.63	20.00	20.00	20.00	ROA	12.05%	12.09%	13.98%	14.95%
应付和预收款项	395.53	500.22	611.99	743.94	ROIC	31.07%	28.56%	32.44%	36.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.79%	22.43%	23.60%	24.16%
其他负债	206.31	56.84	56.84	56.84	营运能力				
负债合计	625.46	577.06	688.83	820.77	总资产周转率	0.58	0.60	0.68	0.71
股本	430.65	432.71	432.71	432.71	固定资产周转率	5.33	4.76	4.83	5.18
资本公积	1118.99	1116.93	1116.93	1116.93	应收账款周转率	7.52	7.50	7.55	7.58
留存收益	1632.52	2037.94	2607.97	3315.42	存货周转率	1.03	1.09	1.13	1.11
归属母公司股东权益	3145.95	3527.59	4097.62	4805.07	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	3527.59	4097.62	4805.07	资产负债率	16.58%	14.06%	14.39%	14.59%
负债和股东权益合计	3771.42	4104.65	4786.45	5625.85	带息债务/总负债	3.78%	3.47%	2.90%	2.44%
					流动比率	4.62	5.59	5.61	5.70
					速动比率	3.68	4.35	4.14	4.29
					股利支付率	17.06%	18.31%	14.83%	15.91%
					每股指标				
					每股收益	1.05	1.15	1.55	1.94
					每股净资产	7.27	8.15	9.47	11.10
					每股经营现金	1.13	0.67	0.96	1.72
					每股股利	0.18	0.21	0.23	0.31
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	483.12	529.44	711.95	897.11					
PE	28.26	25.88	19.19	15.27					
PB	4.08	3.64	3.13	2.67					
PS	6.06	5.44	4.26	3.46					
EV/EBITDA	22.50	20.42	14.80	11.11					
股息率	0.60%	0.71%	0.77%	1.04%					

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

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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	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	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
