

开立医疗(300633)

报告日期: 2024 年 10 月 31 日

高投入下利润承压，长期增长可期

——开立医疗 2024 三季度报点评报告

投资要点

公司 2024 前三季度收入 14.0 亿元，同比下滑 4.7%，归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 66.0%；其中 Q3 收入 3.9 亿元，同比下降 9.2%，归母净利润-0.6 亿元，单季亏损，费用逆势投入、公司利润短期承压。我们认为，2024 年在院内招标节奏放缓以及公司费用高投入下，收入利润增长或承压，但随着院内招标恢复以及海外拓展，公司长期收入利润增长可期。

□ 成长性：内镜收入增长叠加海外拓展，2025 年收入增长可期

超声设备：产品更新迭代叠加海外拓展，超声收入有望稳增长。2024 年超声高基数叠加院内招标恢复较慢，前三季度公司超声产品增长压力较大，但我们认为随着四季度以旧换新等拉动，公司四季度超声有望贡献增量，同时其增长驱动仍在：①海外中高端市场逐步打开。公司已经建立了覆盖全球近 170 个国家和地区的营销网络，依托“风眼 S-Fetus”相关产品 S60、P60 和 Elite 系列公司逐步突破海外中高端市场，2023 年公司持续加深美国、德国等本地化子公司建设，新品 S90 Exp 于 2022 年 12 月取得 CE 认证、2023 年 2 月取得 FDA 认证，我们认为随着产品力提升下，海外中高端市场的快速拓展，海外或成超声板块较强拉动；②国产替代政策驱动、高端产品替换、下沉需求增长，国内收入有望稳定增长。我国高端超声市场国产化率较低（约 10%），开立医疗作为国产超声厂家中唯一一家具备研发和生产覆盖台式超声、便携式超声、血管内超声的高新技术企业，2023 年公司全新一代高端彩超 S80/P80 系列上市，助力拓展三级医院市场。我们认为，在海外拓展与国内高端产品替换等驱动下，随着高基数的逐步出清，2025 年公司超声板块收入有望恢复增长。

消化内镜：国产替代加速，产品&渠道持续高端化，有望形成高增长主要驱动。

虽然短期院内招投标恢复节奏对产品放量造成一定影响，但我们认为：①产品力提升&高端渠道拓展，国内收入增长驱动仍在。我国消化内镜市场被海外龙头占据，正处国产化率快速提升期，2018 年开立医疗 HD-550 内镜平台推出（2019 年将 SFI 成像技术同 HD-550 结合），经过持续迭代与产品完善，市场认可度逐步提升，2021-2023 年公司内镜收入分别同比增长 39%、43%、39%，成为公司核心成长拉动。2023 年公司 HD-580 上市，成像性能进一步提升。我们认为，随着公司产品力的提升、三级医院渠道拓展，国内消化内镜板块收入有望持续高增长，形成收入强拉动。②海外市场稳步拓展，有望构建新增长曲线。公司超声内镜系统（EUS），推广两年来，取得了海外 25+ 国家的销售和装机。我们认为，内镜产品海外的逐步推广，有望构建新增长曲线，随着国内招投标的恢复，公司内镜板块 2025 年有望重新步入高增长区间，拉动收入利润增长。

外科及血管介入产品陆续上市，有望形成长期收入增长拉动。微创外科领域，公司启动了摄像系统、电子镜、光学镜、配套设备以及器械的全方位研发；血管介入领域，2023 年公司自主研发的血管内超声成像产品正式上市。我们认为，随着新品的陆续商业化，有望拉动长期收入增长。

□ 盈利能力：费用逆势投入，全年利润或有压力

2024Q3 公司毛利率 64.4%，同比下降 3.72pct；期间费用率大幅增长，其中销售费用率 44.5%（同比提升 15.9pct）、管理费用率 9.9%（同比提升 2.9pct）、研发费用率 32.7%（同比提升 10.6pct）。由于终端医院采购减少带来的收入压力以及公司营销、研发等人员大幅增长带来的费用率提升，出现单季度亏损。我们认为，虽然逆势投入会带来短期利润压力，但在公司新品持续推出情况下，有望形成中长期成长拉动。

□ 盈利预测及估值

投资评级：增持(维持)

分析师：孙建
 执业证书号：S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师：司清蕊
 执业证书号：S1230523080006
 siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 35.60
总市值(百万元)	15,404.56
总股本(百万股)	432.71

股票走势图



相关报告

- 《内镜收入增长，海外拓展持续》2024.09.08
- 《内镜收入高增，利润率持续提升》2024.04.15
- 《进入收获期的国产内镜龙头》2023.12.05

考虑院内招投标恢复节奏低于预期以及公司持续较高的人员投入，我们下调公司2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 20.80/24.92/29.76 亿元，分别同比增长-1.92%、19.85%、19.40%；归母净利润分别为 1.92/4.07/5.70 亿元，分别同比增长-57.94%、112.69%、40.21%，对应 EPS 分别为 0.44/0.94/1.32 元，对应 2025 年 38 倍 PE，维持“增持”评级。

□ **风险提示：** 产品商业化不及预期的风险；政策变动的风险；行业竞争加剧的风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2120.25	2079.54	2492.24	2975.68
(+/-) (%)	20.29%	-1.92%	19.85%	19.40%
归母净利润	454.44	191.15	406.56	570.05
(+/-) (%)	22.88%	-57.94%	112.69%	40.21%
每股收益(元)	1.05	0.44	0.94	1.32
P/E	34	81	38	27

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2625	2761	3039	3533
现金	1775	1734	1927	2399
交易性金融资产	51	205	225	161
应收账款	174	142	135	109
其它应收款	12	12	15	18
预付账款	55	54	61	71
存货	531	596	656	754
其他	27	17	19	21
非流动资产	1146	1224	1284	1336
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	420	526	605	677
无形资产	165	149	131	114
在建工程	254	243	235	228
其他	307	306	314	317
资产总计	3771	3985	4323	4869
流动负债	569	635	692	783
短期借款	24	0	0	0
应付款项	186	263	287	327
预收账款	0	0	0	0
其他	359	372	405	456
非流动负债	57	59	57	58
长期借款	0	0	0	0
其他	57	59	57	58
负债合计	625	694	749	841
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3146	3291	3574	4029
负债和股东权益	3771	3985	4323	4869

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	489	285	400	578
净利润	454	191	407	570
折旧摊销	53	40	45	50
财务费用	(45)	(24)	(30)	(28)
投资损失	13	1	(10)	(20)
营运资金变动	(51)	90	(5)	30
其它	65	(14)	(7)	(25)
投资活动现金流	186	(278)	(113)	(19)
资本支出	(117)	(120)	(100)	(100)
长期投资	0	0	0	0
其他	303	(158)	(13)	81
筹资活动现金流	(276)	(48)	(93)	(88)
短期借款	(157)	(24)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(118)	(24)	(93)	(88)
现金净增加额	400	(41)	193	471

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2120	2080	2492	2976
营业成本	649	678	763	885
营业税金及附加	24	20	25	31
营业费用	524	652	699	783
管理费用	128	139	161	187
研发费用	384	457	498	565
财务费用	(45)	(24)	(30)	(28)
资产减值损失	65	68	79	95
公允价值变动损益	(0)	22	23	24
投资净收益	(13)	(1)	10	20
其他经营收益	98	90	94	94
营业利润	475	200	425	595
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	474	199	424	594
所得税	19	8	17	24
净利润	454	191	407	570
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	454	191	407	570
EBITDA	501	219	447	621
EPS (最新摊薄)	1.05	0.44	0.94	1.32

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	20.29%	-1.92%	19.85%	19.40%
营业利润	24.16%	-57.88%	112.38%	40.12%
归属母公司净利润	22.88%	-57.94%	112.69%	40.21%
获利能力				
毛利率	69.41%	67.37%	69.39%	70.27%
净利率	21.43%	9.19%	16.31%	19.16%
ROE	15.44%	5.94%	11.84%	15.00%
ROIC	13.35%	5.13%	10.64%	13.44%
偿债能力				
资产负债率	16.58%	17.42%	17.32%	17.26%
净负债比率	6.15%	1.85%	1.71%	1.60%
流动比率	4.62	4.35	4.39	4.51
速动比率	3.68	3.41	3.44	3.55
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.54	0.60	0.65
应收账款周转率	11.37	11.51	11.76	11.46
应付账款周转率	3.12	3.03	2.79	2.90
每股指标(元)				
每股收益	1.05	0.44	0.94	1.32
每股经营现金	1.13	0.66	0.92	1.34
每股净资产	7.31	7.61	8.26	9.31
估值比率				
P/E	33.90	80.59	37.89	27.02
P/B	4.87	4.68	4.31	3.82
EV/EBITDA	37.14	61.77	29.76	20.75

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>