

开立医疗 (300633.SZ)
医疗器械

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月27日

评级: 买入(维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜

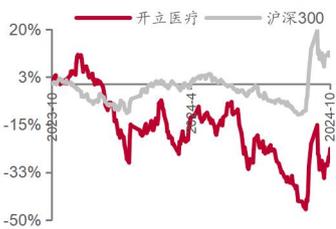
执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	432.71
流通股本(百万股)	432.71
市价(元)	35.48
市值(百万元)	15,352.64
流通市值(百万元)	15,352.64

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《开立医疗 2024 年半年报点评-政策扰动下短期业绩承压，多项目高研发投入助力长期发展》2024-09-02
- 《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》2024-04-13

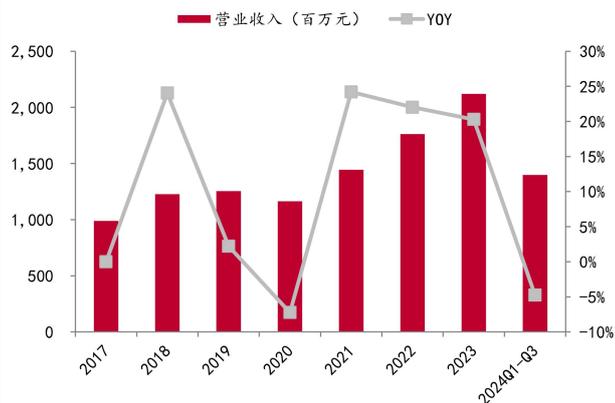
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,763	2,120	2,337	2,976	3,771
增长率 yoy%	22%	20%	10%	27%	27%
归母净利润(百万元)	370	454	248	525	621
增长率 yoy%	50%	23%	-45%	112%	18%
每股收益(元)	0.85	1.05	0.57	1.21	1.43
每股现金流量	1.09	1.13	0.71	1.26	1.68
净资产收益率	13%	14%	8%	14%	15%
P/E	41.5	33.8	61.9	29.2	24.7
P/B	5.6	4.9	4.7	4.1	3.6

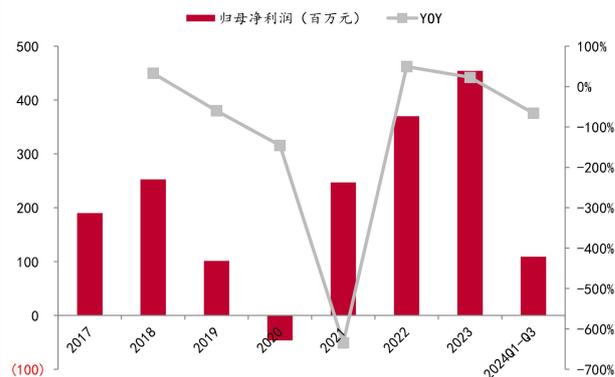
备注: 股价截止自 2024 年 10 月 26 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 公司发布 2024 年三季度报, 2024 年前三季度公司实现营业收入 13.98 亿元, 同比减少 4.74%, 实现归母净利润 1.09 亿元, 同比减少 66.01%, 实现扣非净利润 0.86 亿元, 同比减少 73.21%。
- 分季度来看:** 2024 年单三季度公司实现营业收入 3.86 亿元, 同比减少 9.18%, 归母净利润-0.62 亿元, 同比减少 229.50%, 扣非净利润-0.69 亿元, 同比减少 242.34%, 公司单季度收入在医疗整顿、库存消化等影响下略有下滑, 利润端受研发投入增加等影响, 波动相对明显。
- 费用端:** 2024 年前三季度公司毛利率 66.59%, 同比减少 2.14 pp, 主要受反腐等政策影响; 2024 年前三季度公司销售费用率 32.81%, 同比提升 8.78pp, 管理费用率 7.22%, 同比提升 1.44pp, 财务费用率-1.96%, 同比提升 0.28pp, 研发费用率 24.20%, 同比提升 6.24pp, 公司 2024 前三季度销售、研发人力投入力度较大, 对短期业绩造成一定影响; 2024 前三季度公司实现净利率 7.79%, 同比减少 14.05pp。
- 国内业务有望走出低谷, 海外本土化建设持续推进。** 受国内医疗反腐及以旧换新等政策影响, 医疗机构超声、内镜等设备采购需求有所递延, 同时下游渠道面临库存消化, 公司相关产品终端入院速度有所下滑, 影响短期业绩表现, 伴随以旧换新政策的逐步落地, 我们预计国内相关产品采购有望逐步恢复, 国内市场有望逐渐迎来好转, 业绩低点有望逐步走出; 海外市场方面, 公司持续加大海外本土化能力建设, 在全球各地设立海外子公司及服务中心, 助力超声、内镜系列产品加速出海, 我们预计未来海外业务有望保持良好增速。
- 加大内镜新品研发, 在研管线持续推进。** 公司高度重视自主知识产权技术和产品的研发, 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, 在研产品包括下一代超声系统、高性能探头、高清内窥镜、超声内镜、血管内超声 (IVUS) 等, 研发高投入有望在未来提升公司在超声及内镜市场的影响力, 增强公司综合竞争力。
- 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 23.37、29.76、37.71 亿元, 同比增长 10%、27%、27%、(调整前 2024-2026 年 23.38、29.45、37.10 亿元); 归母净利润 2.48、5.25、6.21 亿元 (调整 2024-2026 年 4.22、5.35、6.78 亿元), 同比增长-45%、112%、18%。公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别约为 62、29、25, 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: 开立医疗主营业务收入情况 (百万元)


来源: WIND, 中泰证券研究所

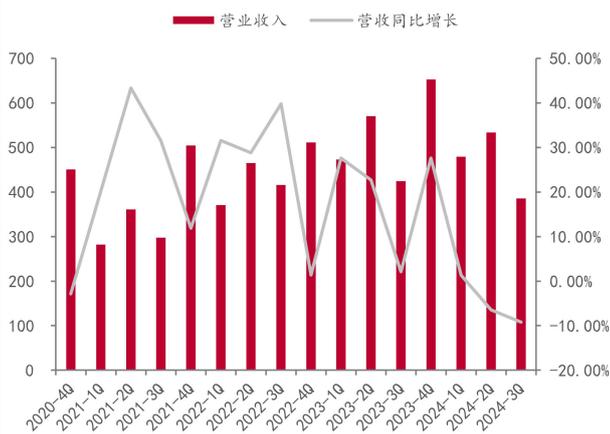
图表 2: 开立医疗归母净利润情况 (百万元)


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	2024-3Q
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	385.51
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%	-9.18%
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%	-27.72%
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	137.35
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	171.5
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	38.12
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	1.64
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	-61.66
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	-61.04
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	0.55
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	-61.59
归母净利润增速			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%	-229.50%

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)

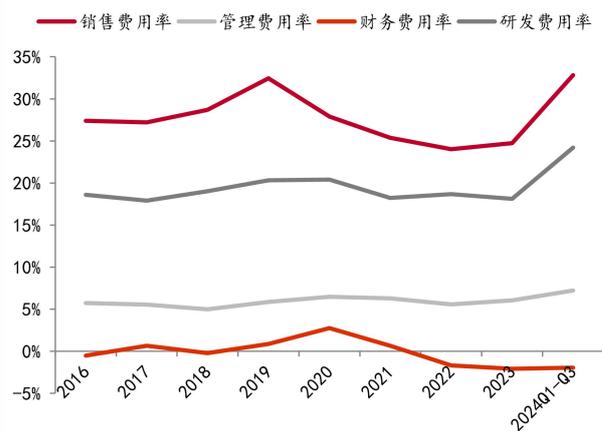

来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 开立医疗费用率变化情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 开立医疗盈利能力变化情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,775	1,652	1,631	1,827	营业收入	2,120	2,337	2,976	3,771
应收票据	0	1	1	1	营业成本	649	815	1,030	1,295
应收账款	174	178	226	290	税金及附加	24	22	28	37
预付账款	55	39	35	45	销售费用	524	608	699	920
存货	531	660	824	1,023	管理费用	128	137	174	223
合同资产	0	0	0	0	研发费用	384	561	566	717
其他流动资产	90	96	111	125	财务费用	-45	-14	-15	-15
流动资产合计	2,625	2,625	2,827	3,312	信用减值损失	-14	-17	-16	-16
其他长期投资	14	0	0	0	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	789	1,182	1,596	投资收益	-13	-13	-13	-13
在建工程	254	354	354	254	其他收益	98	98	98	98
无形资产	165	157	147	139	营业利润	475	257	545	643
其他非流动资产	293	121	124	128	营业外收入	0	1	0	1
非流动资产合计	1,146	1,421	1,807	2,117	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	3,771	4,046	4,634	5,429	利润总额	474	257	544	643
短期借款	24	25	25	25	所得税	20	9	19	22
应付票据	0	29	39	49	净利润	454	248	525	621
应付账款	186	245	309	388	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	75	归属母公司净利润	454	248	525	621
合同负债	45	82	104	132	NOPLAT	412	234	510	606
其他应付款	83	83	83	83	EPS (摊薄)	1.05	0.57	1.21	1.43
一年内到期的非流动负债	15	15	15	15					
其他流动负债	217	228	279	347	主要财务比率				
流动负债合计	569	705	854	1,115	会计年度	2023A	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%	10.2%	27.4%	26.7%
其他非流动负债	57	57	57	57	EBIT 增长率	21.9%	-43.5%	118.0%	18.8%
非流动负债合计	57	57	57	57	归母公司净利润增长率	22.9%	-45.4%	111.9%	18.2%
负债合计	625	762	911	1,171	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,146	3,284	3,723	4,258	毛利率	69.4%	65.1%	65.4%	65.7%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	21.4%	10.6%	17.7%	16.5%
所有者权益合计	3,146	3,284	3,723	4,258	ROE	14.4%	7.6%	14.1%	14.6%
负债和股东权益	3,771	4,046	4,634	5,429	ROIC	14.8%	7.5%	14.4%	15.0%
					偿债能力				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	16.6%	18.8%	19.7%	21.6%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	3.0%	2.9%	2.6%	2.3%
经营活动现金流	489	305	545	726	流动比率	4.6	3.7	3.3	3.0
现金收益	463	295	607	740	速动比率	3.7	2.8	2.3	2.1
存货影响	-17	-129	-164	-199	营运能力				
经营性应收影响	34	32	-25	-54	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
经营性应付影响	-19	87	75	165	应收账款周转天数	32	27	24	25
其他影响	29	20	51	74	应付账款周转天数	115	95	97	97
投资活动现金流	186	-358	-495	-458	存货周转天数	290	263	259	257
资本支出	-165	-522	-480	-442	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.05	0.57	1.21	1.43
其他长期资产变化	351	164	-15	-16	每股经营现金流	1.13	0.70	1.26	1.68
融资活动现金流	-276	-70	-71	-71	每股净资产	7.27	7.59	8.60	9.84
借款增加	-153	1	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-83	-88	-185	-218	P/E	34	62	29	25
股东融资	43	0	0	0	P/B	5	5	4	4
其他影响	-83	17	114	147	EV/EBITDA	4	6	3	2

来源: WIND, 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。