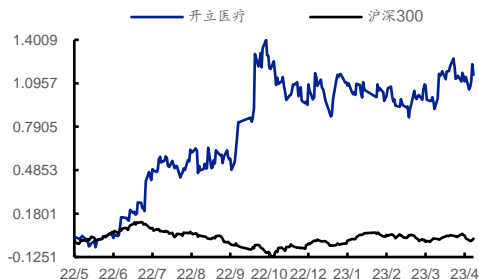


研究所
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002
 zhouxg@ghzq.com.cn
 联系人: 万鹏辉 S0350122020021
 wanph@ghzq.com.cn

内镜板块快速增长，规模效应已现

——开立医疗（300633）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现 2023/04/28

表现	1M	3M	12M
开立医疗	-0.3%	5.1%	128.9%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据 2023/04/28

当前价格(元)	54.70
52周价格区间(元)	23.59-62.00
总市值(百万)	23,404.04
流通市值(百万)	23,404.04
总股本(万股)	42,786.17
流通股本(万股)	42,786.17
日均成交额(百万)	406.42
近一月换手(%)	1.13

事件:

开立医疗发布公告: 公司 2023 年 Q1 实现营业收入 4.73 亿元, 同比增长 27.63%; 归母净利润 1.38 亿元, 同比增长 171.11%; 归母扣非净利润 1.26 亿元, 同比增长 157.67%。

投资要点:

- 超声板块稳健增长，内镜维持高速增长** 公司预计 2023Q1 超声增速在 14% 左右，稳健增长；内镜设备增速 60% 以上增长，保持高速增长趋势，目前终端需求旺盛，内镜渠道库存相对健康。
- 净利润率快速增长，规模效应已现** 公司 2023Q1 毛利率 68.60%，同比增加 8.48pct，主要是内镜业务占比以及高端产品占比的提升。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 22.34%、5.32%、16.91%、-1.54%，分别同比+2.55pct、+0.60pct、-3.52pct、-2.08pct，期间费用率下降 2.45pct，推动 2023Q1 净利润率达到了 29.27%，同比增加 15.49pct，公司规模效应已现。
- 盈利预测和投资评级** 我们考虑到公司 2023Q1 业绩表现亮眼，全年有望维持高增长，适当上调盈利预测，预计 2023/2024/2025 年营业收入为 22.74 亿元/29.00 亿元/36.56 亿元，对应归母净利润 5.04 亿元/6.70 亿元/8.63 亿元，对应 PE 为 46/35/27X。我们长期看好公司在内镜领域市占率的提升，以及基于规模效应的净利润率提升，维持“买入”评级。
- 风险提示** HD550 销售不及预期风险；研发不及预期风险；海外拓展不及预期风险；原材料成本上涨风险；行业政策变化风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1763	2274	2900	3656
增长率 (%)	22	29	28	26
归母净利润 (百万元)	370	504	670	863
增长率 (%)	50	36	33	29
摊薄每股收益 (元)	0.86	1.18	1.57	2.02
ROE (%)	13	16	17	18
P/E	63.76	46.46	34.92	27.13
P/B	8.56	7.22	5.98	4.90
P/S	13.31	10.29	8.07	6.40
EV/EBITDA	55.10	36.83	27.11	20.71

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：开立医疗盈利预测表

证券代码:	300633				股价:	54.70				投资评级:	买入				日期:	2023/04/28			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	13%	16%	17%	18%	EPS	0.86	1.18	1.57	2.02										
毛利率	67%	64%	64%	64%	BVPS	6.40	7.58	9.15	11.16										
期间费率	28%	28%	27%	26%	估值														
销售净利率	21%	22%	23%	24%	P/E	63.76	46.46	34.92	27.13										
成长能力					P/B	8.56	7.22	5.98	4.90										
收入增长率	22%	29%	28%	26%	P/S	13.31	10.29	8.07	6.40										
利润增长率	50%	36%	33%	29%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.50	0.52	0.56	0.57	营业收入	1763	2274	2900	3656										
应收账款周转率	8.87	6.96	8.45	7.29	营业成本	584	817	1042	1314										
存货周转率	3.43	2.77	3.29	2.89	营业税金及附加	15	20	25	32										
偿债能力					销售费用	423	512	623	786										
资产负债率	23%	26%	24%	25%	管理费用	98	114	145	165										
流动比	3.36	2.98	3.23	3.17	财务费用	-30	0	0	0										
速动比	2.63	2.17	2.44	2.32	其他费用/(-收入)	329	424	541	682										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	382	521	693	891										
现金及现金等价物	1757	1910	2477	2989	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	200	329	346	505	利润总额	382	520	692	891										
存货净额	514	822	882	1267	所得税费用	12	17	22	28										
其他流动资产	43	86	72	120	净利润	370	504	670	863										
流动资产合计	2514	3147	3778	4881	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	376	546	692	813	归属于母公司净利润	370	504	670	863										
在建工程	181	185	188	190	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	473	477	482	486	经营活动现金流	473	413	824	765										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	370	504	670	863										
资产总计	3544	4356	5140	6370	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	181	181	181	181	折旧摊销	58	91	117	143										
应付款项	231	416	410	632	公允价值变动	4	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	6	-171	50	-224										
其他流动负债	337	460	580	726	投资活动现金流	-434	-259	-256	-253										
流动负债合计	749	1057	1171	1539	资本支出	-190	-271	-272	-272										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	55	55	55	55	其他	-244	12	15	19										
长期负债合计	55	55	55	55	筹资活动现金流	4	0	0	0										
负债合计	804	1112	1226	1594	债务融资	106	0	0	0										
股本	428	428	428	428	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	2740	3244	3914	4776	其它	-102	0	0	0										
负债和股东权益总计	3544	4356	5140	6370	现金净增加额	54	153	567	512										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020 年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取

提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。