



买入（维持）

所属行业：医疗器械
当前价格(元)：55.55

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

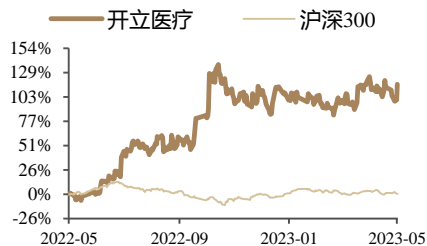
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

王艳

邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.58	8.62	6.21
相对涨幅(%)	-0.79	8.03	9.03

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《——开立医疗 22 年年报点评-开立医疗 (300633.SZ)：经营持续亮眼，内镜、高端超声增长动能强劲》，2023.4.15
- 《——开立医疗 22 年三季报点评-开立医疗 (300633.SZ)：盈利能力稳中向上，内镜高速增长趋势延续》，2022.10.27
- 《——开立医疗 22 年半年报点评-开立医疗 (300633.SZ)：经营拐点进一步确认，内镜高速放量》，2022.8.24
- 《——开立医疗 22 年半年报业绩预告点评-开立医疗 (300633.SZ)：业绩超预期，经营拐点进一步确认》，2022.7.10
- 《——内窥镜行业深度报告-内窥镜行业深度：小内镜大需求，从内镜全产业链看进口替代进程》，2022.6.5

开立医疗 (300633.SZ)：23Q1 业绩超预期，公司预计进入中高速增长发展期

——开立医疗 23 年一季报点评

投资要点

- **事件**：公司发布 2023 年一季报，23Q1 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%。
- **点评**：
 - **业绩高增能力持续验证，预计进入中高速增长发展期**：规模效应+产品结构优化，毛利率持续提升至 68.6%，净利润大幅增长 171%，大超预期。未来，收入端随着软镜、硬镜、高端超声、IVUS 等产品 and 渠道布局，有望进入中高速增长阶段，随着规模效应提升，毛利率有望持续提升，利润端加速释放，推动净利率进一步提升。
 - **软镜持续高增长，硬镜、高端超声有望快速放量**：23Q1 高端产品的收入占比有所提升，内镜设备延续高增长态势，带动产品结构不断优化。23 年硬镜有望高速增长，IVUS 有望快速放量。同时海外出口恢复快速增长，超声、内镜等品类 FDA、CE 持续获批，出海前景可期。
 - **亮点不止看软镜，高端产品密集上市，后续增长动能强劲**：高端品类持续突破，放大内镜、十二指肠镜、超声内镜等高端镜种有望加速国产替代，全新平台超高端彩超-S90Exp 系列 23 年初获批；4K 荧光硬镜、特有超腹联合等外科布局，打造内镜一体化解决方案，奠定中长期高成长基础。
 - **盈利预测及投资建议**：公司国产内镜龙头地位稳固，有望打造中国版“奥林巴斯”，业绩高速释放能力持续获得验证，内镜、高端超声增长动能强劲。预计公司 2023-25 年营业收入分别为 22.6/28.8/36.7 亿，同比增速为 28%/27.9%/27.1%；归母净利润分别为 5.3/6.88/8.94 亿，同比增速为 43.4%/29.7%/29.9%。对应 PE 分别为 45/35/27 倍。维持“买入”评级。
 - **风险提示**：新产品研发进度不及预期；新产品推广不及预期；海外业务拓展不及预期；疫情反复风险。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	430.65		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	430.65	营业收入(百万元)	1,445	1,763	2,256	2,884	3,667
52 周内股价区间(元):	23.95-60.95	(+/-)YOY(%)	24.2%	22.0%	28.0%	27.9%	27.1%
总市值(百万元):	23,922.76	净利润(百万元)	247	370	530	688	894
总资产(百万元):	3,692.46	(+/-)YOY(%)	634.4%	49.6%	43.4%	29.7%	29.9%
每股净资产(元):	6.80	全面摊薄 EPS(元)	0.57	0.86	1.23	1.60	2.07
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	67.4%	66.9%	68.5%	69.0%	69.5%
		净资产收益率(%)	10.5%	13.5%	16.5%	18.0%	19.4%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.86	1.23	1.60	2.07
每股净资产	6.40	7.44	8.86	10.67
每股经营现金流	1.11	0.49	3.78	0.25
每股股利	0.18	0.15	0.19	0.26
价值评估(倍)				
P/E	63.76	45.13	34.78	26.77
P/B	8.56	7.46	6.27	5.20
P/S	13.48	10.49	8.20	6.45
EV/EBITDA	55.10	31.24	24.83	19.64
股息率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	66.9%	68.5%	69.0%	69.5%
净利润率	21.0%	23.5%	23.8%	24.4%
净资产收益率	13.5%	16.5%	18.0%	19.4%
资产回报率	10.4%	12.6%	13.6%	14.5%
投资回报率	11.4%	15.8%	17.3%	18.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.0%	28.0%	27.9%	27.1%
EBIT 增长率	40.9%	76.6%	29.0%	28.7%
净利润增长率	49.6%	43.4%	29.7%	29.9%
偿债能力指标				
资产负债率	22.7%	23.7%	24.5%	25.3%
流动比率	3.4	3.3	3.2	3.2
速动比率	2.6	2.3	3.0	2.4
现金比率	1.8	1.5	2.4	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	41.6	47.0	47.0	47.0
存货周转天数	294.3	365.0	250.0	250.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	4.7	7.3	10.0	12.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	370	530	688	894
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	118	142	92	89
非经营收益	-20	-10	-10	-10
营运资金变动	6	-451	859	-865
经营活动现金流	473	211	1,629	107
资产	-190	-186	-171	-171
投资	0	122	0	0
其他	-244	12	10	10
投资活动现金流	-434	-53	-161	-161
债权募资	106	-1	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-102	-64	-80	-110
融资活动现金流	4	-65	-80	-110
现金净流量	54	94	1,388	-164

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,763	2,256	2,884	3,667
营业成本	584	710	894	1,118
毛利率%	66.9%	68.5%	69.0%	69.5%
营业税金及附加	15	18	23	29
营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	423	496	635	792
营业费用率%	24.0%	22.0%	22.0%	21.6%
管理费用	98	111	123	155
管理费用率%	5.6%	4.9%	4.3%	4.2%
研发费用	329	411	522	664
研发费用率%	18.7%	18.2%	18.1%	18.1%
EBIT	348	614	793	1,020
财务费用	-30	-13	-10	-5
财务费用率%	-1.7%	-0.6%	-0.3%	-0.1%
资产减值损失	-40	-25	-21	-10
投资收益	9	10	10	10
营业利润	382	602	782	1,015
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	382	602	782	1,015
EBITDA	405	727	859	1,094
所得税	12	72	94	122
有效所得税率%	3.2%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	370	530	688	894

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,337	1,431	2,819	2,655
应收账款及应收票据	200	386	360	592
存货	514	901	295	1,227
其它流动资产	463	381	374	378
流动资产合计	2,514	3,099	3,848	4,852
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	376	308	288	300
在建工程	181	323	449	535
无形资产	169	170	171	172
非流动资产合计	1,030	1,100	1,205	1,302
资产总计	3,544	4,199	5,053	6,154
短期借款	181	181	181	181
应付票据及应付账款	231	364	386	552
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	337	393	618	769
流动负债合计	749	938	1,184	1,502
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	55	55	55	55
非流动负债合计	55	55	55	55
负债总计	804	993	1,239	1,557
实收资本	428	426	426	426
普通股股东权益	2,740	3,206	3,814	4,597
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,544	4,199	5,053	6,154

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。