短期业绩承压，内镜业务不改增长态势

——开立医疗 2020 半年报点评

增持|维持

事件：

2020 年 8 月 25 日，公司公告 2020 半年报：1H20 实现收入 4.86 亿元，同比下降 10.72%，归母净利润 0.25 亿元，同比下降 65.20%，扣非后归母净利润 0.03 亿元，同比下降 94.88%。

国元观点：

- **超声业务影响较大，内镜业务逆势增长**

上半年受疫情影响，国内医院常规门诊等业务量减少，公司 1H20 业绩出现一定下滑，从单季度看，公司 Q2 扭亏为盈，归母净利润为 0.33 亿元。分业务板块看，公司**超声业务**实现营收 3.3 亿元，同比下滑 17.76%，毛利率为 62.86%，同比下降 7.11pct。**内镜业务**实现营收 1.18 亿元，同比增长 10.64%，毛利率为 65.73%，同比增长 7.21pct。威尔逊上半年由于医院内镜检查、手术需求下滑较大，预计出现亏损，若剔除威尔逊耗材业务，内镜业务收入同比增长 42.34%，增长稳健。威尔逊业务短期下滑不改内镜耗材行业蓬勃发展的趋势，公司高端内镜 HD550 逐步放量，随着后续超声内镜、软镜治疗器具、硬镜等产品上市销售，内镜业务成长可期。

- **三费略有波动，研发投入持续加大**

销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 30.25%（-1.42pct）、31.48%（+3.83pct）和 1.91%（+0.94pct），销售费用率下降预计主要系疫情期间差旅费用减少所致，管理费用率增加预计主要系疫情期间支付员工薪酬增加所致，财务费用率增加主要系银行借款利息支出增加所致。公司研发投入近几年持续增加，1H20 研发费用率为 23.98%，同比增加 2.27pct。

- **投资建议与盈利预测**

受疫情影响，公司业绩短期承压，长期看好内镜市场增长趋势，公司内镜管线布局丰富，仍有较大向上潜力。我们预计 20-22 年公司有望实现营收 13.44/16.08/18.22 亿元，同比增长 7.2%/19.6%/13.3%，归母净利润 1.07/1.50/2.00 亿元，同比增长 5.5%/39.8%/33.7%，EPS 为 0.26/0.36/0.49 元/股，对应 PE 为 120/86/64 倍，**维持“增持”评级**。

- **风险提示**

市场竞争风险；疫情影响海外销售风险；产品研发风险；政策风险；商誉减值风险等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1226.85	1253.85	1344.43	1608.44	1822.22
收入同比（%）	24.0%	2.2%	7.2%	19.6%	13.3%
归母净利润(百万元)	252.62	101.54	107.17	149.80	200.31
归母净利润同比(%)	32.9%	-59.8%	5.5%	39.8%	33.7%
ROE（%）	19.3%	7.2%	6.8%	10.2%	14.3%
每股收益（元）	0.61	0.25	0.26	0.36	0.49
市盈率(P/E)	50.74	126.25	119.61	85.57	63.99

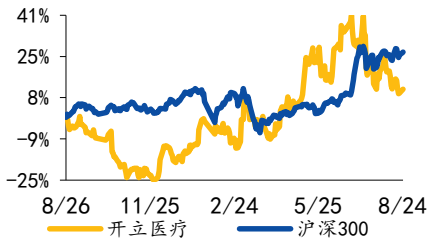
资料来源：Wind,国元证券研究中心

当前价：　31.20 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	39.65 / 20.91
A 股流通股（百万股）：	400.01
A 股总股本（百万股）：	403.84
流通市值（百万元）：	12480.31
总市值（百万元）：	12599.67

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-开立医疗（300633）2019 年报&20Q1 季报点评：高端品类渐丰，静待内镜腾飞》2020.04.23

《国元证券公司研究-开立医疗（300633）2019Q3 点评：市场培育期间，业绩短期扰动》2019.10.28

报告作者

分析师　常启辉

执业证书编号　S0020517090001

电话　021-51097188-1936

邮箱　changqihui@gyzq.com.cn

联系人　刘慧敏

电话　021-51097188

邮箱　liuhuimin@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1138	1544	1536	1526	1467
现金	131	167	754	553	464
应收账款	384	348	381	456	516
其他应收款	15	17	25	30	34
预付账款	13	14	20	26	24
存货	247	288	333	435	400
其他流动资产	348	710	23	26	28
非流动资产	697	871	842	805	760
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	69	148	161	140
无形资产	71	72	72	72	72
其他非流动资产	559	729	622	572	547
资产总计	1836	2414	2378	2330	2227
流动负债	461	694	469	539	503
短期借款	169	205	0	0	0
应付账款	98	179	175	229	210
其他流动负债	193	309	294	310	292
非流动负债	64	316	324	321	321
长期借款	0	256	256	256	256
其他非流动负债	64	61	68	65	65
负债合计	525	1010	792	860	823
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	406	412	412	412
资本公积	219	312	312	312	312
留存收益	673	749	845	728	661
归属母公司股东权益	1311	1404	1585	1470	1403
负债和股东权益	1836	2414	2378	2330	2227

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	234	190	19	53	170
净利润	253	102	107	150	200
折旧摊销	22	29	23	38	46
财务费用	-3	11	9	5	6
投资损失	-19	-14	-15	-15	-15
营运资金变动	-55	12	-119	-138	-73
其他经营现金流	35	51	14	13	6
投资活动现金流	-305	-483	705	15	15
资本支出	81	159	0	0	0
长期投资	7	0	0	0	0
其他投资现金流	-217	-325	705	15	15
筹资活动现金流	117	327	-138	-270	-274
短期借款	146	36	-205	0	0
长期借款	0	256	0	0	0
普通股增加	0	6	6	0	0
资本公积增加	8	94	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-64	62	-270	-274
现金净增加额	47	39	587	-201	-88

利润表					单位:百万元
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1227	1254	1344	1608	1822
营业成本	370	435	500	655	601
营业税金及附加	15	14	16	24	27
营业费用	352	407	403	434	574
管理费用	61	73	87	97	146
研发费用	233	255	280	300	320
财务费用	-3	11	9	5	6
资产减值损失	-26	-29	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	19	14	15	15	15
营业利润	272	107	114	159	212
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	271	108	113	159	212
所得税	19	6	6	9	12
净利润	253	102	107	150	200
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	253	102	107	150	200
EBITDA	291	147	146	202	264
EPS（元）	0.63	0.25	0.26	0.36	0.49

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	24.0%	2.2%	7.2%	19.6%	13.3%
营业利润(%)	30.8%	-60.8%	6.8%	39.6%	33.6%
归属母公司净利润(%)	32.9%	-59.8%	5.5%	39.8%	33.7%
获利能力					
毛利率(%)	69.9%	65.3%	62.8%	59.3%	67.0%
净利率(%)	20.6%	8.1%	8.0%	9.3%	11.0%
ROE(%)	19.3%	7.2%	6.8%	10.2%	14.3%
ROIC(%)	18.3%	11.6%	11.0%	13.7%	17.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	28.6%	41.8%	33.3%	36.9%	37.0%
净负债比率(%)	32.22%	45.60%	32.25%	29.71%	31.03%
流动比率	2.47	2.23	3.28	2.83	2.92
速动比率	1.91	1.78	2.53	1.98	2.08
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.59	0.56	0.68	0.80
应收账款周转率	3	3	3	3	3
应付账款周转率	4.77	3.13	2.82	3.24	2.74
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.25	0.26	0.36	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.46	0.05	0.13	0.41
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.41	3.85	3.57	3.41
估值比率					
P/E	50.74	126.25	119.61	85.57	63.99
P/B	9.78	9.13	8.09	8.72	9.13
EV/EBITDA	42	83	83	60	46

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188