

# 开立医疗（300633.SZ）——2024年中报点评

## 业绩短期承压，研发、销售保持高强度投入

优于大市

### 核心观点

**24H1 收入端略有下滑，利润端受费用投入影响有所承压。**2024 上半年公司实现营收 10.13 亿元（-2.94%），归母净利润 1.71 亿元（-37.53%），扣非归母净利润 1.55 亿元（-43.27%）。其中 24Q2 单季营收 5.33 亿元（-6.48%），归母净利润 0.70 亿元（-47.70%），扣非归母净利润 0.63 亿元（-57.49%）。2024 上半年公司收入端个位数下滑，利润表现承压，主要系行业整顿影响下，终端医院采购减少，超声、内镜的招标量相比去年同期下滑较多，同时公司仍保持较高的费用投入强度所致。

**超声业务有所下滑，内镜业务维持较好盈利能力。**分业务看，2024 上半年超声业务实现收入 6.1 亿元，同比下滑 6.0%，毛利率 62.99%，同比下降 3.53pp，超声业务收入及毛利率均有所下滑，主要系行业招投标量减少、竞争加剧所致；内窥镜及镜下治疗器具实现收入 3.9 亿元，同比增长 2.8%，毛利率 73.77%，同比下降 0.05pp，盈利能力维持稳定。

**毛利率略有下滑，费用率有所提升。**2024 上半年公司毛利率 67.43%（-1.55pp），毛利率略有下滑，主要系超声业务毛利率下降所致。销售费用率 28.37%（+6.18pp），管理费用率 6.20%（+0.90pp），研发费用率 20.95%（+4.68pp），财务费用率-2.86%（+0.20pp），四费率 52.66%（+11.95pp），各项费用率均有所提升，销售、研发费用率提升幅度明显，主要系公司持续保持高强度投入，2024 上半年员工人数增加超过 300 人，员工总数突破 3000 人，研发、营销团队实力进一步增强。

**投资建议：**公司在行业低谷期逆势加大战略投入，对短期业绩存在一定影响，但将为公司的中长期发展提供重要助力。下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收 23.5/27.8/33.3 亿元（原为 26.5/33.4/42.5 亿元），同比增速 11%/18%/20%，归母净利润 4.7/6.2/7.5 亿元（原为 5.9/7.4/9.5 亿元），同比增速 3%/33%/20%，当前股价对应 PE=27/20/17x，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**研发失败风险；汇率波动风险；新品放量不及预期风险；竞争加剧风险。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,763	2,120	2,349	2,782	3,331
(+/-%)	22.0%	20.3%	10.8%	18.4%	19.8%
归母净利润(百万元)	370	454	469	624	749
(+/-%)	49.6%	22.9%	3.2%	33.1%	20.1%
每股收益(元)	0.86	1.06	1.08	1.44	1.73
EBIT Margin	17.8%	19.4%	16.5%	21.1%	22.8%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	14.4%	13.2%	15.3%	15.9%
市盈率 (PE)	33.1	27.1	26.4	19.8	16.5
EV/EBITDA	37.4	28.1	29.9	19.9	15.6
市净率 (PB)	4.47	3.92	3.48	3.03	2.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌珑  
021-60375487 021-60375401  
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn  
S0980523050001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.05 元
总市值/流通市值	12570/12570 百万元
52 周最高价/最低价	52.30/28.12 元
近 3 个月日均成交额	126.79 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《开立医疗（300633.SZ）-超声和软镜行业领军者，多产品线布局厚积薄发》——2024-07-18  
《开立医疗（300633.SZ）-超声和软镜行业领军者，多产品线布局厚积薄发 超声+软镜行业领军者，布局新业务成长可期》——2024-07-17

**24H1 收入端略有下滑，利润端受费用投入影响有所承压。**2024 上半年公司实现营收 10.13 亿元（-2.94%），归母净利润 1.71 亿元（-37.53%），扣非归母净利润 1.55 亿元（-43.27%）。其中 24Q2 单季营收 5.33 亿元（-6.48%），归母净利润 0.70 亿元（-47.70%），扣非归母净利润 0.63 亿元（-57.49%）。2024 上半年公司收入端个位数下滑，利润表现承压，主要系行业整顿影响下，终端医院采购减少，超声、内镜的招标量相比去年同期下滑较多，同时公司仍保持较高的投入强度所致。

图1：开立医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：开立医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：开立医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：开立医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**超声业务有所下滑，内镜业务维持较好盈利能力。**分业务看，2024 上半年超声业务实现收入 6.1 亿元，同比下滑 6.0%，毛利率 62.99%，同比下滑 3.53pp，超声业务收入及毛利率均有所下滑，主要系行业招投标量减少、竞争加剧所致；内窥镜及镜下治疗器具实现收入 3.9 亿元，同比增长 2.8%，毛利率 73.77%，同比下滑 0.05pp，盈利能力维持稳定。

图5: 开立医疗各业务收入（亿元）及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

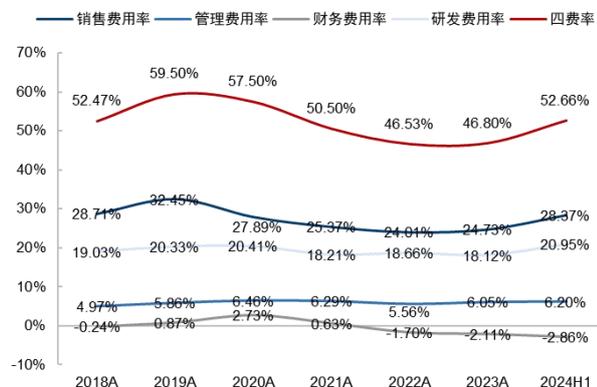
图6: 开立医疗各业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

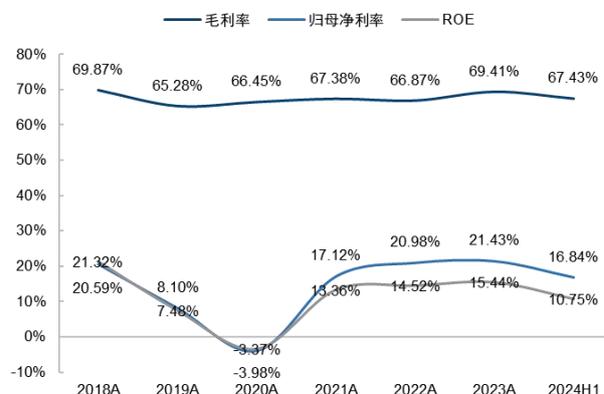
**毛利率略有下滑，费用率有所提升。**2024 上半年公司毛利率 67.43% (-1.55pp)，毛利率略有下滑，主要系超声业务毛利率下降所致。销售费用率 28.37% (+6.18pp)，管理费用率 6.20% (+0.90pp)，研发费用率 20.95% (+4.68pp)，财务费用率-2.86% (+0.20pp)，四费率 52.66% (+11.95pp)，各项费用率均有所提升，销售、研发费用率提升明显，主要系公司持续保持高强度投入，2024 上半年员工人数增加超过 300 人，员工总数突破 3000 人，研发、营销团队实力进一步增强。

图7: 开立医疗费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 开立医疗利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司在行业低谷期加大战略投入，对短期业绩存在影响，但将为公司的中长期发展提供重要助力。下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收 23.5/27.8/33.3 亿元（原为 26.5/33.4/42.5 亿元），同比增速 11%/18%/20%，归母净利润 4.7/6.2/7.5 亿元（原为 5.9/7.4/9.5 亿元），同比增速 3%/33%/20%，当前股价对应 PE=27/20/17x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/9/11 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE 23A	PEG 24E	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300633.SZ	开立医疗	29.05	126	1.06	1.08	1.44	1.73	27.66	26.81	20.15	16.77	14.45%	1.48	优于大市
300760.SZ	迈瑞医疗	240.03	2,910	9.55	11.38	13.67	16.19	25.13	21.09	17.56	14.82	35.01%	1.10	优于大市
688212.SH	澳华内镜	41.68	56	0.43	0.13	1.06	2.20	96.96	311.64	39.23	18.95	4.19%	4.31	优于大市

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1337	1775	2561	2715	3028	营业收入	1763	2120	2349	2782	3331
应收款项	217	186	300	314	364	营业成本	584	649	717	833	977
存货净额	514	531	610	686	797	营业税金及附加	15	24	28	33	40
其他流动资产	21	75	49	63	88	销售费用	423	524	611	668	783
<b>流动资产合计</b>	<b>2514</b>	<b>2625</b>	<b>3579</b>	<b>3836</b>	<b>4336</b>	管理费用	98	128	143	160	173
固定资产	557	674	770	903	1053	研发费用	329	384	470	501	600
无形资产及其他	169	165	158	152	145	财务费用	(30)	(45)	(47)	(14)	17
投资性房地产	304	307	307	307	307	投资收益	9	(13)	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	36	51	(10)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>3544</b>	<b>3771</b>	<b>4815</b>	<b>5198</b>	<b>5842</b>	其他收入	(335)	(403)	(376)	(408)	(509)
短期借款及交易性金融负债	192	38	500	300	200	营业利润	382	475	521	693	833
应付款项	231	186	272	286	323	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	326	344	420	462	530	<b>利润总额</b>	<b>382</b>	<b>474</b>	<b>521</b>	<b>693</b>	<b>833</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>749</b>	<b>569</b>	<b>1192</b>	<b>1048</b>	<b>1053</b>	所得税费用	12	19	52	69	83
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	57	64	63	66	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>370</b>	<b>454</b>	<b>469</b>	<b>624</b>	<b>749</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>804</b>	<b>625</b>	<b>1256</b>	<b>1111</b>	<b>1119</b>	净利润	370	454	469	624	749
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(49)	5	44	18	21
股东权益	2740	3146	3558	4087	4723	折旧摊销	36	50	68	89	106
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3544</b>	<b>3771</b>	<b>4815</b>	<b>5198</b>	<b>5842</b>	公允价值变动损失	(36)	(51)	10	10	10
						财务费用	(30)	(45)	(47)	(14)	17
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(95)	(64)	46	(30)	(57)
每股收益	0.86	1.06	1.08	1.44	1.73	其它	49	(5)	(44)	(18)	(21)
每股红利	0.13	0.19	0.13	0.22	0.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>274</b>	<b>389</b>	<b>593</b>	<b>694</b>	<b>808</b>
每股净资产	6.40	7.31	8.22	9.45	10.91	资本开支	0	(212)	(212)	(244)	(281)
ROIC	14.33%	15.88%	12%	15%	17%	其它投资现金流	(275)	367	0	0	0
ROE	13.50%	14.45%	13%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(275)</b>	<b>155</b>	<b>(212)</b>	<b>(244)</b>	<b>(281)</b>
毛利率	67%	69%	69%	70%	71%	权益性融资	11	43	0	0	0
EBIT Margin	18%	19%	16%	21%	23%	负债净变化	(43)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	22%	19%	24%	26%	支付股利、利息	(58)	(83)	(56)	(95)	(114)
收入增长	22%	20%	11%	18%	20%	其它融资现金流	259	16	462	(200)	(100)
净利润增长率	50%	23%	3%	33%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>68</b>	<b>(106)</b>	<b>405</b>	<b>(295)</b>	<b>(214)</b>
资产负债率	23%	17%	26%	21%	19%	<b>现金净变动</b>	<b>68</b>	<b>437</b>	<b>786</b>	<b>154</b>	<b>313</b>
股息率	0.5%	0.7%	0.5%	0.8%	0.9%	货币资金的期初余额	1269	1337	1775	2561	2715
P/E	33.1	27.1	26.4	19.8	16.5	货币资金的期末余额	1337	1775	2561	2715	3028
P/B	4.5	3.9	3.5	3.0	2.6	企业自由现金流	0	167	251	344	450
EV/EBITDA	37.4	28.1	29.9	19.9	15.6	权益自由现金流	0	183	750	187	405

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032