

医药生物

2025 年 01 月 17 日

开立医疗 (300633)

——国内设备采购逐步恢复，看好公司领衔进口替代

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

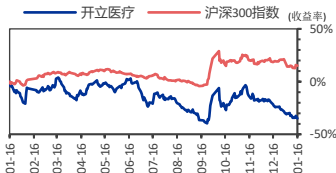
投资要点：

- **国内医疗设备龙头**：开立医疗成立于 2002 年，当前主要产品包括医用超声诊断设备、消化与呼吸内镜、微创外科产品和心血管介入产品等，其中超声和软镜产品国产份额领先（分别在国产中份额排名第 2 和第 1）。当前在全国 30 个主要城市设立分公司和办事处，公司产品远销全球，在全球 170 多个国家和地区设立销售和维修网点，拥有 7 个全球研发中心。
- **看好 2025 年采购复苏**：2023 年以来的行业整顿，叠加新冠疫情和 DRG/DIP 等因素导致的医院经营压力，以及地方财政紧张、设备更新政策扰动等因素，医疗设备的采购需求短期内受到了明显抑制。根据众成医械的数据，2024 年国内医疗设备的招采同比下降了约 16%。但随着年底以来包括设备更新在内的采购恢复和启动，我们认为 2025 年的设备采购前景乐观，看好公司超声和内镜终端需求逐步复苏，以及国产化率提升。
- **超声、软镜高端化，潜力业务高成长**：当前公司已经形成了良好的产品梯度：（1）超声：公司是国内超声领域先驱，产品线覆盖齐全，近年来高端化明显，叠加海外稳定需求，预计公司超声业务将维持稳健增长；（2）公司是国内消化内镜龙头，近年来领衔了国内软镜的进口替代，当前国内消化内镜仍然为进口主导，长期看好公司内镜国内份额提升；（3）硬镜：凭借软硬件研发和生产经验，近年来公司重点发力了硬镜赛道，团队搭建磨合完善后预计将驱动公司内镜增长；（4）IVUS：行业潜在成长空间巨大，集采利好公司产品入院。
- **首次覆盖，给予“买入”评级**：公司短期对市场和研发的高投入影响了表观业绩，但是医疗设备需求偏刚性，随着未来国内正常需求的恢复，公司有望更快恢复增长，收入恢复增长后公司净利率向上弹性较大。预计公司 2024-2026 年收入分别为 20.62 亿元、24.94 亿元和 29.59 亿元，归母净利润分别 2.10 亿元、4.07 亿元和 5.83 亿元，对应 PE 56 倍、29 倍和 20 倍。以 2024 年 4 家可比公司的 PS 平均值 7.3 倍计算，开立医疗合理市值 151 亿元，相对 2025 年 1 月 16 日市值有约 29% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**：市场竞争加剧，研发风险，市场需求波动

市场数据： 2025 年 01 月 16 日
收盘价（元） 27.10
一年内最高/最低（元） 44.40/25.04
市净率 3.8
股息率（分红/股价） 1.18
流通 A 股市值（百万元） 11,727
上证指数/深证成指 3,236.03/10,101.10
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产（元） 7.21
资产负债率% 24.93
总股本/流通 A 股（百万） 433/433
流通 B 股/H 股（百万） -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

陈烨远 A0230521050001
chenyy@swsresearch.com

联系人

李敏杰
(8621)23297818×
limj2@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2,120	1,398	2,062	2,494	2,959
同比增长率（%）	20.3	-4.7	-2.8	21.0	18.7
归母净利润（百万元）	454	109	210	407	583
同比增长率（%）	22.9	-66.0	-53.8	93.9	43.2
每股收益（元/股）	1.06	0.25	0.49	0.94	1.35
毛利率（%）	69.4	66.6	67.1	67.4	67.9
ROE（%）	14.4	3.5	6.5	11.0	14.1
市盈率	26		56	29	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2024-2026 年收入分别为 20.62 亿元、24.94 亿元和 29.59 亿元，归母净利润分别 2.10 亿元、4.07 亿元和 5.83 亿元，对应 PE 56 倍、29 倍和 20 倍。以 2024 年 4 家可比公司的 PS 平均值 7.3 倍计算，开立医疗合理市值 151 亿元，相对 2025 年 1 月 16 日市值有约 29% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

(1) 超声：2024 年海外稳定，但受到国内需求波动影响，预计整体收入下滑 5%，假设 2025 年公司超声收入恢复到 15% 增速，2026 年增长 10% (参考 2022 年和 2023 年增长 14% 和 13%)；(2) 内镜：预计 2024 年全年同比持平，我们预计 2025、2026 年行业需求将复苏，叠加硬镜高增长，假设公司 2025、2026 年内镜业务收入增速均为 30%；(3) 毛利率：假设 2024-2026 年超声毛利率维持在 63% (2024H1 水平)，内镜维持在 74% (2024H1 水平)。

有别于大众的认识

(1) 市场认为超声行业竞争激烈，我们认为公司在中高端领域积累在国内领先，近年来在国内份额稳中有升，预计将长期受益于行业扩容；(2) 市场认为公司静态市盈率过高，我们认为 2024 年行业需求疲软，公司未展现规模效应，且硬镜团队早期投入较高，预计 2025 年期利润率将明显恢复。

股价表现的催化剂

(1) 采购需求：包括设备更新在内的采购需求提升，促进公司业绩提前恢复；(2) 高端产品获证：包括下一代内镜在内的产品获批将进一步提升公司国内竞争力。

核心假设风险

(1) 市场竞争加剧：包括内镜、超声等行业均存在新玩家加入导致竞争加剧，现有厂家份额下降的可能；(2) 研发风险：设备公司竞争力来源于持续研发推动下的产品迭代，但高端产品研发投入成本较高，且存在失败风险；(3) 市场需求波动：近期设备招采需求回暖，但未来设备需求仍然受到医院经营、行业政策、地方财政情况等多因素影响，需求存在波动可能。

目录

1.开立医疗：国产医疗设备龙头，看好采购复苏	6
1.1 多年深耕医疗设备，市场份额领先	6
1.2 财务：业绩短期受行业影响，看好公司净利率弹性	9
2.行业：政策利好因素释放，国产替代预计加速	10
2.1 设备需求逐渐恢复，看好 2025 年需求前景	10
2.2 超声：百亿级市场，高端市场进口主导	12
2.3 内镜：市场持续扩容，国产替代空间巨大	14
3.公司：产品高端化，推动高端国产替代	17
3.1 超声：医用彩超先驱，产品持续高端升级	17
3.2 内镜：国产龙头之一，领衔进口替代	20
4.潜力业务：硬镜重点投入，IVUS 远期大空间	22
4.1 硬镜：发力重点领域，短期投入较大	22
4.2 IVUS：国产替代加速，长期高成长潜力	24
5.盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测：预计 2025 年恢复增长，利润率提升	27
5.2 相对估值：公司合理市值 151 亿元	28
6.风险提示	28

图表目录

图 1：公司发展历史.....	6
图 2：公司股权结构及子公司情况.....	8
图 3：公司收入及增速（亿元）	9
图 4：公司归母净利润及增速（亿元）	9
图 5：公司收入构成（亿元，按项目）	9
图 6：公司收入构成（亿元，按地区）	9
图 7：公司毛利率	10
图 8：公司费用率	10
图 9：医学影像设备分类.....	11
图 10：中国医学影像设备市场规模（亿元）	11
图 11：设备采购资金来源.....	11
图 12：国内设备采购金额（亿元）	11
图 13：设备更新采购金额（亿元）	12
图 14：部分省份设备更新产品名单.....	12
图 15：超声的分类	12
图 16：全球超声设备市场规模（万台/套）	13
图 17：中国超声设备市场规模（万台/套）	13
图 18：国内超声发展史	13
图 19：2024 年中国超声市场格局（按销量）	13
图 20：中国发病率前十癌症（2020 年，万人）	14
图 21：日本胃癌五年生存率	14
图 22：各国消化内镜开展率（次/十万人，2019 年）	15
图 23：国内软镜市场规模（亿美元）	16
图 24：2024 年中国软镜市场格局（按销量）	16
图 25：迈瑞和开立超声高端化历程.....	17
图 26：开立超声系列.....	18
图 27：S80 河图超高端全身彩超	18
图 28：公司探头系列.....	19
图：公司彩超平均终端价及份额（万元，按销量）	

图 30: 彩超出口金额 (亿美元)	19
图 31: 出口发货地分布 (按金额)	19
图 32: 开立和澳华软镜发展历程	20
图 33: 开立 HD-580 内镜系统	20
图 34: 开立超声内镜 (凸阵) EG-UC5T	20
图 35: 公司内镜收入及毛利率 (百万元)	21
图 36: 国内消化内镜市场格局变化.....	21
图 37: 微创外科手术主要应用术式.....	22
图 38: 中国微创手术量 (百万台)	22
图 39: 中国硬镜市场规模 (亿元)	23
图 40: 胸腹腔镜格局 (按销量)	23
图 41: 公司硬镜系统.....	23
图 42: 术中多维导航方案.....	23
图 43: 公司员工人数及人均薪酬 (人, 万元)	24
图 44: 中国 PCI 治疗量 (万例)	24
图 45: 血管内超声示意图.....	24
图 46: 国内 IVUS 市场规模 (亿元)	25
图 47: 开立血管内超声系统	25
图 48: 浙江联盟集采报量 (万根)	26
 表 1: 公司主要产品情况	 7
表 2: 软镜和硬镜对比	22
表 3: 公司盈利预测 (百万元)	27
表 4: 相对估值表 (亿元, 2025/1/16)	28

1. 开立医疗：国产医疗设备龙头，看好采购复苏

1.1 多年深耕医疗设备，市场份额领先

开立医疗成立于 2002 年，公司长期致力于医疗设备的研发和制造，当前主要产品包括医用超声诊断设备、消化与呼吸内镜、微创外科产品和心血管介入产品等。经过多年努力，公司逐渐实现了“内科+外科”、“诊断+治疗”、“设备+耗材”的多产品线发展格局。公司当前在全国 30 个主要城市设立分公司和办事处，在全球 170 多个国家和地区设立销售和维修网点，拥有 7 个全球研发中心。

图 1：公司发展历史



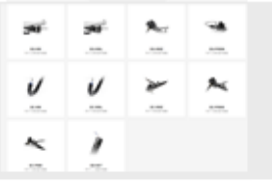
资料来源：公司官网，申万宏源研究

超声方面：公司经过 20 余年的研发及技术突破，已形成完备的超高、高、中、低不同产品档次，涵盖台式和便携式产品形态，临床解决方案覆盖较为全面的产品格局。根据公司 2024 半年报，当前公司在全球超声行业排名前十，在国内市占排名第四。

内镜方面：公司研发水平在国内同行业中处于领先地位，作为国产内窥镜领军企业，推出了覆盖多科室应用，满足高端、中端、低端等多层次用户需求的内窥镜产品系列和综

合解决方案。在消化内镜领域，目前公司在国内市场市占排名第三（仅次于奥林巴斯和富士），国内企业中排名第一，市占率持续提升。

表 1：公司主要产品情况

分类	细分	图例
超声医学影像	台式彩超	
	便携彩超	
	探头	
内镜诊疗	内窥镜图像处理系统	
	超声内镜系统	
	消化内镜	
	支气管镜	
	周边设备	
	耗材	
微创外科		
心血管介入		
动物医疗		

资料来源：公司官网，申万宏源研究

除了超声和软镜外，公司还在积极培育微创外科和心血管介入产品：

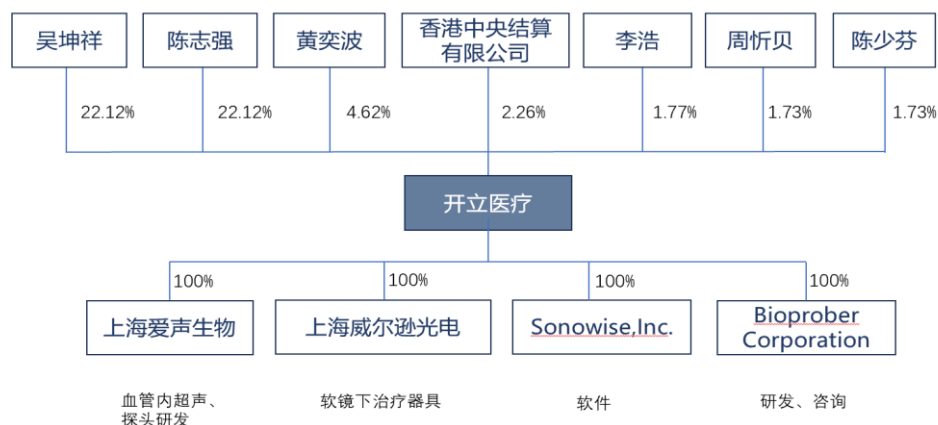
微创外科方面：公司先后推出了三晶片全高清内窥镜摄像系统 SV-M2K30、三晶片 4K 超高清内窥镜摄像系统 SV-M4K30、四晶片 4K 超高清内窥镜荧光摄像系统 SV-M4K40、单晶片 4K 超高清内窥镜系统 SV-M4K120 等产品系列。硬式内窥镜镜体、微创外科配套产品系列正在不断丰富。公司自主研发的 mm 胸腹腔镜、气腹机等产品已获批上市

并实现量产销售，同时还有多个外科周边设备、外科手术器械产品处于研发管线中。公司 2023 年引进了具有丰富外科营销和运营经验的团队，强强联合下微创外科业务前景可期。

心血管介入方面：公司与复旦大学附属中山医院团队共同承担科技部十三五国家重点研发项目“血管内介入超声成像诊断设备”并在国内多个中心开展了上市前临床研究。公司作为唯一的企业单位，参与制定了国家医药行业标准 YYT1659-2019《血管内超声诊断设备通用技术要求》。在 2022 年 12 月，由公司自主研发的血管内超声诊断设备，以及全资子公司上海爱声自主研发的一次性使用血管内超声诊断导管成功取得国家药品监督管理局（NMPA）颁发的三类医疗器械注册证，并于 2023 年正式上市，在临床使用过程中获得一致好评。

股权结构及子公司：公司创始人吴坤祥和陈志强（一致行动人）合计持有公司约 44.24% 的股份（截至 2024Q3），为公司的实际控制人。公司下辖子公司中，上海爱声生物医疗科技有限公司主要负责血管内超声（IVUS）技术和产品研发、探头研发等，上海威尔逊光电仪器有限公司主要负责医用内窥镜软镜下治疗器具业务。

图 2：公司股权结构及子公司情况



资料来源：wind，申万宏源研究

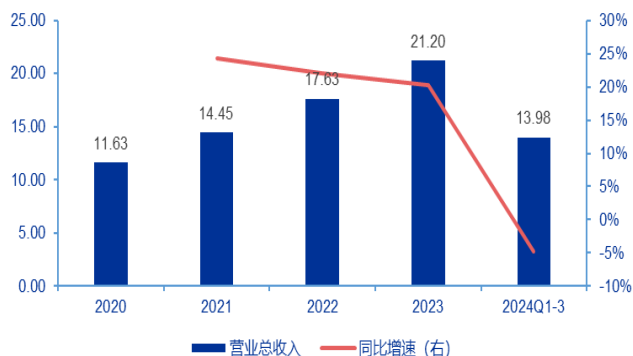
股权激励充分：（1）2022 年 1 月，公司发布 2022 年限制性股票激励计划，激励计划的考核年度为 2022-2024 年 3 个会计年度，目标为以 2020 年为基数，2022 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润增长率不低于 35%，或毛利润增长率不低于 35%；2023 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润增长率不低于 60%，或利润增长率不低于 65%；2024 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润增长率不低于 85%，或毛利润增长率不低于 95%。（2）2023 年 8 月，公司发布针对外科团队的限制性股票激励计划，激励计划的考核年度为 2022-2024 年 3 个会计年度，目标为 2023-2026 年中国大陆地区外科业务总收入不低于 1 亿元、1.45 亿元、2.5 亿元、4 亿元（100%归属系数）。

1.2 财务：业绩短期受行业影响，看好公司净利率弹性

2020 年以来业绩快速增长：国内医疗设备市场持续扩容，同时国产化率逐步提高，包括开立医疗在内的国内领先设备公司近年来展现了较高的收入增速。2023 年公司收入 21.2 亿元，同比增长 20%，2021-2023 CAGR 为 21%。2020 年以来，随着公司超声稳增和内镜快速放量，公司规模效应显现，净利率快速提高，2023 年公司归母净利润 4.54 亿元，同比增长 23%，2021-2023 CAGR 为 36%。

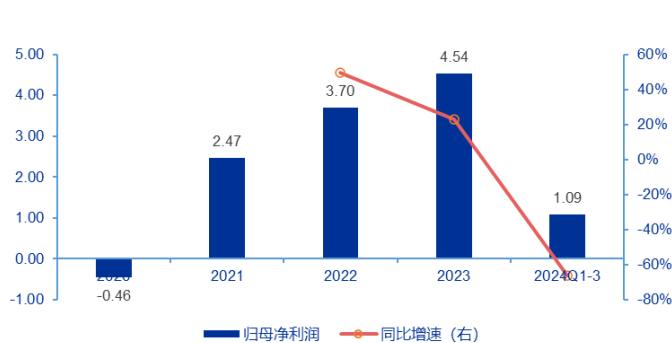
受到外部环境影响，短期业绩下滑：2024 年，受到行业整顿的影响，设备招标采购低迷，公司 2024Q1-3 实现收入 13.98 亿元，同比下降 5%（公司海外占比较高，同时内镜业务较稳定，因此下滑程度低于行业整体），实现归母净利润 1.09 亿元，同比下降 66%。

图 3：公司收入及增速（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

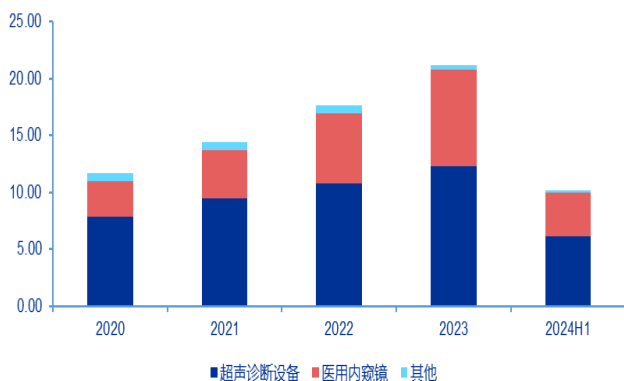
图 4：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：wind，申万宏源研究

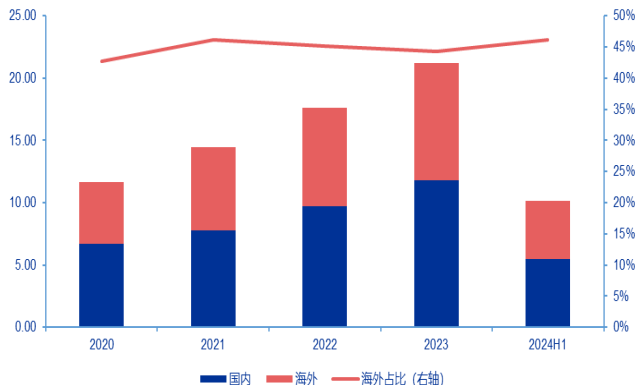
内镜高增长，海外占比稳定：2023 年公司超声业务实现收入 12.2 亿元，同比增长 13%，2021-2023CAGR 为 14%，实现内镜业务收入 8.5 亿元，同比增长 39%，2021-2023CAGR 为 41%。2024 年以来，公司受到设备行业整顿影响，上半年超声实现收入 6.1 亿元，同比下降 6%，内镜业务实现收入 3.9 亿元，同比增长 3%。分区域看，公司近年来海外收入占比较为稳定，2023 年为 44%，2024 年国内业务下滑，上半年海外收入占比提高到 46%。

图 5：公司收入构成（亿元，按项目）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 6：公司收入构成（亿元，按地区）

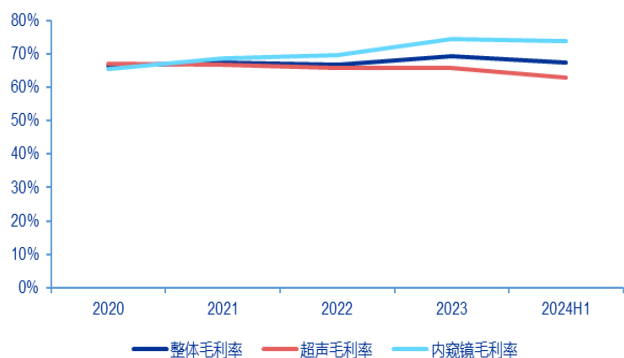


资料来源：wind，申万宏源研究

整体毛利率稳定：2023 年和 2024H1 公司毛利率分别为 69%和 67%，近年来公司毛利率略有提升，分产品看，公司超声产品毛利率稳定，内镜毛利率从 2020 年的 66%提升到 2023 年和 2024H1 的 74%（受益于规模效应和产品高端化）。

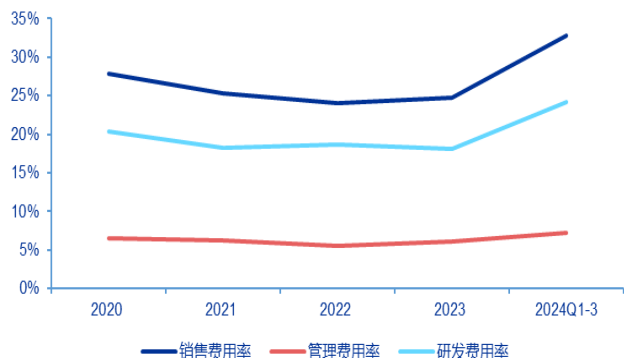
持续高强度研发，困境中加大投入：公司重视技术创新，目前已经在美国旧金山、西雅图、德国图特林根、日本东京以及中国的深圳、上海、武汉设立七大研发中心，截至 2023 年底技术人员高达 722 人。从费用率看，随着公司收入规模的增加，2020-2023 年间销售费用率呈下降趋势，但研发费用率维持在 20%左右。2024 年前三季度，由于硬镜团队人数增加，同时收入承压，公司费用率短期上升。

图 7：公司毛利率



资料来源：wind，申万宏源研究

图 8：公司费用率



资料来源：wind，申万宏源研究

行业低估中持续投入，看好公司长期前景：2023 年下半年以来，国内医疗设备行业受到行业整顿影响需求疲软，但公司在行业低谷期加大战略投入（新品研发和微创外科团队等），仅 2024 年上半年就增加超过 300 人，员工总数突破 3000 人，公司研发、营销团队实力进一步增强。我们认为，虽然公司的高投入短期影响了表观业绩，但是医疗设备需求偏刚性，随着未来国内正常需求的恢复，公司有望更快恢复增长，收入恢复增长后公司净利率向上弹性较大。凭借行业低谷期的高强度投入，公司更是有望进一步提升行业地位。

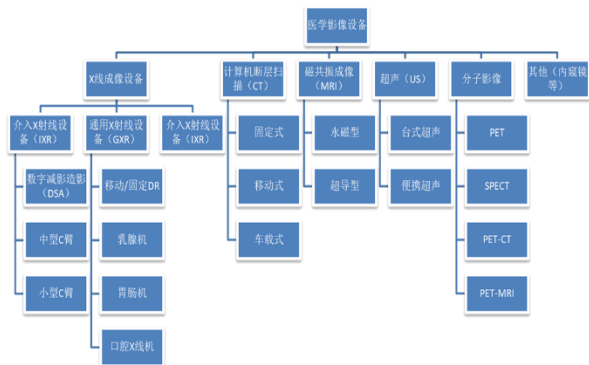
2.行业：政策利好因素释放，国产替代预计加速

2.1 设备需求逐渐恢复，看好 2025 年需求前景

医疗设备包括用于诊断、监测和治疗的各类仪器、设备、器具、材料及相关软件，包括了院内使用的专业医疗设备和家用医疗设备。医学影像设备是医疗设备中的一大类别，包括了超声（US）、X 射线计算机断层扫描成像（CT）、磁共振成像（MR）、X 射线成像（XR）、治疗影像设备则包括数字减影血管造影设备（DSA）、内窥镜等。

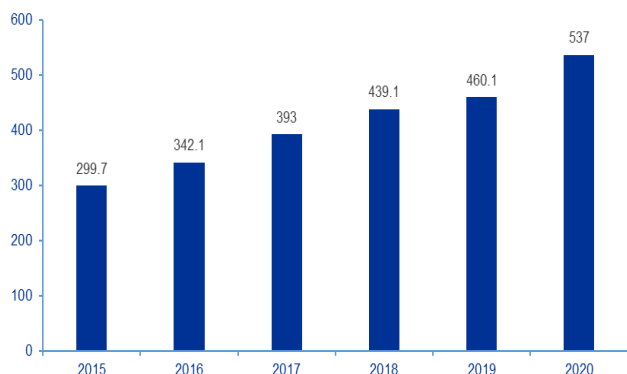
近年来，中国医学影像设备市场持续增长。根据灼识咨询估计，2020 年国内医学影像市场规模约 537 亿元，2015-2020 CAGR 12%。

图 9：医学影像设备分类



资料来源：联影医疗招股说明书，申万宏源研究

图 10：中国医学影像设备市场规模（亿元）

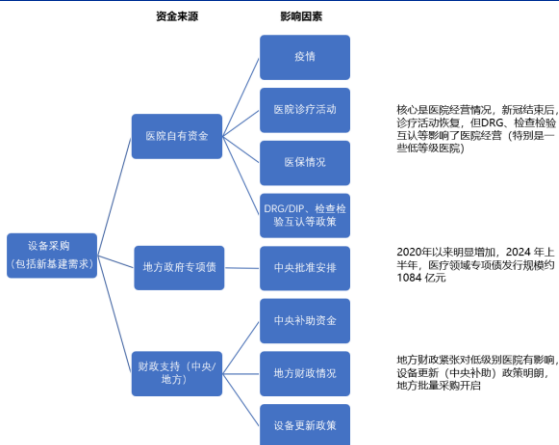


资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

公立医院高质量发展：“十四五”期间国家出台了各项推动公立医院高质量发展的政策。2021 年 6 月，国务院办公厅发布的《关于推动公立医院高质量发展的意见》，标志着公立医院进入了高质量发展的新阶段。同年 9 月，国家卫健委和国家中医药管理局制定了《公立医院高质量发展促进行动（2021-2025 年）》，计划到 2025 年，初步构建优质高效的公立医院体系，为落实基本医疗卫生制度提供更加有力的保障（即医疗新基建）。医疗设备是医院提供高质量诊疗服务的保障，预计将持续受益于国内医疗新基建进程。

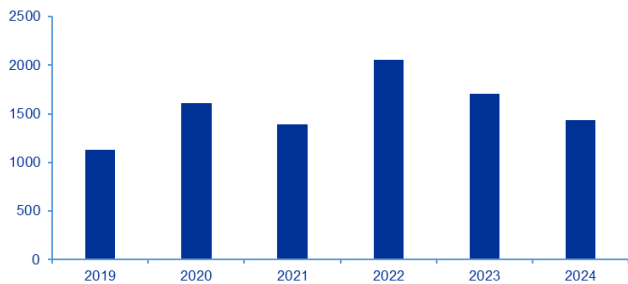
医疗反腐等因素影响了行业需求：2023 年以来的医疗反腐一定程度上延缓了医疗设备招标采购的进度，叠加新冠疫情和 DRG/DIP 等因素导致的医院经营承压，以及地方财政紧张、设备更新政策扰动等因素，医疗设备的采购需求短期内受到了明显抑制。根据众成医械的数据，2024 年国内医疗设备的招采同比下降了约 16%。

图 11：设备采购资金来源



资料来源：迈瑞医疗 2024 半年报，申万宏源研究

图 12：国内设备采购金额（亿元）

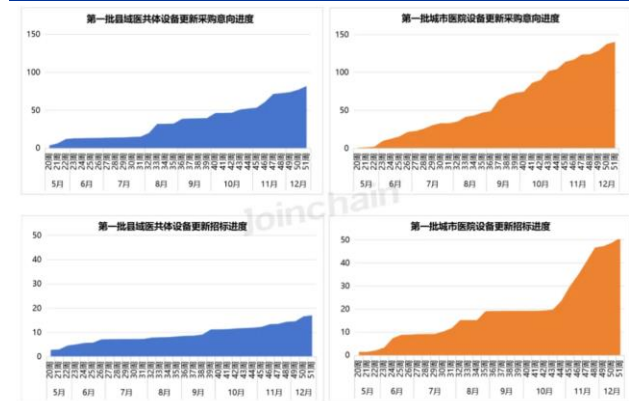


资料来源：众成医械，申万宏源研究

设备更新需求逐渐释放：2024 年 3 月 7 日，国务院发布了《关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》，其中指出，到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上。随后各个省市接连发布医疗设备更新政策。和一般消费品更新不同，医疗设备采购流程复杂且涉及多方主体，从 3 月份发文以来，医疗设备的更新实际招标推进迟缓，设备更新政策的不确定性也

导致常规采购受到影响。当前各地设备更新项目陆续进入招采阶段，我们预计医疗设备更新正逐步进入高峰，且需求将长期持续（设备更新为 3-4 年维度政策）。特别随着 2024 年部分地区“试水”的完成，2025 年的采购规模和涵盖范围预计都将在 2024 年基础上增加，包括超声在内的医学影像设备则是设备更新的重点产品。

图 13：设备更新采购金额（亿元）



资料来源：众成医械，申万宏源研究

图 14：部分省份设备更新产品名单

产品类别	黑龙江	云南	新疆维吾尔自治区	安徽省	北京市	广东省	河北省	福建省	湖北省	甘肃省
超声影像诊断设备										
计算机断层扫描X射线机 (CT)										
磁共振成像设备										
数字化X射线诊断系统 (DR)										
生化分析仪										
消化道内镜										
血液分析仪										
胸腹腔镜										
麻醉机										
多功能监护仪										
血管造影X射线机 (DSA)										
凝血分析仪										
血液透析设备										
移动式C形臂X射线机 (含DR/IGR)										
鼻咽喉镜										

资料来源：众成医械，申万宏源研究

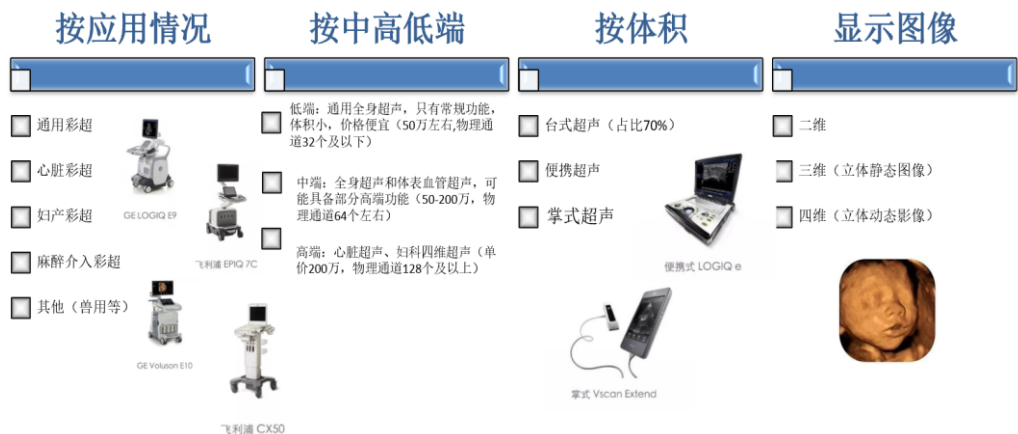
据众成医械的数据，截至 2024 年第 51 周，我国医疗领域设备更新采购意向采购规模已超 221 亿元，其中县域医共体 81.99 亿元，占比 37.10%，城市医院 140.39 亿元，占比 62.90%。招标采购规模已超 67 亿元，其中县域医共体 17.07 亿元，占比 25.11%，城市医院 50.90 亿元，占比 74.89%。

鼓励国产政策：包括内镜、高端超声、CT、MR 等中高端医疗设备市场长期为进口品牌主导，目前已有多地实行了“进口论证”制度。2024 年 12 月 5 日，财政部发布《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）》，其中指出，在政府采购活动中，给予本国产品相对于非本国产品 20% 的价格评审优惠，国产厂家在医院招标中相对进口产品的竞争力进一步提升。我们认为虽然外资厂家陆续在国内本地化生产，但随着包括开立在内的国内厂家产品技术进步，中高端医疗设备的国产化率将不断提升。

2.2 超声：百亿级市场，高端市场进口主导

超声成像 (Ultrasound) 是利用超声波的物理特性和人体组织声学参数进行的成像技术。其他成像技术相比，超声成像具有安全无创、患者无痛苦、实时性好、价格低廉等优点，在预防、诊断、治疗疾病中有很高的价值，广泛应用于消化科、妇科、产科、泌尿科、胸科、小器官、儿科、心脏科、急诊等多种临床检查，且逐渐与其他临床科室结合，发展出消化科（超声内镜）、心外科（血管内超声）等检查应用

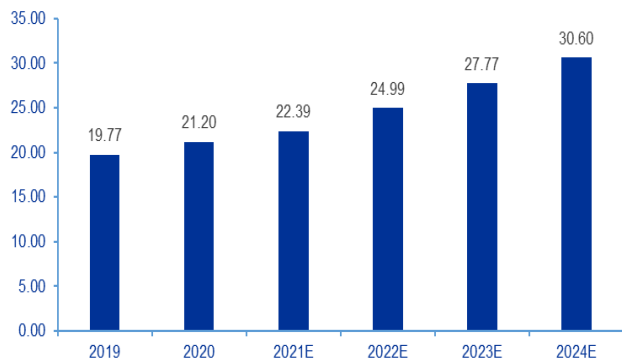
图 15：超声的分类



资料来源：健康界，申万宏源研究

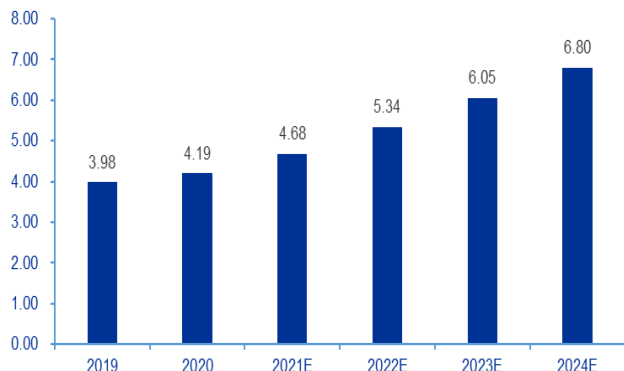
超声作为医疗器械行业的细分领域之一，行业规模呈上升趋势。根据 Signify Research 统计数据，2020 年全球超声医学影像设备市场规模为 21.2 万台/套，预计 2024 年增至 30.6 万台/套，年复合增长率 9%。

图 16：全球超声设备市场规模（万台/套）



资料来源：Signify Research（昕诺飞），申万宏源研究

图 17：中国超声设备市场规模（万台/套）



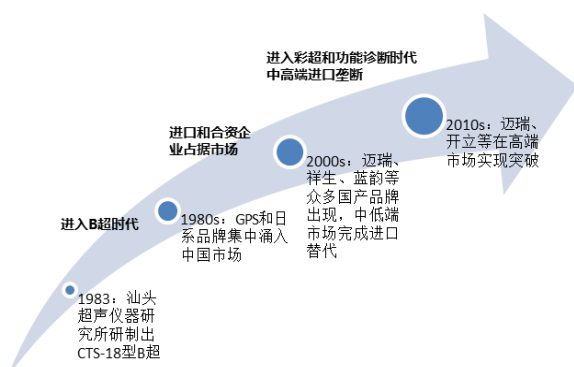
资料来源：Signify Research（昕诺飞），申万宏源研究

上世纪 80 年代国产 B 超研制成功，此后进口品牌进入国内并占据国内市场。21 世纪以来众多国产品牌完成了中低端产品的国产化，而迈瑞医疗和开立医疗则在高端超声市场实现产品和份额的突破。

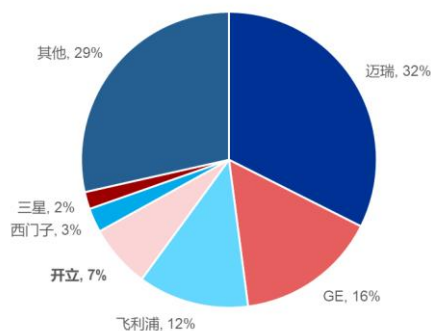
根据 Signify Research 统计数据，2020 年中国超声医学影像设备市场规模为 4.19 万台/套，预计到 2024 年增加至 6.8 万台/套。根据灼识咨询的估计，2020 年中国超声设备市场规模为 99.2 亿元。

图 18：国内超声发展史

图 19：2024 年中国超声市场格局（按销量）



资料来源: 申万宏源研究



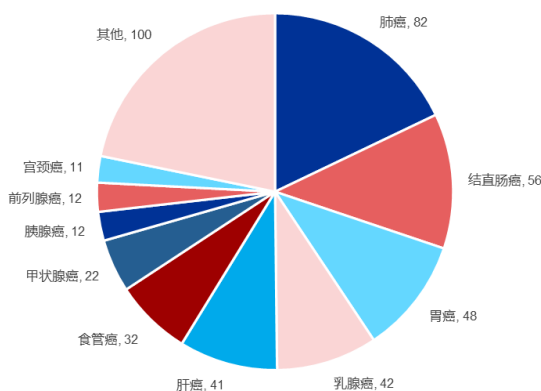
资料来源: 众成医械, 申万宏源研究

市场格局: 按照销量计算, 2024 年迈瑞 (份额 32%)、GE (16%)、飞利浦 (12%)、开立 (7%) 在国内份额居前。在低端超声市场, 国内企业已经实现了充分的进口替代, 在中端市场, 迈瑞、开立等国内头部公司也占据了较高市场份额, 但在高端、超高端市场 (包括通用型和妇科专用), 市场还主要为飞利浦、GE 等公司主导, 国产厂家的份额正随产品升级迭代而逐渐提升。

2.3 内镜: 市场持续扩容, 国产替代空间巨大

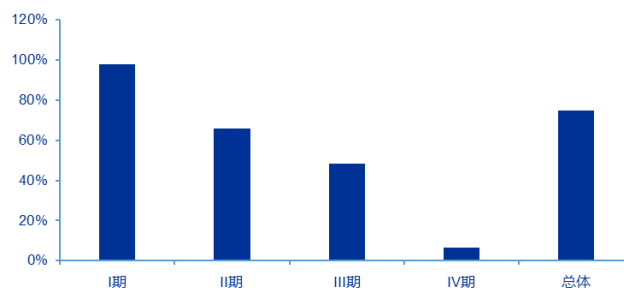
中国消化系统肿瘤高发: 相比全球数据, 中国消化系统癌症发病率较高, 结直肠癌 (占比 12%)、胃癌 (占比 11%) 和食管癌 (占比 7%) 三种癌症的发病比例均高于全球水平, 2020 年三类癌症合计新发高达 136 万人, 占到全部新发人数的近 30%。

图 20: 中国发病率前十癌症 (2020 年, 万人)



资料来源: 国际癌症研究机构(IARC), 申万宏源研究

图 21: 日本胃癌五年生存率

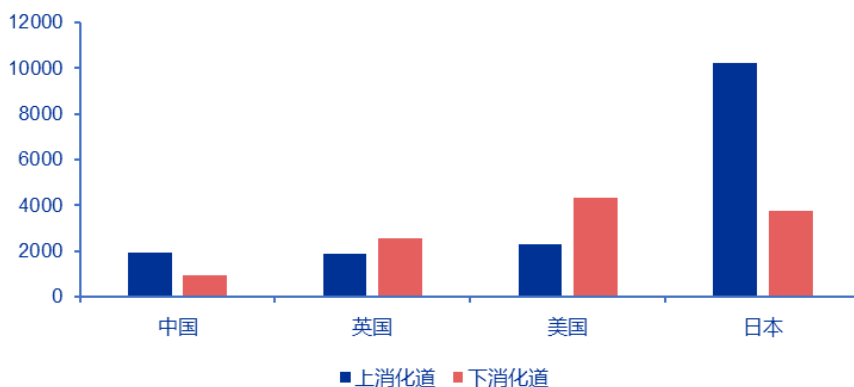


资料来源: 日本国立癌症研究中心, 申万宏源研究

消化道早筛提高生存率。消化系恶性肿瘤发展进程缓慢，早筛窗口期长，因此具有高可行性。胃癌为例，胃镜检查是发现早期胃癌最有效的方式，发达国家（如日本）早期胃癌术后的 5 年生存率可达 90% 以上，而晚期胃癌 5 年生存率不到 10%。内镜检查普及可以显著降低胃癌死亡率。

政策驱动内镜检查普及度提升。2018 年 4 月 13 日“国家消化道肿瘤筛查及早诊早治计划”正式启动，项目启动后争取每年筛查 1000-2000 万人，并计划依托筛查，在 2030 年实现我国胃肠道早癌诊断率提高到 20%，胃肠道癌 5 年生存率提高至 50%。2019 年 6 月，国家卫健委印发《上消化道癌人群筛查及早诊早治等技术方案》，核心内容是评估个体患上消化道癌的风险，对筛选出的高危人群进行上消化道内镜检查，在一次内镜检查中发现上消化道不同部位的病变，对发现的可疑病变进行活体组织病理学检查。国家层面对消化道早筛的重视正驱动内镜检查需求增长。

图 22：各国消化内镜开展率（次/十万人，2019 年）



资料来源：《2020 中国消化内镜技术普查》，申万宏源研究

注：日本为 2017 年数据

国内消化道检查逐渐普及，但和发达国家差距：根据《2020 中国消化内镜技术普查》，开展消化内镜诊疗的医疗机构从 6128 家增长至 7470 家，增长率 21.9%；从业医师人数由 26203 人增长至 39639 人，增长率 51.27%；2019 年全国共开展消化内镜诊疗 3873 万例，较 2012 年增长 34.62%。我国的消化内镜发展迅速，硬件资源和人力资源配置水平显著提高，与发达国家的差距逐渐缩小，我国的胃镜开展率（每 10 万人）已超过英国、接近美国，但与日本相比还差距较大（下消化道内镜远落后于上述三国）。

消化内镜是消化道检查的核心工具：软性内窥镜常经由人体天然腔道深入体内，镜体较长且需具备一定柔性，光电信号传输距离较远，镜体插入部直径较小且功能集成丰富，对设计工艺及制造技术的要求更高，具有较高的技术壁垒。消化内镜主要包括三个部分：

（1）内镜主机：图像处理器和光源；（2）镜体：胃镜、肠镜等；（3）其他：CO₂ 送气装置、内镜送水泵、监视器等。主机装备的冷光源所发出的光经镜体内的导光纤维导入受检体腔内，镜身前端装备的微型图像传感器接受到体腔内黏膜面反射来的光将这些反射光转换成电信号。图像处理器通过图像信号处理后，在监视器上显示出受检脏器的内镜图像。

CMOS 技术发展打破日企 CCD 垄断。上世纪 80 年代，Welch Allyn 公司成功研制出了 CCD（电荷耦合器件）软镜，从此软镜进入了电子时代。凭借日本企业对高端 CCD 的垄断，奥林巴斯为代表的日系厂家也在全球范围内形成了软镜的垄断地位。2014 年以来，随着 CMOS 技术的发展，随着包括中国企业在内的 CMOS 厂家逐步打破了日本企业对高清软镜的垄断，国内代表公司澳华内镜和开立医疗相继推出基于 CMOS 传感器的软镜产品。

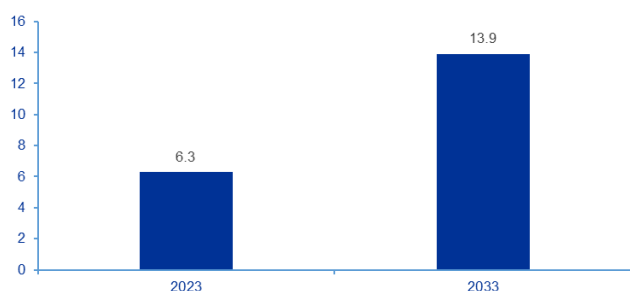
行业发展趋势：

- (1) **软性内镜窥设备创新满足临床术式的需求：**20 世纪 70 年代，日本首先使用内镜息肉切除术来治疗有蒂或亚蒂的早期胃癌；80 年代日本出现了内镜黏膜切除术（EMR）；90 年代末日本在 EMR 基础上创造内镜下黏膜剥离术（ESD）。经过多年的发展，EMR、ESD 已逐渐成为在世界范围内被广泛接受的消化道早癌及癌前病变的内镜治疗策略。另外，内镜粘膜下肿瘤挖除术（ESE）、内镜下食管括约肌切开术（POEM）、内镜粘膜下隧道肿瘤切除术（STER）、内镜逆行性阑尾炎治疗术（ERAT）、胃肠镜下全层切除术（EFR）等临床新术式也方兴未艾，临床术式的创新对内镜提出了更高的性能和技术要求。
- (2) **软性内镜图像全高清化：**内窥镜图像分辨率决定了内窥镜成像的清晰度，是保障临床疾病筛查检出率和准确率的关键。得益于半导体基础工业的快速发展，具备体积和性能优势的 CMOS 图像处理芯片被内窥镜设备制造商更多地应用于内窥镜图像设备。制造商基于 CMOS 图像处理芯片开发高清图像算法，加速推动内窥镜图像的高清化发展。
- (3) **与 3D 软性内镜、AI 诊疗、机器人等新技术相融合：**随着计算机、大数据、精密仪器等产业的不断发展以及医疗技术的不断进步，内窥镜技术正在与其他新兴技术相互融合，衍生出具有更加强大附加功能的内窥镜产品，如 3D 软性内镜，可以提高临床医生对体内组织和器官的细节感知；借助计算机辅助识别的 AI 诊断系统，可在医生经验的基础上提高诊断的敏感性和特异性，以保障诊断的正确率；借助机器人动作精确、稳定的特性，可使内窥镜手术更具安全性、准确性和便利性，大大减轻医务人员的劳动强度。

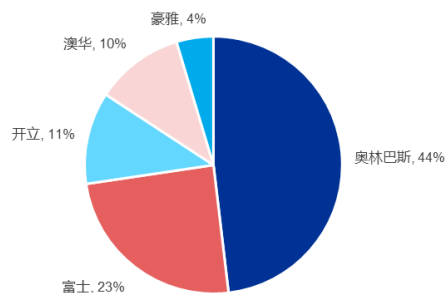
根据华经产业研究院数据，全球软镜行业市场规模持续上涨，2022 年全球软镜行业市场规模约为 89.6 亿美元。根据观研天下数据中心估计，2023 年我国医用软镜市场规模为 6.3 亿美元，预计 2033 年我国医用软镜市场规模将达到 13.9 亿美元。

图 23：国内软镜市场规模（亿美元）

图 24：2024 年中国软镜市场格局（按销量）



资料来源：观研天下，申万宏源研究



资料来源：众成医械，申万宏源研究

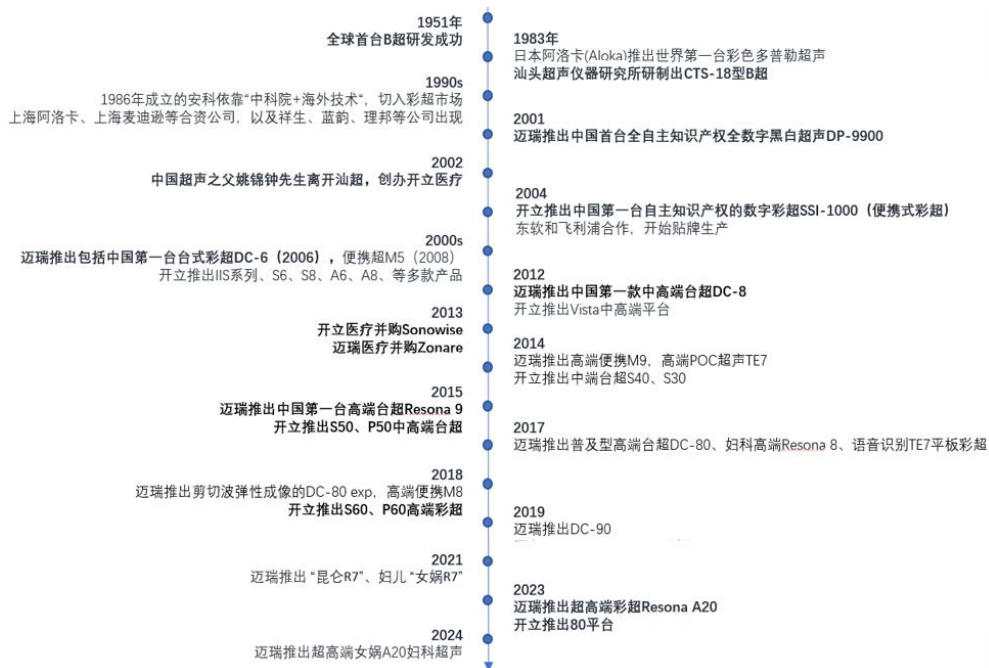
国内市场长期为进口主导，国产份额逐步提升：当前国内软镜市场仍然为奥林巴斯、富士等公司主导。根据众成医械数据，按照销量计算，2024 年奥林巴斯和富士市场份额分别为 44%和 23%，开立医疗、澳华内镜为代表的国产公司近年来快速成长，2024 年分别获得 11%和 10%的市场份额，软镜进口替代空间巨大。

3.公司：产品高端化，推动高端国产替代

3.1 超声：医用彩超先驱，产品持续高端升级

国内医用彩超先驱：2002 年，中国超声之父姚锦钟先生创办开立医疗，公司也是国内较早研发并掌握彩超设备和探头核心技术的企业，当前公司在超声领域拥有超过 300 项以上的发明专利及外观专利，同时拥有上百项软件著作权，部分专利获得国家知识产权局授予的中国专利优秀奖。公司还承担了多项国家和省市级的技术攻关项目，在整个超声行业具有深厚的技术积累及较好的技术领先优势。

图 25：迈瑞和开立超声高端化历程



资料来源：迈瑞和开立官网，申万宏源研究

产品逐步高端化,覆盖齐全:经过 20 余年的研发及技术突破,公司已形成完备的超高、高、中、低不同产品档次,涵盖台式和便携式产品形态,临床解决方案覆盖较为全面的产品格局。**在高端台式超声方面:**公司 2019 年推出 S60、P60 系列高端彩超,成为国内少数推出超高端、高端彩超的厂家之一,2023 年公司新一代超高端彩超平台 S80/P80 系列,公司在妇产、全身介入应用方面不断取得突破,三甲医院的装机量及市场占有率不断提升。2023 年搭载第五代人工智能(AI)产前超声筛查技术凤眼 S-Fetus 5.0 完成临床验证,该技术是全球首款基于动态图像对标准切面自动抓取的人工智能技术,提升了高端超声妇产领域的竞争力和技术优势。**在便携超声方面:**包括已经上市的 X/E 系列及 S9 系列,应用场景覆盖了中高端及低端便携市场,公司已经完成高端便携的产品工程化研发,在便携超方面将完成高、中、低端产品全面布局。**在兽用超声方面:**近些年已经发布了 S9V 系列, X3V 系列、E3V 系列及 E1V 系列兽用便携超,在兽用超声领域也完成了高端、中端台式兽用,中、高端便携兽用超声的布局。

图 26: 开立超声系列



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 27: S80 河图超高端全身彩超



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司基于 C-Field+™ 天工智能平台的超高端旗舰全身超声产品河图®S80，从探头抬起唤醒开启扫描到多维探头发射接收，通过先进的场成像发射、自适应聚合重建等技术，基于 RF Data 原始射频数据在图像生成、高端功能等方面突破，提供多科室综合智能临床解决方案。

探头技术处于领先地位：公司自主研发的超声探头具有高密度、高灵敏度、超宽频带等技术特点，尤其在单晶探头领域处于国际先进水平。目前开立医疗具有国产超声设备厂家最为丰富的超声探头类型，包括线阵、凸阵、相控阵、容积探头、经食道、术中探头、腹腔镜探头等，所有类型均自主研发，临床应用覆盖了人体全身各器官，提供全面的临床解决方案的支撑。

图 28：公司探头系列

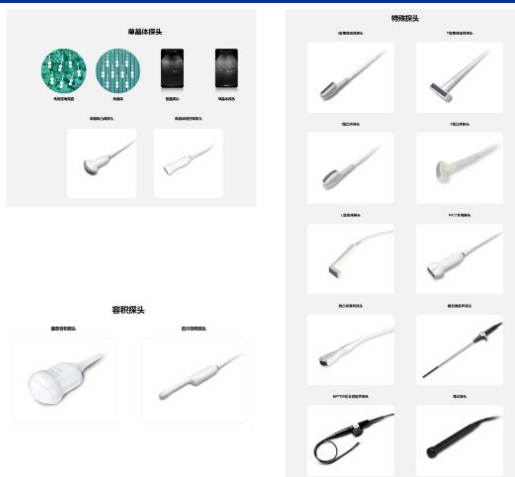
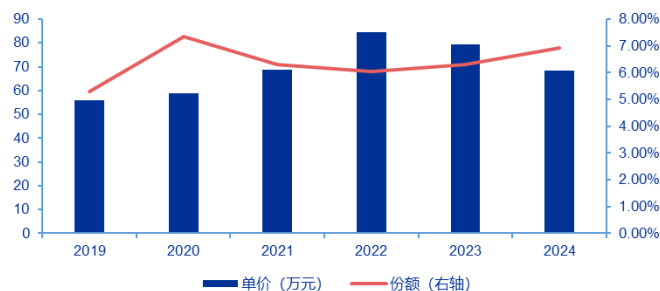


图 29：公司彩超平均终端价及份额（万元，按销量）

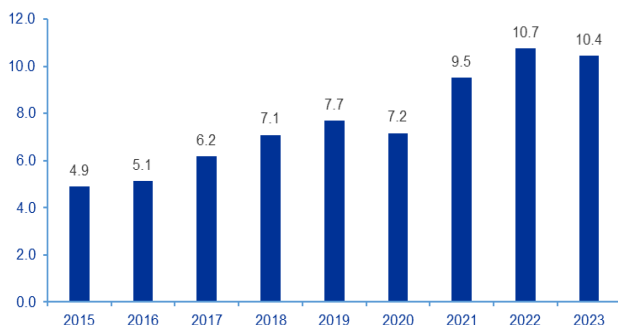


资料来源：公司官网，申万宏源研究

资料来源：众成医械，申万宏源研究

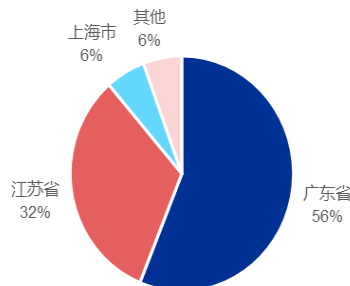
市场份额国产领先，出口占比较高：超声市场竞争较为激烈，公司经过多年发展，目前在全球超声行业排名前十，在国内市占排名第四（按销量计算，2024 年市场份额约 7%，仅次于迈瑞），近几年市场份额稳中有升。出海方面，性价比较高的国产彩超在全球早已拥有一席之地，包括开立在内的国内超声厂家超声收入中海外占比均比较高。

图 30：彩超出口金额（亿美元）



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 31：出口发货地分布（按金额）



资料来源：海关总署，申万宏源研究

3.2 内镜：国产龙头之一，领衔进口替代

公司是国内较早研发并掌握医用内窥镜设备和镜体核心技术的企业。2012 年公司进入电子内窥镜赛道，2016 年推出高清电子内镜 HD-500（光电复合染色成像 VIST+聚谱成像 SFI），2018 年推出全高清 HD-550，2023 年推出超高清 HD-580，从新品推进速度看，开立和澳华为代表的国产软镜公司已经通过更快产品迭代速度，加速追赶奥林巴斯等海外软镜巨头。

图 32：开立和澳华软镜发展历程



资料来源：开立和澳华官网，申万宏源研究

高强度研发：近年来，开立在软镜领域进行了高强度研发，在内窥镜领域拥有各项专利及软件著作权近 300 项，部分专利获得国家知识产权局授予的中国专利优秀奖。公司还承担了多项内窥镜相关国家级和省市级的技术攻关项目，在行业内具有深厚的技术积累及较好的技术领先优势。

产品覆盖齐全：目前公司已经推出了 HD-580、HD-550、HD-500、HD-400、HD-350、X-2200 等内镜主机产品系列，全面覆盖软镜高、中、低端市场。公司软镜镜体种类也不断丰富，除了满足内镜下基本诊疗需求的常规电子内窥镜镜种以外，在消化科还推出了国产超细电子胃肠镜、光学放大电子胃肠镜、刚度可调电子结肠镜、电子十二指肠镜、超声内镜等特殊镜种和高端镜种，其中多款产品为国产首发，填补了相关技术领域国内空白；在呼吸科，公司的高清电子支气管镜在临床使用中得到了三甲医院专家认可，使用性能与进口产品相当。此外，公司于 2023 年推出了国内首款支气管内窥镜用超声探头 UM-1720，丰富和完善公司呼吸内镜产品组合，逐步形成呼吸疾病临床诊疗综合解决方案。

图 33：开立 HD-580 内镜系统

图 34：开立超声内镜（凸阵）EG-UC5T



资料来源：公司官网，申万宏源研究

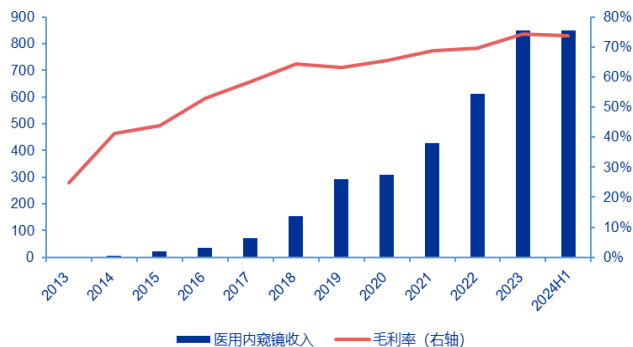


资料来源：公司官网，申万宏源研究

推出国产首个超声内镜：2022 年，开立医疗的超声电子上消化道内窥镜（凸阵）EG-UC5T 成功获得 NMPA 三类医疗器械注册证，公司成为全球第四家、国内首家超声内镜企业。超声内镜是将微型高频超声探头安置在内镜先端，当内镜插入人的体腔后，通过内镜不仅可以直接观察腔内的形态，还可以进行实时超声扫描获取胃肠道的层次结构及消化道周围邻近脏器的超声图像，因其采用了高频技术，超声图像分辨率更高可以发现微小病灶。近年来被广泛地用于消化道、胆胰及其它相关部位病变的诊断及治疗。

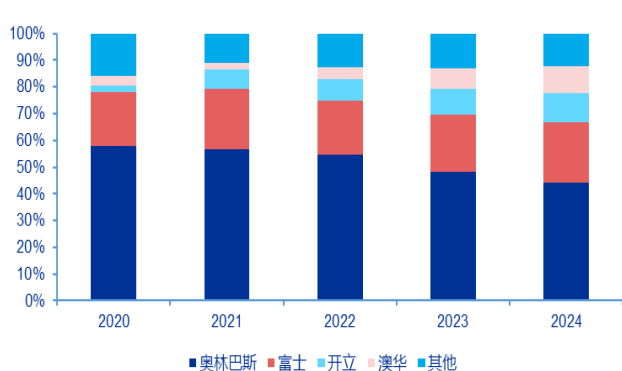
内镜收入持续增长，份额国产第一：开立近年内镜收入规模快速增长，2023 年公司内镜收入 8.5 亿元，近 5 年 CAGR 高达 41%。随着产品高端化和收入规模的扩大，公司内镜毛利率也呈现逐步提升趋势，2023 年公司内镜毛利率达到 74%。近年来公司国内的市占率也在不断提升，2024 年国内份额约 11%（按销量），市场市占排名第三，仅次于奥林巴斯和富士，公司已经成功领衔了国产软镜的进口替代浪潮。

图 35：公司内镜收入及毛利率（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 36：国内消化内镜市场格局变化



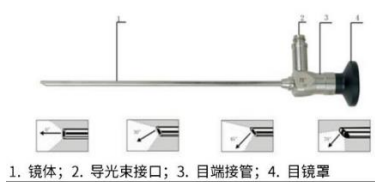
资料来源：众成医械，申万宏源研究

4. 潜力业务：硬镜重点投入，IVUS 远期大空间

4.1 硬镜：发力重点领域，短期投入较大

微创外科手术通过小切口完成治疗的方式。相比开放手术，硬镜下的微创手术具有伤口小、出血少、疼痛轻、恢复快的优势。硬镜主要包括腹腔镜、胸腔镜、宫腔镜、关节镜等，广泛应用于普外科、胸外科、泌尿外科等科室。

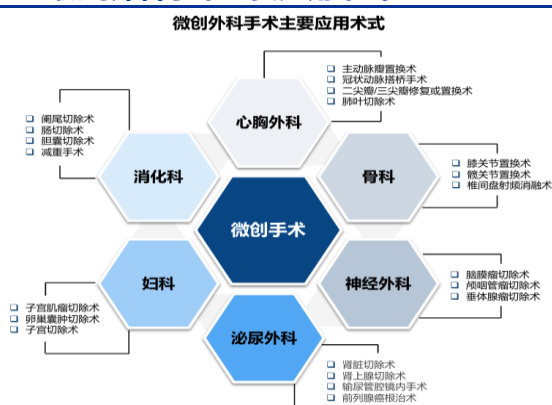
表 2：软镜和硬镜对比

	软性内窥镜	硬管内窥镜
硬管内窥镜		
成像原理	前端传感器将光信号转化为电信号，通过管内视频线传至主机；或通过柔性导光束束进行传像	物镜+棒透镜组合传导光线
应用方式	可弯曲，主要通过人体的自然腔道来完成检查、诊断和治疗	不可弯曲，主要经外科切口进入人体
应用领域	消化道、呼吸道等	腹腔、胸腔、耳鼻喉、关节、子宫、膀胱等

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

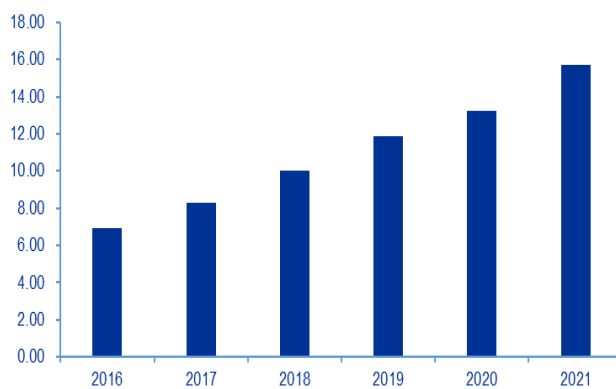
微创手术渗透率提升，和发达国家仍有差距：随着人民健康意识的增强，人们对降低治疗创伤、实现精准治疗提出了更高要求，微创手术的认知度和接受度不断提高，微创外科手术量日益增加。近年来国内各外科科室的腔镜率不断攀升，根据沙利文数据，2021 年国内微创手术量约 1570 万台，2020 年微创手术渗透率 12.8%，仍低于发达国家（如美国的 50.7%）。

图 37：微创外科手术主要应用术式



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

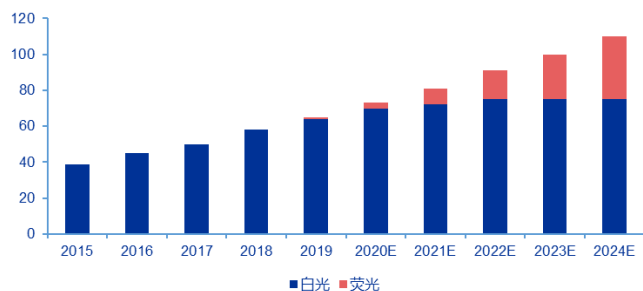
图 38：中国微创手术量（百万台）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

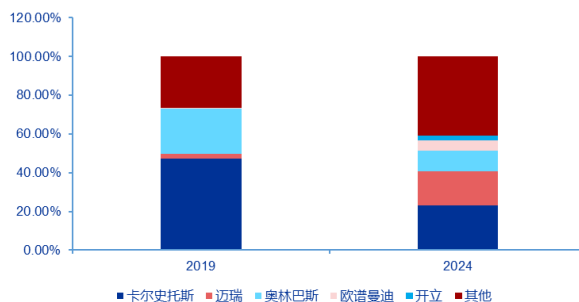
中国市场快速增长，国产份额显著提升：中国硬管式内窥镜市场持续增长，2019 年市场规模达到 65 亿元人民币，2015 年至 2019 年的年复合增长率为 14%。长期以来，国内外科腔镜为德国、日本和美国的老牌硬镜厂家主导。近年来，以迈瑞为代表的国产公司快速崛起。以胸腹腔镜为例，根据众成的数据，2024 年迈瑞市场份额约 18%，排名第二，相较 2019 年的 3% 大幅提高，欧谱曼迪、开立等厂家的份额也逐步提升，硬镜领域的进口替代呈现加速态势。

图 39：中国硬镜市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 40：胸腹腔镜格局（按销量）



资料来源：众成医械，申万宏源研究

开立在超声和软镜领域积累的丰富的软硬件开发和制造经验，2012 年公司正式进入微创外科市场（2012 年推出腹腔镜超声探头）。2019 年以来，公司微创外科产品开启加速发展，推出第一款全高清腔镜摄像系统 SV-M2K30，此后公司以每年一款新产品的速度，相继推出 SV-M4K30 超高清白光摄像系统、SV-M4K40 超高清近红外荧光摄像系统，特别是 2023 年推出的 SV-M4K100 系列 4K 超高清多模态摄像系统和精卫 II 系列全高清软硬镜一体摄像系统，将外科平台的兼容性从单一的硬质内窥镜扩展到兼容软镜信号管理，而且为多模态综合解决方案奠定了坚实的基础。

图 41：公司硬镜系统



资料来源：开立官网，申万宏源研究

图 42：术中多维导航方案

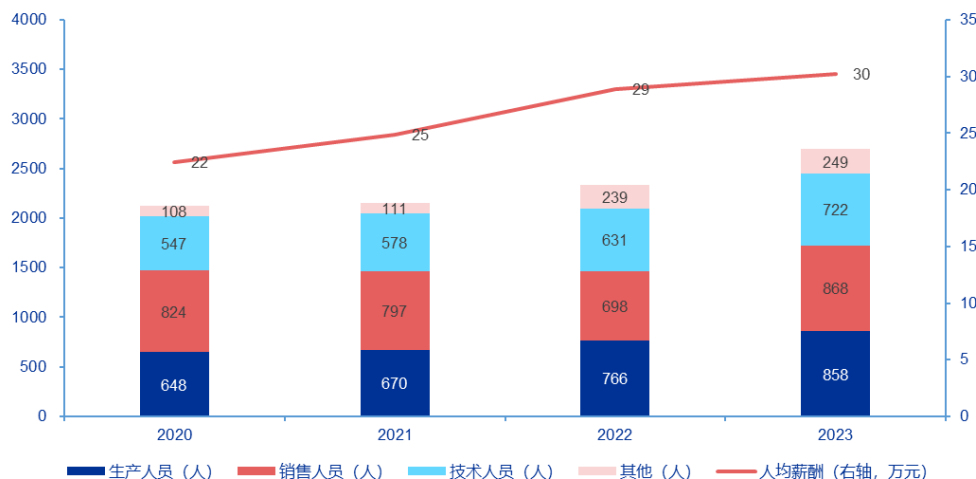


资料来源：开立官网，申万宏源研究

公司精确把握临床需求，提供丰富灵活的术式导向组合方案，包括超腹联合方案、双镜联合方案和智荟手术室方案。此外，硬式内窥镜镜体、微创外科配套产品系列也正在不断丰富，自主研发的 10 mm 胸腹腔镜、气腹机等产品已获批上市并实现量产销售。

公司同步完成了硬镜团队搭建：2023 年，公司引进了具备多年外科营销经验的外资营销团队，新团队对外科产品的临床需求具有深刻理解，预计将推动公司外科业务以更专业的方式快速发展。

图 43：公司员工人数及人均薪酬（人，万元）



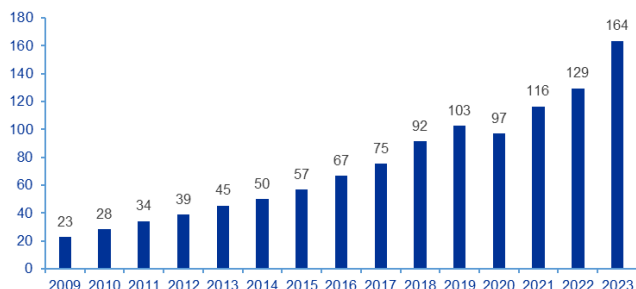
资料来源：wind，申万宏源研究

截至 2023 年底，公司员工人数为 2697 人，较 2022 年增加超过 300 人。截至 2024 年半年报，公司员工总数突破 3000 人。近两年来随着公司新业务的拓展，员工人数及人均薪酬增加，一定程度上拖累了公司利润率（特别是在行业整体承压的情况下）。但我们认为随着公司微创外科业务的起量，同时随着行业需求回暖，公司利润率将得以回升。

4.2 IVUS：国产替代加速，长期高成长潜力

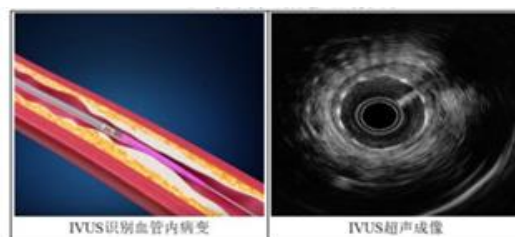
冠心病（CAD）的主要治疗方法包括药物、经皮冠状动脉介入治疗（PCI）和冠状动脉旁路移植术（CABG）。PCI 具有对患者创伤小、住院时间短、术后恢复快、医疗费用相对较低等优点，是当前缺血性心脏病患者的主流治疗方法。

图 44：中国 PCI 治疗量（万例）



资料来源：国家卫健委，申万宏源研究

图 45：血管内超声示意图

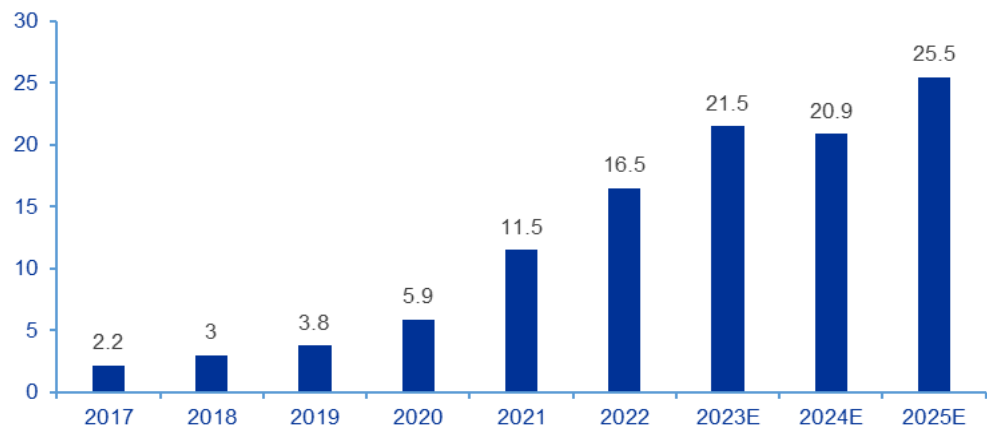


资料来源：北芯生命招股书，申万宏源研究

血管内超声（IVUS）基于导管技术和超声成像技术，将微型超声换能器送入血管腔内并进行 360°扫描，对血管结构进行超声成像。IVUS 可实时显示血管壁病变的形态、性质及病变分布，可通过测量血管管腔直径和横截面积精准评估血管狭窄程度，可辨认钙化、纤维化和脂质等病变，发现冠脉造影不能显示的血管内病变，还可识别血栓、支架和导丝等血管内组织和器械。IVUS 用于精准指导 PCI 策略（支架尺寸选择和 支架放置位置等）并评估术后支架与动脉壁的贴壁情况，可在术前、术后和后续随访中提供重要的临床价值。作为冠状动脉疾病介入诊疗中的重要影像指导手段，IVUS 提高了病变诊断的准确性，优化了 PCI 策略制定和支架选择，显著降低主要血管事件发生率并最终提升患者获益。IVUS 已被中国及欧洲的临床指南推荐作为左主干病变、分叉病变及慢性完全闭塞性病变等冠状动脉疾病 PCI 治疗的必要指导工具。

国内 IVUS 行业快速增长：经过近年来的专业推广及教育，IVUS 已成为中国大部分三级医院的必备技术之一，其根据弗若斯特沙利文的数据，IVUS 于 2021 年在日本 PCI 中的渗透率已超 90%，中国 PCI 中 IVUS 的渗透率也从 2020 年约 8.5%快速增至 2021 年约 15.4%。国内 IVUS 的渗透率正在快速提升，预计中国 IVUS 市场规模将从 2022 年约 16.5 亿元增长至 2030 年约 57.4 亿元。

图 46：国内 IVUS 市场规模（亿元）



资料来源：北芯医疗招股书，申万宏源研究

国产集中上市，打破进口垄断：国内市场早期为波士顿科学和飞利浦（火山）两家外企主导，2022 年以来，多家国产厂家的 IVUS 拿证，其中就包括开立医疗产品（自主研发的设备+全资子公司上海爱声自主研发的一次性使用血管内超声诊断导管）。根据公司公告，开立医疗全资子公司上海爱声是国内唯一参与制定血管内超声通用技术标准的企业单位，由其牵头“血管内介入超声成像诊断设备”项目获得国家科技部下发的《关于国家重点研发计划立项课题的通知》立项支持。开立医疗也是国内第一家获准进入国家药监局医疗器械技术审评中心“创新医疗器械特别审批程序”（绿色通道）的血管内超声研发生产企业。

图 47：开立血管内超声系统



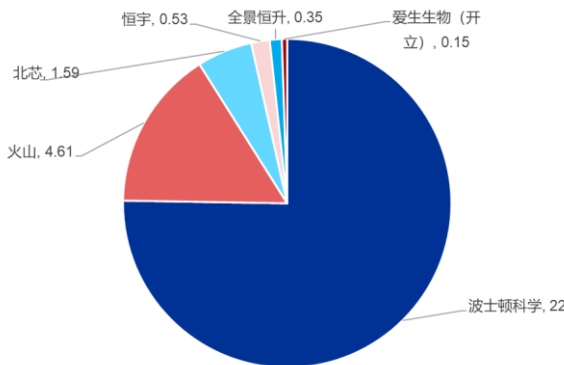
资料来源：公司官网，申万宏源研究

开立 IVUS 的高分辨力能够识别诊断冠心病的易损斑块，为易损斑块的评估提供强有力的临床诊断以及科研支持，还能够精确测定血管直径以及判断病变严重程度及性质，辅助医生精准确定支架尺寸，观察支架植入后情况，及时调整手术策略，减少再狭窄率、二次支架植入风险和术后并发症，在提高对冠状动脉病变的认识和指导介入治疗方面具有非常重要的作用：

- (1) **精准（高分辨率）**：开立 IVUS 以最新的制造工艺和材料核心技术为基石，让仪器的性能极致发挥，提高信噪比和穿透力，从而达到微米级分辨力，让冠脉微小病变无处遁形。通过创新型的图像算法技术，开立 IVUS 将信号图像处理的算法处理放在前端，以更大的位宽、更适宜的动态范围还原出的真实清晰的图像，可更好地满足临床需求。在前期临床研究工作中，开立 IVUS 得到了国内众多专家的认可。与传统 IVUS 图像相比，开立 IVUS 使用单晶技术与复合材料技术的融合，使带宽大幅增加，显著提高图像高空间分辨率，为临床提供更清晰的图像和更少的伪影。
- (2) **稳定（外径小）**：头端全锥型设计及远端润滑涂层处理，可实现更优异的病变通过性，即使在细小扭曲的侧支血管中通过性表现也极佳。管身采用一体成型设计，保障更好推送性的同时，还具有更优异的韧性和抗损伤性。独特的冲洗结构设计，便捷医生操作，减少气泡产生，提高图像质量，减少血栓形成。
- (3) **高效（智能化）**：开立 IVUS 采用了业界领先的一键式自动解决方案，一键可自动精确识别测量血管，自动给出斑块负荷、面积狭窄率指标，更好辅助医生决策，缩短手术时间。

集采有望加速进口替代：2023 年底，浙江省牵头进行了冠脉血管内超声诊断导管集中采购，波科、火山以及四家国产公司中标，较历史均价下降约 53%。我们认为 IVUS 当前国内渗透率提升空间还很大，集采的降价幅度也较为温和，国产厂家拿证后通过集采方式可以提高入院速度，进而加速进口替代。

图 48：浙江联盟集采报量（万根）



资料来源：浙江医保局，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测：预计 2025 年恢复增长，利润率提升

基于以下假设：

(1) 超声：2024 年海外稳定，但受到国内需求波动影响，预计整体收入下滑 5%，假设 2025 年公司超声收入恢复到 15% 增速，2026 年增长 10%（参考 2022 年和 2023 年增长 14% 和 13%）；

(2) 内镜：预计 2024 年全年同比持平，我们预计 2025、2026 年行业需求将复苏，叠加硬镜高增长，假设公司 2025、2026 年内镜业务收入增速均为 30%；

(3) 毛利率：假设 2024-2026 年超声毛利率维持在 63%（2024H1 水平），内镜维持在 74%（2024H1 水平）；

(4) 费用率：2024 年行业需求疲软，同时公司进行了人员扩张，预计 2024 年公司销售费用率 30%，管理费用率 7%，研发费用率 23%（参考 2024 前三季度为 33%、7%、24%，四季度是采购旺季，预计费用率有所下滑），假设 2025、2026 年的销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 26%、6.5%、22% 和 24%、6% 和 21%（随着公司重归增长，预计费用率均有所下降）；

(5) 分红比例：保持当前 30.3% 的股利支付率不变。

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 20.62 亿元、24.94 亿元和 29.59 亿元，分别同比下降 3%、增长 21% 和 19%，归母净利润分别 2.10 亿元、4.07 亿元和 5.83 亿元，分别同比下降 54%、增长 94% 和 43%。

表 3：公司盈利预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	1763	2120	2062	2494	2959
yoy	22%	20%	-3%	21%	19%
毛利率	%	%	%	%	%

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
超声诊断设备	1080	1223	1162	1336	1470
yoy	14%	13%	-5%	15%	10%
毛利率	66%	66%	63%	63%	63%
医用内窥镜	612	850	850	1105	1437
yoy	43%	39%	0%	30%	30%
毛利率	70%	74%	74%	74%	74%
配件及其他	61	34	34	34	34
yoy	14%	13%	0%	0%	0%
毛利率	59%	71%	71%	71%	71%
其他业务	11	13	15	18	18

资料来源: wind, 申万宏源研究

5.2 相对估值: 公司合理市值 151 亿元

我们选取 A 股医疗设备公司迈瑞医疗 (产品包括超声、硬镜等, 和开立接近)、联影医疗 (产品包括各类医学影像设备, 和开立接近)、澳华内镜 (产品包括软镜, 和开立接近)、华大智造 (测序等设备, 海外收入比例较高, 和开立类似) 四家公司为可比公司。

表 4: 相对估值表 (亿元, 2025/1/16)

代码	公司	市值	归母净利润		收入		PE		PS	
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
300760.SZ	迈瑞医疗	2,844	132.5	157.3	390.8	463.2	21	18	7.3	6.1
688271.SH	联影医疗	1,027	17.6	22.9	116.2	141.0	58	45	8.8	7.3
688212.SH	澳华内镜	55	0.6	1.2	8.3	10.8	87	46	6.6	5.1
688114.SH	华大智造	176	-4.7	-2.1	26.9	31.5	-	-	6.6	5.6
	平均								7.3	6.0
300633.SZ	开立医疗	117	2.1	4.1	20.6	24.9	56	29	5.7	4.7

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 可比公司收入和利润的预测取 wind 一致预测

由于 4 家医疗设备公司中联影医疗、澳华内镜、华大智造均处在较高市场和研发投入阶段, 未进入利润率稳定期, 市盈率相差较大, 因此选取市销率 PS 作为比较依据。以 2024 年 4 家可比公司的 PS 平均值 7.3 倍计算, 开立医疗合理市值 151 亿元, 相对 2025 年 1 月 16 日市值有约 29% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6.风险提示

市场竞争加剧: 包括内镜、超声等行业均存在新玩家加入导致竞争加剧, 现有厂家份额下降的可能;

研发风险：设备公司竞争力来源于持续研发推动下的产品迭代，但高端产品研发投入成本较高，且存在失败风险；

市场需求波动：近期设备招采需求回暖，但未来设备需求仍然受到医院经营、行业政策、地方财政情况等多因素影响，需求存在波动可能。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,763	2,120	2,062	2,494	2,959
营业收入	1,763	2,120	2,062	2,494	2,959
超声	1,080	1,223	1,162	1,336	1,470
内镜	612	850	850	1,105	1,437
其他	72	47	50	52	53
营业总成本	1,419	1,665	1,915	2,161	2,441
营业成本	584	649	678	813	949
超声	371	417	430	494	544
内镜	186	217	223	290	377
其他	27	14	25	28	28
税金及附加	15	24	24	29	34
销售费用	423	524	618	648	710
管理费用	98	128	144	162	178
研发费用	329	384	474	549	621
财务费用	-30	-45	-24	-39	-51
其他收益	95	98	98	98	98
投资收益	9	-13	-5	10	10
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
信用减值损失	-20	-14	-8	-13	-14
资产减值损失	-40	-51	-12	-5	-5
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	382	475	219	423	606
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	382	474	219	423	606
所得税	12	19	9	16	24
净利润	370	454	210	407	583
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	370	454	210	407	583

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

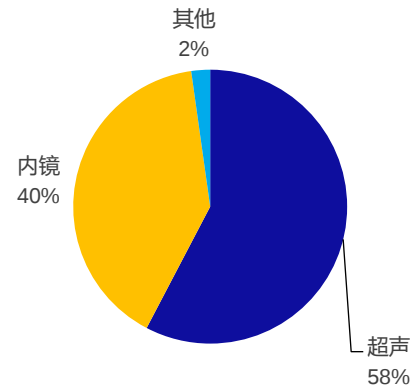
合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	370	454	210	407	583
加：折旧摊销减值	100	118	69	85	108
财务费用	-12	0	-24	-39	-51
非经营损失	-8	12	5	-10	-10
营运资本变动	-47	-153	-218	-118	-121
其它	71	58	0	0	0
经营活动现金流	473	489	43	324	509
资本开支	190	177	115	115	85
其它投资现金流	-244	363	-255	10	10
投资活动现金流	-434	186	-370	-105	-75
吸收投资	0	43	62	0	0
负债净变化	106	-158	312	-100	-100
支付股利、利息	58	83	138	64	123
其它融资现金流	-44	-78	-36	159	51
融资活动现金流	4	-276	199	-4	-172
净现金流	54	403	-128	215	261

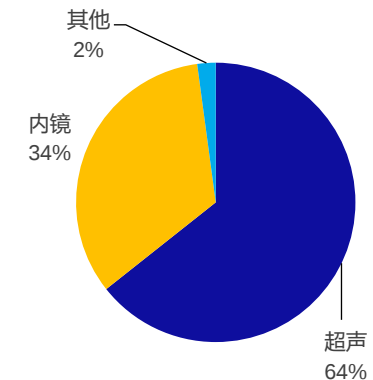
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

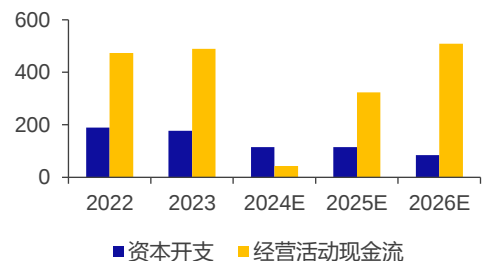
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

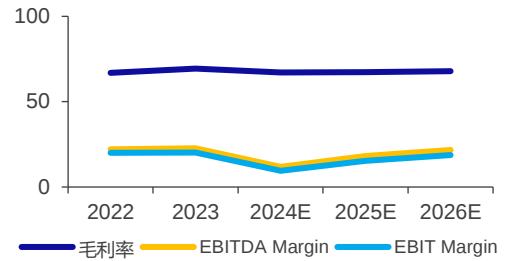
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,514	2,625	2,878	3,270	3,713
现金及等价物	1,757	1,826	1,948	2,163	2,425
应收款项	229	241	225	268	313
存货净额	514	531	678	813	949
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	14	27	27	27	27
长期投资	8	8	8	8	8
固定资产	557	674	740	788	784
无形资产及其他资产	465	464	452	447	442
资产总计	3,544	3,771	4,079	4,514	4,948
流动负债	749	569	762	734	709
短期借款	192	38	310	210	110
应付款项	389	396	308	369	431
其它流动负债	168	135	144	154	167
非流动负债	55	57	97	97	97
负债合计	804	625	859	830	805
股本	428	431	433	433	433
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,038	1,059	1,059	1,179	1,179
其他综合收益	19	24	24	24	24
盈余公积	154	204	227	272	336
未分配利润	1,102	1,429	1,478	1,776	2,171
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,740	3,146	3,220	3,683	4,143
负债和股东权益合计	3,544	3,771	4,079	4,514	4,948

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

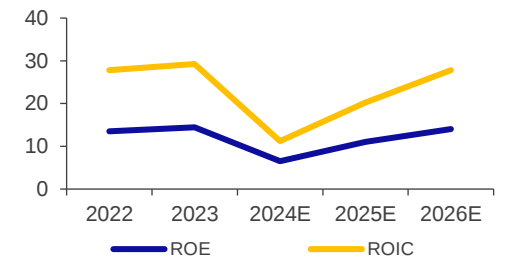
重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.85	1.05	0.49	0.94	1.35
每股经营现金流	1.09	1.13	0.10	0.75	1.18
每股红利	0.00	0.00	0.32	0.15	0.29
每股净资产	6.33	7.27	7.44	8.51	9.57
关键运营指标(%)					
ROIC	27.8	29.3	11.2	20.3	27.8
ROE	13.5	14.4	6.5	11.0	14.1
毛利率	66.9	69.4	67.1	67.4	67.9
EBITDA Margin	22.2	22.7	11.8	18.1	21.8
EBIT Margin	20.0	20.2	9.5	15.4	18.8
营业总收入同比增长	22.0	20.3	-2.8	21.0	18.7
归母净利润同比增长	49.6	22.9	-53.8	93.9	43.2
资产负债率	22.7	16.6	21.1	18.4	16.3
净资产周转率	0.64	0.67	0.64	0.68	0.71
总资产周转率	0.50	0.56	0.51	0.55	0.60
有效税率	3.3	4.0	4.0	4.0	4.0
股息率	0.0	0.0	1.2	0.5	1.1
估值指标(倍)					
P/E	31.7	25.8	55.9	28.8	20.1
P/B	4.3	3.7	3.6	3.2	2.8
EV/Sale	6.8	5.6	5.9	4.8	4.0
EV/EBITDA	30.6	24.5	49.8	26.7	18.5
股本	428	431	433	433	433

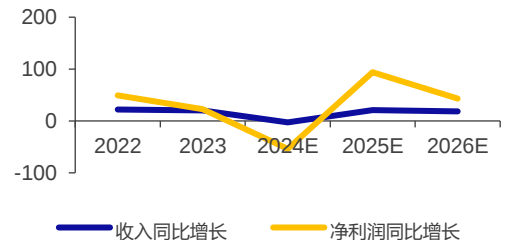
资料来源：聚源数据，申万宏源研究



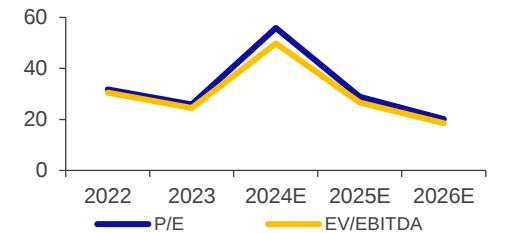
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。