

开立医疗 (300633.SZ)

2025 年 04 月 14 日

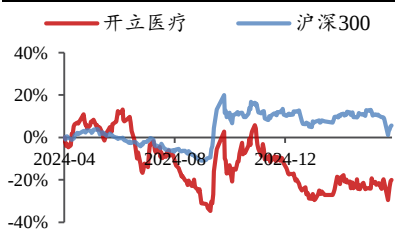
2024 年利润承压，招采恢复有望助力业绩快速回升

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/4/11
当前股价(元)	30.71
一年最高最低(元)	44.07/25.04
总市值(亿元)	132.89
流通市值(亿元)	132.89
总股本(亿股)	4.33
流通股本(亿股)	4.33
近 3 个月换手率(%)	86.46

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023 全年业绩符合预期，超声平稳内窥镜高增——公司信息更新报告》- 2024.4.18

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

司乐致（分析师）

silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790523110003

石启正（联系人）

shiqizheng@kysec.cn

证书编号：S0790125020004

● 2024 年利润承压，招采恢复有望助力业绩快速回升，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营收 20.14 亿元（yoy-5.02%），归母净利润 1.42 亿元（yoy-68.67%），扣非净利润 1.1 亿元（yoy-75.07%），主营业务毛利率 63.78%（-5.63pct），净利率 7.07%（-14.36pct）。分费用，销售费用率 28.45%（+3.72pct），管理费用率 6.81%（+0.76pct），研发费用率 23.48%（+5.36pct），由于招采活动减少，收入有所下滑，利润承压主要系行业竞争加剧和集采影响，同时公司保持高强度战略投入，管理和研发费用率上升。分产品，彩超收入 11.83 亿元（yoy-3.26%），毛利率 61.81%（-4.07pct）；内窥镜及镜下治疗器具收入 7.95 亿（yoy-6.44%），毛利率 66.59%（-6.56pct）。考虑到医疗反腐力度和招采恢复节奏存在不确定性，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年的盈利预测，预计归母净利润分别为 3.78/4.72/5.92 亿元（原值为 7.32/9.28 亿元），EPS 分别为 0.88/1.09/1.37 元，当前股价对应 PE 分别为 34.8/28.1/22.5 倍，但 2025 年招采有望恢复，凭借公司产品线优势及市场渠道扩展，国内市场有望放量，海外市场持续发力，因此维持“买入”评级。

● 研发创新丰富产品管线，软镜+超声业务双轮驱动释放更大业绩潜力

公司相继推出支气管镜、环/凸阵超声内镜、十二指肠镜、光学放大镜、刚度可调镜以及细镜，补齐了公司内镜产品种类和功能方面的短板，产品竞争力大幅提升；公司新一代超高端彩超平台 S80/P80 系列正式推向市场，全面完善全身介入及妇产解决方案，搭载第五代人工智能（AI）产超超声筛查技术凤眼 S-Fetus 5.0 完成临床验证，并取得国内首张产科人工智能注册证，提升了高端超声妇产领域的竞争力和技术优势。2024 年推出的高端便携 X11 和 E11 系列，填补了公司高端便携的空白，整体性能及临床评价处于领先地位。

● 国内高端市场加速渗透，海外本地化深耕助力新品拓围

国内收入 10.44 亿（yoy-11.62%），彩超系统产品销售结构逐渐优化，加快渗透到三级医院等高端市场；软镜业务正积极开展学术活动并不断开拓国内外市场，有望保持超速增长；4K/4K 荧光硬镜和微创外科配套产品、血管内超声和兽用超声等重磅产品有望未来成为公司新的业绩增长动能。海外收入 9.7 亿（yoy+3.27%），通过本地化深耕和学术赋能，实现多维度的业务突破与市场拓展，2024 年 V-readerTM 血管内超声诊断设备和 SonoSoundTM 一次性血管内超声（IVUS）导管获得欧盟 MDR 认证，有望成为新的业绩增长点。

● **风险提示：**产品推广不及预期；原材料出现减值；集采政策影响毛利率。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,120	2,014	2,371	2,789	3,290
YOY(%)	20.3	-5.0	17.7	17.6	17.9
归母净利润(百万元)	454	142	378	472	592
YOY(%)	22.9	-68.7	165.2	25.1	25.3
毛利率(%)	69.4	63.8	65.3	66.2	67.2
净利率(%)	21.4	7.1	15.9	16.9	18.0
ROE(%)	14.4	4.6	11.1	12.4	13.7
EPS(摊薄/元)	1.05	0.33	0.88	1.09	1.37
P/E(倍)	29.2	93.3	34.8	28.1	22.5
P/B(倍)	4.2	4.3	3.9	3.5	3.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2625	2975	3073	3580	3972	营业收入	2120	2014	2371	2789	3290
现金	1775	1571	1580	1875	2131	营业成本	649	729	823	942	1078
应收票据及应收账款	174	220	244	301	342	营业税金及附加	24	19	26	31	36
其他应收款	12	18	17	24	24	营业费用	524	573	617	725	855
预付账款	55	36	72	55	94	管理费用	128	137	142	167	197
存货	531	653	683	846	904	研发费用	384	473	439	502	576
其他流动资产	78	477	477	477	477	财务费用	-45	-37	-47	-56	-66
非流动资产	1146	1338	1450	1512	1591	资产减值损失	51	113	85	98	115
长期投资	0	0	0	1	3	其他收益	98	115	105	110	115
固定资产	420	493	633	728	834	公允价值变动收益	-0	4	1	1	1
无形资产	165	156	160	147	133	投资净收益	-13	1	0	1	2
其他非流动资产	562	690	657	636	621	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	3771	4313	4524	5091	5563	营业利润	475	122	393	492	616
流动负债	569	1083	1018	1187	1145	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	24	262	262	262	262	营业外支出	1	2	0	0	0
应付票据及应付账款	186	332	252	416	349	利润总额	474	120	393	492	617
其他流动负债	359	490	503	509	534	所得税	19	-22	16	20	25
非流动负债	57	121	116	109	101	净利润	454	142	378	472	592
长期借款	0	40	35	27	19	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	81	81	81	81	归属母公司净利润	454	142	378	472	592
负债合计	625	1205	1134	1296	1246	EBITDA	475	164	445	559	696
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.05	0.33	0.88	1.09	1.37
股本	431	433	428	428	428	主要财务比率					
资本公积	1119	1142	1051	1051	1051	成长能力					
留存收益	1633	1637	1946	2336	2831	营业收入(%)	20.3	-5.0	17.7	17.6	17.9
归属母公司股东权益	3146	3108	3390	3796	4317	营业利润(%)	24.2	-74.4	223.6	25.1	25.3
负债和股东权益	3771	4313	4524	5091	5563	归属于母公司净利润(%)	22.9	-68.7	165.2	25.1	25.3
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	489	307	265	475	467	毛利率(%)	69.4	63.8	65.3	66.2	67.2
净利润	454	142	378	472	592	净利率(%)	21.4	7.1	15.9	16.9	18.0
折旧摊销	53	73	82	102	123	ROE(%)	14.4	4.6	11.1	12.4	13.7
财务费用	-45	-37	-47	-56	-66	ROIC(%)	12.5	3.1	9.2	10.5	11.7
投资损失	13	-1	0	-1	-2	偿债能力					
营运资金变动	-153	-22	-147	-42	-179	资产负债率(%)	16.6	27.9	25.1	25.4	22.4
其他经营现金流	167	152	-1	-1	-1	净负债比率(%)	-53.4	-37.7	-35.2	-39.4	-40.7
投资活动现金流	186	-591	-193	-161	-199	流动比率	4.6	2.7	3.0	3.0	3.5
资本支出	177	207	112	60	78	速动比率	3.5	2.1	2.2	2.2	2.6
长期投资	0	0	0	0	-2	营运能力					
其他投资现金流	363	-384	-81	-101	-124	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
筹资活动现金流	-276	82	-62	-18	-12	应收账款周转率	11.3	10.2	10.2	10.2	10.2
短期借款	-157	239	0	0	0	应付账款周转率	3.1	2.8	2.8	2.8	2.8
长期借款	0	40	-5	-8	-8	每股指标(元)					
普通股增加	3	2	-5	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.05	0.33	0.88	1.09	1.37
资本公积增加	81	23	-91	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.71	0.61	1.10	1.08
其他筹资现金流	-202	-222	39	-11	-4	每股净资产(最新摊薄)	7.27	7.18	7.85	8.78	9.99
现金净增加额	403	-203	9	295	255	估值比率					
						P/E	29.2	93.3	34.8	28.1	22.5
						P/B	4.2	4.3	3.9	3.5	3.1
						EV/EBITDA	24.0	70.3	25.9	20.0	15.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn