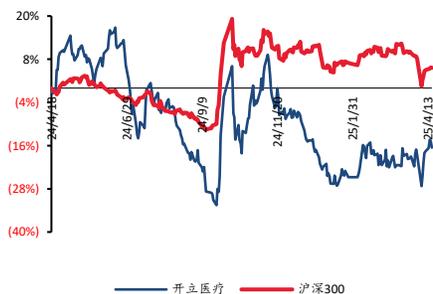


## 开立医疗年报点评：业绩短期承压，看好高端新品放量

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通(亿股)     | 4.33/4.33     |
| 总市值/流通(亿元)     | 134.36/134.36 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 44.07/25.04   |

### 相关研究报告

<<开立医疗点评报告：行业招标数据改善，看好设备更新落地助力公司业绩增长>>—2024-11-01

<<开立医疗点评报告：23年业绩符合预期，24Q1业绩受高基数影响，后期有望反弹>>—2024-05-20

<<开立医疗点评报告：超声业绩承压，软镜依旧保持高速增长>>—2023-10-29

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83683312

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

**事件：**近日，公司发布2024年年度报告：2024年实现营业收入20.14亿元，同比下降5.02%；归母净利润1.42亿元，同比下降68.67%，主要系公司逆势加大战略投入影响；扣非归母净利润1.10亿元，同比下降75.07%。

其中，2024年第四季度营业收入6.16亿元，同比下降5.63%；归母净利润0.33亿元，同比下降75.03%；扣非归母净利润0.24亿元，同比下降80.00%。

### 中高端产品销量提升，设备更新落地有望带动公司业绩增长

2024年，公司中高端产品销量稳步提升，并实现国内大型医疗终端客户数量持续增长，三级医院客户占比已达近年峰值。2025年，设备更新招投标逐步落地，有望带动公司设备销量增长。其中，据众成数科统计，2025年第一季度公司招投标金额达3.38亿元，同比增长126.85%，超声市场占有率同比提升2.39pct至5.53%，促进作用显著。目前，设备更新仅落地一小部分，未来随着大规模落地，有望带动公司业绩增长。

### 创新为帆，多产品线新品层出

2024年，开立医疗持续加大研发力度，推动多产品线发展布局。(1) 超声产品方面：公司正式推出高端全身机器S80、高端妇产机P80、高端便携X11和E11系列，标志着公司在高端领域取得突破性进展。(2) 消化与呼吸内镜方面：全新4K iEndo智慧内镜平台HD-650已经获证，该平台在业内首次推出超分辨成像功能，提供优异的超高清图像画质和业内最丰富的4K视频传输接口，国内市场行业地位仅次于奥林巴斯和富士。

(3) 微创外科产品方面：公司推出可兼容电子胃肠镜、电子支气管镜及多款外科软、硬镜镜种的X-2600系列一体式内镜平台，与其自主研发的其他产品组成了完整的专科术式解决方案。(4) 心血管介入产品方面：公司自主研发的单晶复合材料一次性使用血管内超声诊断导管(型号TJ001)，在超声图像质量和成本控制上都比进口产品有更大的竞争优势，实现对进口产品的代际超越。

### 费用端投入加大，利润率短暂承压

2024年，公司的综合毛利率同比下降5.58pct至63.80%，主要受会计准则调整、海外业务占比提高、设备县域集采影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为28.45%、6.81%、23.49%、-1.84%，同比变动幅度分别为+3.73pct、+0.76pct、+5.37pct、+0.29pct，销售、研发费用率变动较大主要系公司加大了相关投入。综合影响下，公司整体净利率同比下降14.36pct至7.05%。

2024年第四季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为57.47%、18.51%、5.84%、21.92%、-1.62%、5.36%，分别变动-13.54pct、-7.87pct、-0.75pct、+3.36pct、+0.22pct、-15.08pct。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.25 亿/28.01 亿/32.82 亿元，同比增速分别为 15%/20%/17%；归母净利润分别为 3.57 亿/4.98 亿/6.84 亿元；分别增长 151%/40%/37%；EPS 分别为 0.83/1.15/1.58，按照 2025 年 4 月 17 日收盘价对应 2025 年 38 倍 PE。维持“买入”评级。

**风险提示：**设备集采降价的风险，设备更新落地进度不及预期的风险，新品研发不及预期的风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 2,014   | 2,325   | 2,801  | 3,282  |
| 营业收入增长率(%) | -5.02%  | 15.45%  | 20.47% | 17.17% |
| 归母净利（百万元）  | 142     | 357     | 498    | 684    |
| 净利润增长率(%)  | -68.67% | 150.71% | 39.58% | 37.20% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.33    | 0.83    | 1.15   | 1.58   |
| 市盈率（PE）    | 89.06   | 37.63   | 26.96  | 19.65  |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

|          | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 1,775 | 1,571 | 1,541 | 1,727 | 2,122 |
| 应收和预付款项  | 230   | 256   | 228   | 252   | 261   |
| 存货       | 531   | 653   | 697   | 777   | 855   |
| 其他流动资产   | 90    | 495   | 534   | 572   | 614   |
| 流动资产合计   | 2,625 | 2,975 | 3,001 | 3,327 | 3,852 |
| 长期股权投资   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 420   | 493   | 550   | 629   | 709   |
| 在建工程     | 254   | 394   | 444   | 454   | 444   |
| 无形资产开发支出 | 165   | 156   | 147   | 138   | 129   |
| 长期待摊费用   | 18    | 35    | 40    | 45    | 50    |
| 其他非流动资产  | 2,915 | 3,235 | 3,270 | 3,608 | 4,146 |
| 资产总计     | 3,771 | 4,313 | 4,451 | 4,874 | 5,477 |
| 短期借款     | 24    | 262   | 182   | 102   | 72    |
| 应付和预收款项  | 186   | 332   | 296   | 347   | 398   |
| 长期借款     | 0     | 40    | 30    | 20    | 10    |
| 其他负债     | 416   | 571   | 567   | 655   | 735   |
| 负债合计     | 625   | 1,205 | 1,075 | 1,124 | 1,215 |
| 股本       | 431   | 433   | 433   | 433   | 433   |
| 资本公积     | 1,119 | 1,142 | 1,142 | 1,142 | 1,142 |
| 留存收益     | 1,633 | 1,637 | 1,904 | 2,278 | 2,791 |
| 归母公司股东权益 | 3,146 | 3,108 | 3,376 | 3,749 | 4,262 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计   | 3,146 | 3,108 | 3,376 | 3,749 | 4,262 |
| 负债和股东权益  | 3,771 | 4,313 | 4,451 | 4,874 | 5,477 |

**现金流量表 (百万)**

|        | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 489   | 307   | 394   | 647   | 851   |
| 投资性现金流 | 186   | -591  | -235  | -241  | -241  |
| 融资性现金流 | -276  | 82    | -188  | -221  | -215  |
| 现金增加额  | 403   | -203  | -30   | 185   | 396   |

**利润表 (百万)**

|         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 2,120 | 2,014 | 2,325 | 2,801 | 3,282 |
| 营业成本    | 685   | 729   | 821   | 962   | 1,102 |
| 营业税金及附加 | 24    | 19    | 23    | 28    | 33    |
| 销售费用    | 488   | 573   | 628   | 728   | 821   |
| 管理费用    | 128   | 137   | 140   | 162   | 181   |
| 财务费用    | -45   | -37   | -13   | -15   | -20   |
| 资产减值损失  | -51   | -113  | -10   | -15   | -8    |
| 投资收益    | -13   | 1     | 5     | 3     | 3     |
| 公允价值变动  | -0    | 4     | 5     | 3     | 4     |
| 营业利润    | 475   | 122   | 369   | 517   | 707   |
| 其他非经营损益 | -1    | -1    | 1     | -1    | 1     |
| 利润总额    | 474   | 120   | 370   | 516   | 708   |
| 所得税     | 19    | -22   | 13    | 18    | 25    |
| 净利润     | 454   | 142   | 357   | 498   | 684   |
| 少数股东损益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归母股东净利润 | 454   | 142   | 357   | 498   | 684   |

**预测指标**

|              | 2023A  | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 毛利率          | 67.71% | 63.78%  | 64.69%  | 65.66% | 66.42% |
| 销售净利率        | 21.43% | 7.07%   | 15.36%  | 17.79% | 20.83% |
| 销售收入增长率      | 20.29% | -5.02%  | 15.45%  | 20.47% | 17.17% |
| EBIT 增长率     | 31.74% | -70.36% | 163.04% | 40.33% | 37.34% |
| 净利润增长率       | 22.88% | -68.67% | 150.71% | 39.58% | 37.20% |
| ROE          | 14.45% | 4.58%   | 10.58%  | 13.29% | 16.04% |
| ROA          | 12.05% | 3.30%   | 8.02%   | 10.23% | 12.48% |
| ROIC         | 13.66% | 4.65%   | 9.47%   | 12.32% | 15.10% |
| EPS(X)       | 1.06   | 0.33    | 0.83    | 1.15   | 1.58   |
| PE(X)        | 44.62  | 89.06   | 37.63   | 26.96  | 19.65  |
| PB(X)        | 6.47   | 4.09    | 3.98    | 3.58   | 3.15   |
| PS(X)        | 9.61   | 6.31    | 5.78    | 4.80   | 4.09   |
| EV/EBITDA(X) | 35.40  | 50.57   | 26.36   | 19.08  | 13.79  |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。