

开立医疗 (300633.SZ)

业绩短期承压，高端新品放量可期

优于大市

核心观点

2024 年收入端略有下滑，利润端受费用投入影响有所承压。2024 年公司实现营业收入 20.14 亿元 (-5.02%)，归母净利润 1.42 亿元 (-68.67%)，扣非归母净利润 1.10 亿元 (-75.07%)。24Q4 单季营收 6.16 亿元 (-5.63%)，归母净利润 0.33 亿元 (-75.03%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (-80.00%)。2024 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，同时公司仍保持较高的费用投入强度所致。

毛利率略有下滑，费用率有所提升。2024 年公司毛利率 63.78%，表现下滑 5.63pp，由于会计准则调整，调整后毛利率下滑 3.93pp，一方面受到毛利率较低的海外业务占比提升的影响，另一方面受到县域医疗设备集采对产品价格的影响。销售费用率 28.45% (+5.42pp)，管理费用率 6.81% (+0.76pp)，研发费用率 23.48% (+5.36pp)，财务费用率 -1.86% (+0.25pp)，四费率 56.89% (+11.79pp)，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，引进各类研发、销售人才，进一步加强公司市场竞争力建设。

大力引进人才，多领域产品推陈出新。2024 年公司引进各类研发、销售人才，截止至 2024 年末，公司总员工数量为 3122 人，新增员工数量 425 人，同比增长 16%。公司持续大力投入研发，在多个领域推出新品。超声领域，推出高端全身机器 S80 及高端妇产机 P80、高端兽用便携 ProPet X11 及 ProPet E11 系列。软镜领域，25Q1 搭载新一代 iEndo 智慧内镜平台的 HD650 获批，首创“独立 GPU 多核异构智慧影像架构”，AI 运算能力大幅提升，可实现超分辨率成像，助力早癌筛查与复杂病变诊断。

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，预计 2025 年起随着招投标回暖，行业环境有望逐步好转。下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 23.4/26.9/30.9 亿元（原 2025、2026 年为 27.8/33.3 亿元），同比增速 16%/15%/15%，归母净利润 3.1/4.0/4.8 亿元（原 2025、2026 年为 6.2/7.5 亿元），同比增速 120%/27%/22%，当前股价对应 PE=43/34/28x，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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,120	2,014	2,335	2,694	3,089
(+/-%)	20.3%	-5.0%	16.0%	15.4%	14.7%
归母净利润(百万元)	454	142	313	397	483
(+/-%)	22.9%	-68.7%	119.7%	27.0%	21.5%
每股收益(元)	1.06	0.33	0.72	0.92	1.12
EBIT Margin	19.4%	4.1%	7.9%	10.0%	12.5%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	4.6%	9.5%	11.5%	13.3%
市盈率 (PE)	29.6	94.8	43.1	34.0	27.9
EV/EBITDA	30.5	98.4	55.3	39.7	29.8
市净率 (PB)	4.27	4.34	4.11	3.90	3.73

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：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

联系人：凌珑
021-60375401
linglong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 31.19 元
总市值/流通市值 13496/13496 百万元
52 周最高价/最低价 44.07/25.04 元
近 3 个月日均成交额 188.63 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) -24Q3 利润端出现亏损，期待招标恢复带动业绩增长》——2024-11-03
《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》——2024-09-11
《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

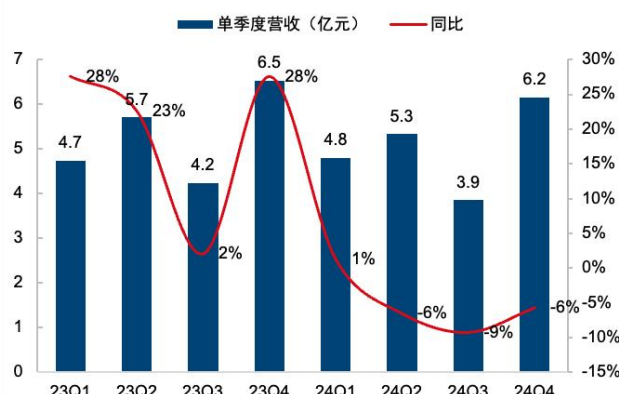
2024 年收入端略有下滑，利润端受费用投入影响有所承压。2024 年公司实现营收 20.14 亿元（-5.02%），归母净利润 1.42 亿元（-68.67%），扣非归母净利润 1.10 亿元（-75.07%）。24Q4 单季营收 6.16 亿元（-5.63%），归母净利润 0.33 亿元（-75.03%），扣非归母净利润 0.24 亿元（-80.00%）。2024 年公司收入端个位数下滑，利润表现承压，主要系行业整顿影响下，终端医院采购减少，同时公司仍保持较高的费用投入强度所致。

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、%）



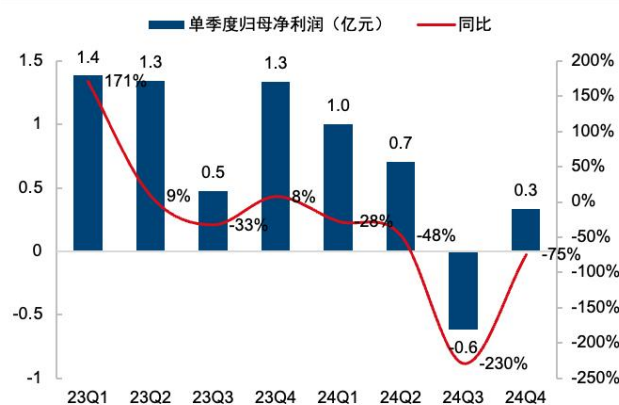
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

国内业务有所下滑，海外业务略有增长。分业务看，2024 年超声业务实现收入 11.8 亿元，同比下滑 3.3%，占比 58.75%；内窥镜及镜下治疗器具实现收入 8.0 亿元，同比下滑 6.4%，占比 39.50%。分地区看，2024 年国内业务实现收入 10.4 亿元，同比下滑 11.62%，占比 51.83%；国外业务实现收入 9.7 亿元，同比增长 3.27%，占比 48.17%。

图5: 开立医疗超声、内镜业务收入（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

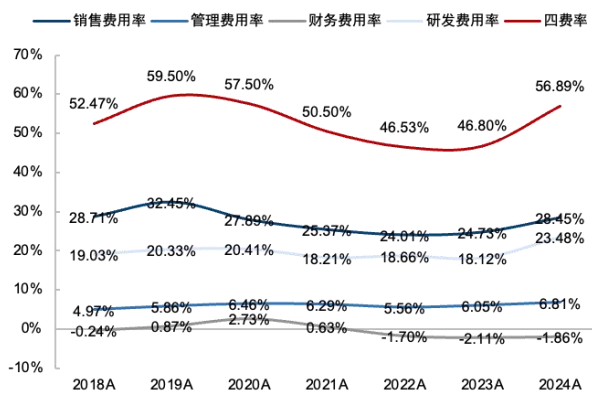
图6: 开立医疗海内外业务收入（亿元）及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

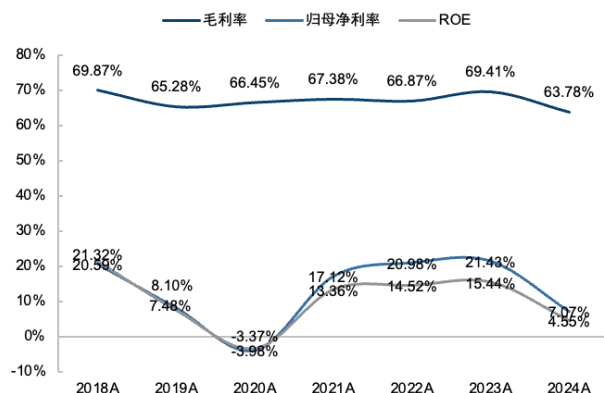
毛利率略有下滑，费用率有所提升。2024 年公司毛利率 63.78%，表观下滑 5.63pp，由于会计准则调整，调整后毛利率下滑 3.93pp，一方面受到毛利率较低的海外业务占比提升的影响，另一方面受到县域医疗设备集采对产品价格的影响。销售费用率 28.45%（+5.42pp），管理费用率 6.81%（+0.76pp），研发费用率 23.48%（+5.36pp），财务费用率-1.86%（+0.25pp），四费率 56.89%（+11.79pp），各项费用率均有所提升，销售、研发费用率提升明显，主要系公司持续保持高强度投入，引进各类研发、销售人才，进一步加强公司市场竞争力建设。

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

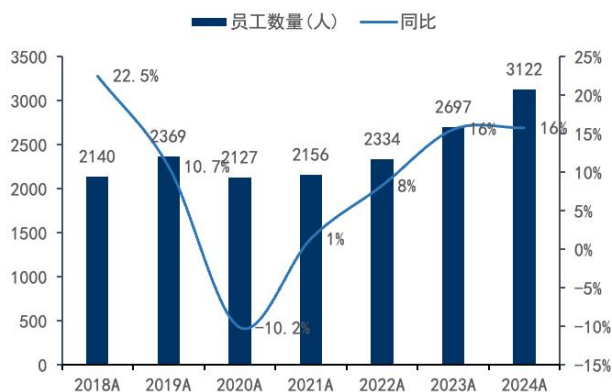
图8: 开立医疗利润率情况（%）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大力引进人才，多领域产品推陈出新。2024 年公司引进各类研发、销售人才，截止至 2024 年末，公司总员工数量为 3122 人，新增员工数量 425 人，同比增长 16%。公司持续大力投入研发，在多个领域推出新品。超声领域，推出高端全身机器 S80 及高端妇产机 P80、高端兽用便携 ProPet X11 及 ProPet E11 系列。软镜领域，25Q1 搭载新一代 iEndo 智慧内镜平台的 HD650 获批，首创“独立 GPU 多核异构智慧影像架构”，AI 运算能力大幅提升，可实现超分辨率成像，助力早癌筛查与复杂病变诊断。

图9: 开立医疗员工人数情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 开立医疗研发人员数量情况



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, 预计 2025 年起随着招投标回暖, 行业环境有望逐步好转。下调 2025、2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年营收 23.4/26.9/30.9 亿元(原 2025、2026 年为 27.8/33.3 亿元), 同比增速 16%/15%/15%, 归母净利润 3.1/4.0/4.8 亿元(原 2025、2026 年为 6.2/7.5 亿元), 同比增速 120%/27%/22%, 当前股价对应 PE=43/34/28x, 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	25/4/21 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
300633.SZ	开立医疗	31.19	135	0.33	0.72	0.92	1.12	94.78	43.14	33.97	27.95	4.58%	0.86	优于大市
300760.SZ	迈瑞医疗	216.02	2619	-	12.46	14.55	-	-	17.34	14.85	-	-	-	优于大市
688212.SH	澳华内镜	40.39	54	0.16	0.40	0.73	0.92	258.86	100.72	55.50	43.86	1.54%	1.25	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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1775	1571	1800	1901	2091	营业收入	2120	2014	2335	2694	3089
应收款项	186	238	256	283	342	营业成本	649	729	875	1034	1185
存货净额	531	653	728	847	985	营业税金及附加	24	19	21	24	28
其他流动资产	75	69	63	87	96	销售费用	524	573	613	673	741
流动资产合计	2625	2975	3292	3562	3959	管理费用	128	137	142	154	161
固定资产	674	887	964	1109	1274	研发费用	384	473	506	539	587
无形资产及其他	165	156	149	143	137	财务费用	(45)	(37)	(12)	(13)	15
投资性房地产	307	296	296	296	296	投资收益	(13)	1	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	51	116	0	0	0
资产总计	3771	4313	4701	5110	5665	其他收入	(403)	(588)	(380)	(413)	(461)
短期借款及交易性金融负债	38	279	500	605	816	营业利润	475	122	326	418	508
应付款项	186	332	320	369	455	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	344	473	475	540	626	利润总额	474	120	326	418	508
流动负债合计	569	1083	1295	1513	1897	所得税费用	19	(22)	13	21	25
长期借款及应付债券	0	40	40	40	40	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	57	81	87	97	111	归属于母公司净利润	454	142	313	397	483
长期负债合计	57	121	127	137	151	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	625	1205	1421	1651	2047	净利润	454	142	313	397	483
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	53	91	33	37
股东权益	3146	3108	3280	3459	3618	折旧摊销	50	67	86	113	133
负债和股东权益总计	3771	4313	4701	5110	5665	公允价值变动损失	(51)	(116)	0	0	0
						财务费用	(45)	(37)	(12)	(13)	15
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(64)	196	(1)	(12)	15
每股收益	1.06	0.33	0.72	0.92	1.12	其它	(5)	(53)	(91)	(33)	(37)
每股红利	0.19	0.33	0.33	0.50	0.75	经营活动现金流	389	289	397	499	631
每股净资产	7.31	7.18	7.58	7.99	8.36	资本开支	0	(436)	(248)	(285)	(328)
ROIC	15.88%	5.15%	6%	8%	9%	其它投资现金流	367	(386)	0	0	0
ROE	14.45%	4.58%	10%	11%	13%	投资活动现金流	367	(822)	(248)	(285)	(328)
毛利率	69%	64%	63%	62%	62%	权益性融资	3	31	0	0	0
EBIT Margin	19%	4%	8%	10%	13%	负债净变化	0	40	0	0	0
EBITDA Margin	22%	7%	12%	14%	17%	支付股利、利息	(83)	(144)	(141)	(218)	(324)
收入增长	20%	-5%	16%	15%	15%	其它融资现金流	(156)	507	221	105	211
净利润增长率	23%	-69%	120%	27%	22%	融资活动现金流	(318)	330	80	(113)	(113)
资产负债率	17%	28%	30%	32%	36%	现金净变动	437	(204)	229	100	190
股息率	0.6%	1.1%	1.0%	1.6%	2.4%	货币资金的期初余额	1337	1775	1571	1800	1901
P/E	29.6	94.8	43.1	34.0	27.9	货币资金的期末余额	1775	1571	1800	1901	2091
P/B	4.3	4.3	4.1	3.9	3.7	企业自由现金流	0	(76)	13	71	188
EV/EBITDA	30.5	98.4	55.3	39.7	29.8	权益自由现金流	0	471	256	195	414

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