

短期业绩承压，看好新业务 新产品放量

开立医疗 (300633.SZ)

核心观点

年报业绩符合预期，一季报收入符合预期，利润低于预期。24 年国内医疗设备行业招投标放缓，渠道库存调整下公司国内业务承压。展望 Q2 及全年，渠道库存调整影响预计短期仍将持续，但在超声 80 系列、软镜 HD-650 等新品放量催化下，全年业绩有望恢复性增长。中长期来看，公司在内镜行业市占率有望稳步提升，引领内镜领域的国产替代进程，微创外科、心内科等领域新产品有望陆续推出，为公司带来新的增长动力。

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报

2024 年公司实现收入 20.14 亿元，同比-5.0%；归母净利润为 1.42 亿元，同比-68.7%；扣非归母净利润 1.10 亿元，同比-75.1%，基本每股收益为 0.33 元/股。2025 年一季度公司实现收入 4.30 亿元，同比下降 10.29%；归母净利润 807 万元，同比下降 91.94%；扣非归母净利润 600 万元，同比下降 93.49%，基本每股收益为 0.02 元/股。

简评

24 年业绩符合预期，25Q1 收入符合预期，利润低于预期

2024 年收入为 20.14 亿元，同比-5.0%；归母净利润为 1.42 亿元，同比-68.7%；扣非归母净利润 1.10 亿元，同比-75.1%。据此计算，公司 24Q4 收入为 6.16 亿元，同比-5.6%；归母净利润为 0.33 亿元，同比-75.0%；扣非归母净利润 0.24 亿元，同比-80.0%。业绩符合预期，国内医疗设备行业招投标放缓及渠道库存水平波动等因素导致公司国内业务承压，2024 年公司国内收入 10.44 亿元，同比-11.6%；国外收入 9.70 亿元，同比+3.3%。

2025 年一季度公司实现收入 4.30 亿元，同比下降 10.29%；归母净利润 807 万元，同比下降 91.94%；扣非归母净利润 600 万元，同比下降 93.49%。收入端符合预期，尽管去年 12 月以来医疗设备招标持续复苏，但受渠道库存调整影响，公司收入端仍有所承压。利润端低于预期，主要由于 2024 年新增员工较多，导致销售、研发费用同比增长明显，利润率大幅降低。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2025 年 06 月 02 日

当前股价：32.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.12/3.27	7.87/9.06	-13.76/-21.37
12 月最高/最低价 (元)			43.47/25.11
总股本 (万股)			43,271.24
流通 A 股 (万股)			43,271.24
总市值 (亿元)			141.24
流通市值 (亿元)			141.24
近 3 月日均成交量 (万)			493.76
主要股东			
陈志强			22.12%

股价表现



超声、软镜均推出高端新品，微创外科及心血管业务持续发力

2024 年公司彩超业务收入 11.83 亿元，同比-3.3%。2024 年公司推出高端全身机器 S80 及高端妇产机 P80，标志着公司在高端领域取得突破性进展，同年推出的高端便携 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在同类型产品中处于领先地位。内窥镜及镜下治疗器具收入 7.95 亿元，同比-6.4%。在消化内镜领域，目前在国内市场市占率排名第三，仅次于奥林巴斯和富士。2024 年推出 HD-580 系列高端内镜平台，相较上一代 HD-550 大幅提升了图像质量和临床细节表现，已步入持续放量阶段；HD-650 已在国内获批上市，能提供超高清图像画质和最丰富的 4K 视频传输接口。微创外科领域，4K 超高清多模态摄像系统、一体化软硬镜摄像系统、各科电子软镜和智荟手术室顺利实现量产和销售装机，其性能表现得到临床用户的好评。心血管介入领域，V15 推车式和 V20i 集成式血管内超声诊断设备上市，能够满足临床多样化的设备部署和操作需求。V-reader 血管内超声诊断设备和 SonoSound 一次性血管内超声（IVUS）导管获得欧盟 MDR 认证。

展望 Q2 及全年，渠道库存调整影响预计短期仍将持续，全年业绩有望恢复性增长

国内医疗设备招标需求自 24 年 12 月以来持续改善，但渠道库存调整导致收入增速低于招标增速。随着渠道库存逐步降低，预计 Q2 收入、利润的同比增速相比 Q1 增速有望改善。下半年公司基数相对较低，全年收入预计呈“前低后高”节奏，全年来看，公司收入、利润有望实现恢复性增长。

毛利率有所承压，销售、研发费用率提升显著

2024 年公司销售毛利率 63.78%（-5.63pp），会计政策调整对毛利率有所影响，国内设备招标竞争加剧、部分区域设备集采对毛利率也带来一定影响；销售费用率 28.45%（+3.72pp），管理费用率 6.81%（+0.75pp），研发费用率 23.48%（+5.36pp），财务费用率-1.86%（+0.25pp），销售、研发费用率提升显著预计主要由于公司 2024 年新增销售、研发人员较多。经营活动产生的现金流量净额 3.07 亿元（-37.35%），主要系支付给职工以及为职工支付的现金增加所致。应收账款周转天数 34.50 天，同比增加 2.84 天；存货周转天数 292.35 天，同比增加 2.07 天，均基本保持稳定。

25Q1 公司销售毛利率为 63.19%（-6.21pp）；销售费用率 32.69%（+7.05pp），管理费用率 7.78%（+0.57pp），研发费用率 29.24%（+8.03pp），财务费用率-4.14%（-0.78pp）。毛利率、费用率变化整体延续 2024 年趋势。随着行业招标恢复、公司控制新增人员规模，预计全年维度净利率有望回升。经营活动产生的现金流量净额-2.85 亿元（-899.07%），预计主要由于销售商品收到的现金减少，增加原材料备货等原因所致。存货周转天数 401.79 天，同比增加 48.85 天，预计主要由于公司增加原材料备货。

短期超声、内镜新品有望驱动收入增长，中长期在产品力提升和政策助推下市场份额有望持续提升

短期来看，渠道库存预计对公司业绩仍有一定影响，但在超声 80 系列、软镜 HD-650 等新品放量催化下，公司收入有望实现恢复性增长；中长期来看，公司在内镜行业市占率有望稳步提升，引领内镜领域的国产替代进程，微创外科、心内科等领域新产品有望陆续推出，为公司带来新的增长动力。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 23.94 亿元、27.45 亿元、31.29 亿元，同比增长 18.9%、14.7%、14.0%；归母净利润分别为 3.26 亿元、4.54 亿元、5.60 亿元，同比增长 128.6%、39.6%、23.3%。以 2025 年 5 月 30 日收盘价（32.64 元）计算，2025-2027 年 PE 分别为 43、31、25 倍。维持买入评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧风险：当前软镜领域竞争格局较好，若未来国产企业竞争加剧，可能导致公司市场份额提升不及预期；

2) 海外市场风险：海外地缘政治冲突可能影响公司海外业绩增速，汇率波动可能对公司业绩产生影响；

3) 新产品研发风险：公司的新产品研发进度若低于预期，可能对公司未来增长带来不利影响；

4) 产品推广进度不及预期风险：公司近两年来获批新产品较多，若产品进院进度、临床接受程度不及预期，可能对公司业绩带来不利影响；

5) 行业政策风险：医疗设备行业景气度主要与国家政策支持力度和医院采购资金是否充裕有关，部分国家政策具有不可预见性，我们的盈利预测存在不达预期的风险。例如，是否有新建/扩建/改造/升级医院规划、医疗设备以旧换新计划、医疗行业合规检查、检验检查结果互认等政策可能会影响医疗设备行业的采购需求。医院采购医疗设备的来源主要国家和地方财政支持及医院自有资金，其中医院采购资金是否充裕受医保控费政策、医疗服务价格改革等多重政策影响。医疗设备行业集采政策，可能会对相关厂商的产品出厂价、毛利率造成影响。

图表1： 预测及比率

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,014	2,394	2,745	3,129
增长率(%)	-5.0%	18.9%	14.7%	14.0%
归属母公司股东净利润	142	326	454	560
增长率(%)	-68.7%	128.6%	39.6%	23.3%
每股收益(EPS)	0.33	0.75	1.05	1.29
市盈率(P/E)	99	43	31	25

资料来源：Wind，中信建投注：收盘日期截至2025年5月30日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	1337	1775	1571	1561	1636	1589
应收款项	217	186	238	262	301	343
存货净额	514	531	653	678	746	824
其他流动资产	21	75	69	65	74	85
流动资产合计	2514	2625	2975	3010	3201	3286
固定资产	557	674	887	1065	1131	1201
无形资产及其他	169	165	156	149	143	137
投资性房地产	304	307	296	296	296	296
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	3544	3771	4313	4521	4771	4919
短期借款及交易性金融负债	192	38	279	530	704	757
应付款项	231	186	332	298	328	362
其他流动负债	326	344	473	463	510	576
流动负债合计	749	569	1083	1290	1542	1696
长期借款及应付债券	0	0	40	40	40	40
其他长期负债	55	57	81	87	92	93
长期负债合计	55	57	121	127	132	133
负债合计	804	625	1205	1417	1673	1829
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	2740	3146	3108	3104	3098	3090
负债和股东权益总计	3544	3771	4313	4521	4771	4919
利润表（百万元）						
营业收入	1763	2120	2014	2394	2745	3129
营业成本	584	649	729	814	908	1005
营业税金及附加	15	24	19	24	28	31
销售费用	423	524	573	602	662	761
管理费用	427	513	610	652	720	820
财务费用	(30)	(45)	(37)	(13)	(5)	(1)
投资收益	9	(13)	1	(1)	(4)	(2)
资产减值及公允价值变动	(44)	(51)	(109)	0	0	0
其他收入	74	84	110	0	0	0
营业利润	382	475	122	314	429	512
营业外净收支	(0)	(1)	(1)	0	0	0
利润总额	382	474	120	314	429	512
所得税费用	12	19	(22)	(12)	(26)	(48)
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	370	454	142	326	454	560

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万元)						
净利润	370	454	142	326	454	560
资产减值准备	(49)	5	53	(105)	1	1
折旧摊销	36	50	67	83	105	117
公允价值变动损失	44	51	109	0	0	0
财务费用	(30)	(45)	(37)	(13)	(5)	(1)
营运资本变动	(95)	(64)	196	(189)	(33)	(28)
其它	49	(5)	(53)	105	(1)	(1)
经营活动现金流	354	492	514	219	526	649
资本开支	(44)	(110)	(210)	(150)	(165)	(182)
其它投资现金流	(275)	367	(386)	0	0	0
投资活动现金流	(318)	257	(596)	(150)	(165)	(182)
权益性融资	11	3	31	0	0	0
支付股利、利息	(58)	(83)	(144)	(330)	(461)	(568)
其它融资现金流	222	(148)	55	251	174	54
融资活动现金流	32	(311)	(122)	(79)	(286)	(514)
现金净变动	68	437	(204)	(10)	75	(46)
货币资金的期初余额	1269	1337	1775	1571	1561	1636
货币资金的期末余额	1337	1775	1571	1561	1636	1589

资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

李虹达

北京大学金融硕士、理学/经济学双学士。2021 年加入中信建投研究发展部。主要覆盖医疗器械行业。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk