

2025年07月30日

开立医疗(300633.SZ)

投资评级：买入(维持)

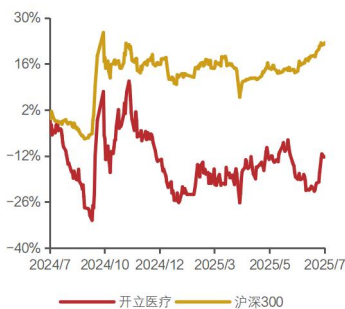
——内镜新品打通高端场景，创新赋能器械平台公司

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
林海霖
SAC: S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2025年07月29日

收盘价(元)	32.04
一年内最高/最低(元)	43.06/25.04
总市值(百万元)	13,864.11
流通市值(百万元)	13,864.11
总股本(百万股)	432.71
资产负债率(%)	21.81
每股净资产(元/股)	7.22

资料来源:聚源数据

投资要点:

- **投资要点。**开立医疗在超声、内镜等细分医疗设备品类处于国内领先地位，24年研发、销售环节逆势扩张，25年各产线迎来新品收获，随着国内医疗设备更新有序落地，短期有望在行业回暖周期中脱颖而出，中长期向器械平台持续发展。
- **HD-650 打造 4K 智慧内镜，加速高端市场渗透。**2025年，开立推出新一代高端产品 HD-650 4K 内镜，通过新物镜、光学材料、成像焦距的设计，结合内镜制造的 Know-How，产品清晰度向 4K 迈进，操作性也有大幅提升。iEndo 系列内镜配置独立 GPU，对临床数据各环节处理加强，针对不同科室和病种，实现 AI 辅助解读，赋能头部医院。HD-580 中标价格已处于国产领先水平，与奥林巴斯等头部品牌价差缩小，随着 HD-650 的上市推广，公司内镜产品具备进一步往高端市场渗透潜力。
- **设备招采回暖，逆势扩张有望迎来积极拐点。**受行业整顿及采购需求推迟影响，超声、内镜等医疗设备 24 年采购需求下滑明显，使得相关公司业绩承压。截至 25 年 1-6 月，国内招采活动逐步恢复常态，超声、消化内镜累计中标金额分别同比增长 62.2%、30.0%，各地设备更新数量、金额较同期提升明显，行业景气度有望持续回暖。公司 24 年逆势扩张，销售、技术人员分别增加 161、119 人，总人数均达到历史新高，为产品推广和市占率提升奠定有力基础，有望率先迎来拐点。
- **产品、渠道深化布局，潜力业务释放长期增长动能。**产品端，软镜快速迭代，步入高端场景，超声也通过 80 系产品突破中高端用户。微创外科、心内等种子业务团队磨合成熟，持续取得快速增长，有望亏损缩小，并稳步提升国内市占率，有望提供增长新动能。财务端，高端产品突破带来高质量增长，经历了 2024 年调整后，团队磨合成型，费用或有序维稳，利润压力逐步缓和，重回增长轨道可期。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.88/27.77/32.24 亿元，同比增速分别为 18.56%/16.32%/16.07%，归母净利润分别为 3.07/5.06/6.42 亿元，同比增速分别为 115.45%/64.85%/26.99%，当前股价对应的 PE 分别为 45/27/22 倍。选取澳华内镜、海泰新光、迈瑞医疗作为可比公司，基于公司在影像领域领先地位，内镜业务持续高速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧风险、新品推广不及预期风险、国内政策变动风险、境外贸易冲突风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,120	2,014	2,388	2,777	3,224
同比增长率(%)	20.29%	-5.02%	18.56%	16.32%	16.07%
归母净利润(百万元)	454	142	307	506	642
同比增长率(%)	22.88%	-68.67%	115.45%	64.85%	26.99%
每股收益(元/股)	1.05	0.33	0.71	1.17	1.48
ROE(%)	14.45%	4.58%	9.21%	13.67%	15.41%
市盈率(P/E)	30.51	97.36	45.19	27.41	21.59

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.88/27.77/32.24 亿元，同比增速分别为 18.56%/16.32%/16.07%，2025-2027 年归母净利润分别为 3.07/5.06/6.42 亿元，同比增速分别为 115.45%/64.85%/26.99%，当前股价对应的 PE 分别为 45/27/22 倍。

选取澳华内镜、海泰新光作为内窥镜可比公司，迈瑞医疗作为硬镜、超声可比公司，基于公司在影像领域领先地位，内窥镜业务持续高速增长，维持“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.88/27.77/32.24 亿元，同比增速分别为 18.56%/16.32%/16.07%，关键假设如下：

1) 超声：基于国内招投标回暖，院内采购持续恢复，公司产品力处于国内外领先水平，假设 25-27 年超声产线同比增速分别为 15.05%、12.93%、11.78%；

2) 内窥镜：考虑到公司 HD-650 产品上市后，有助于高端市场推广，镜体逐步补充完善，竞争力更进一步，假设 25-27 年内镜产线同比增速分别为 24.47%、21.36%、21.89%。

投资逻辑要点

医疗设备行业经过近两年调整，25 年招采需求回暖明显，相关公司中标数据作为前置指标，或反映业绩向好信号。开立医疗深耕超声、内镜产品，在细分领域均处于国产领先水平，有望在招采活动中体现较强竞争力，中长期高端产品布局，国内外市占率有望加速提升。

核心风险提示

行业竞争加剧风险、新品推广不及预期风险、国内政策变动风险、境外贸易冲突风险。

内容目录

1. iEndo 4K 内镜引领智慧变革	6
1.1. 临床导向的基础性能提升	6
1.2. 搭载 AI 实现智慧化升级	8
2. 持续迭代夯实产品力，招采回暖行业拐点初现	9
2.1. 高端产品迭代趋势明显	9
2.2. 院内采购需求回暖	10
3. 逆势布局潜力业务，创新品种有望支撑长期成长	12
3.1. 潜力业务或引领持续增长	13
3.2. 逆势储备待厚积薄发	16
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

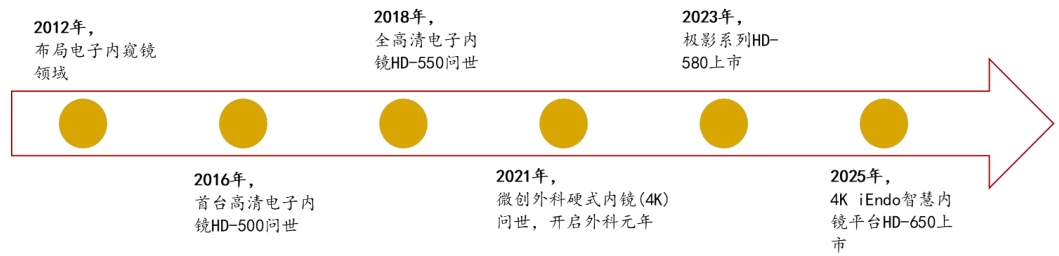
图表 1: 开立内镜产品发展历程	6
图表 2: HD-650 多波长光源设计	6
图表 3: HD-650 物镜材料设计	6
图表 4: HD-650 内镜 4K+无损输出	7
图表 5: HD-650 部分配套镜体	7
图表 6: HD-650 超分辨成像技术	7
图表 7: HD-650 智能预冻结技术	7
图表 8: iEndo 处理、运算能力提升明显	8
图表 9: iEndo 平台 AI 胃部质控功能	8
图表 10: iEndo 平台 AI 息肉检出功能	8
图表 11: 奥林巴斯 X1 部分技术	9
图表 12: 奥林巴斯 EZ1500 系列内窥镜	10
图表 13: 各品牌中高端软镜终端价区间(百万元, 截至 2024 年底)	10
图表 14: 2024 年及 2025 年 1-6 月部分设备累计中标金额同比变化 (%)	11
图表 15: 2024 年及 2025 年 1-6 月开立医疗累计中标金额同比变化 (%)	11
图表 16: 2024 年第 42 周至 2025 年第 21 周国内设备更新采购招投标进展(右轴项目数量)	12
图表 17: 开立超腹联合解决方案	12
图表 18: 开立新产品布局	13
图表 19: 2021 年国内硬镜竞争格局	14
图表 20: 2024Q3 国内硬镜竞争格局	14
图表 21: IVUS 成像原理	14
图表 22: 全球部分国家及区域 PCI 手术 IVUS 使用率	15
图表 23: 2024 年国内 IVUS 竞争格局	15
图表 24: 部分 IVUS 公司融资情况	15
图表 25: 宽频 IVUS 兼具高清分辨和穿透深度	16
图表 26: 2023 年浙江省牵头 IVUS 联盟集采采购需求量分布	16
图表 27: 2019-2025Q1 公司营业收入、归母净利润变化(百万元, 右轴增速)	17
图表 28: 2020-2024 年开立销售、技术人员数量变化(人)	17

图表 29: 2019-2024 年开立整体及产线毛利率	18
图表 30: 2020-2024 年销售、研发费用率、净利率(%)	18
图表 31: 开立医疗股价复盘(元)	18
图表 32: 2025-2027 年开立医疗收入预测 (百万元)	19
图表 33: 可比公司估值情况	19

1. iEndo 4K 内镜引领智慧变革

基于内镜行业持续耕耘，开立医疗在 2025 年推出新一代高端产品 4K iEndo 智慧内镜平台 HD-650，并已获得国内注册证。产品提供超高清图像画质，操控体验全面升级，继 2023 年推出 HD-580 后，产品矩阵持续丰富，推动公司内镜产品向高端市场进一步迈进。

图表 1：开立内镜产品发展历程



资料来源：开立医疗官网、华源证券研究所

1.1. 临床导向的基础性能提升

公司在 HD-650 平台上，将医工结合的设计，与内镜制造的 Know-How 进行有机结合，实现清晰度向 4K 的迈进，操作性也有大幅提升。

产品采用 5 路 LED 多维光谱协同照明，大幅提升短波汇聚能力，通过新物镜、光学材料、成像焦距的设计，使得常规距离下分辨率提升 26%，对比度提升 20%。

图表 2：HD-650 多波长光源设计



资料来源：开立医疗公众号、华源证券研究所

图表 3：HD-650 物镜材料设计

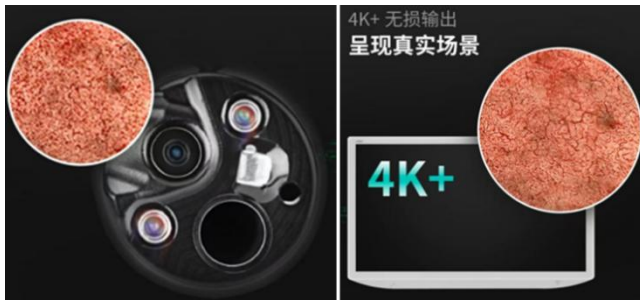


资料来源：开立医疗公众号、华源证券研究所

多维光谱与超高清成像模组的组成，形成鹰眼级光学捕捉系统，配合独立 GPU 和智能算法，形成 4K+无损输出。

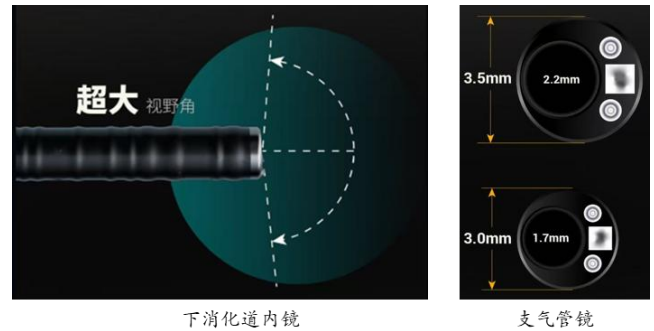
在配对的 650 系列镜体上，下消化道内镜 CAST 功能升级，刚度可调，并实现超大视野角，能够扩大观察范围，减少盲区，提升病变检出率；支气管镜能实现左右旋转灵活掌控，针对复杂的气道分支结构，提供更好的操作体验，通过更高的钳径比，提高肺外周病灶的诊疗能力。

图表 4：HD-650 内镜 4K+无损输出



资料来源：开立医疗公众号、华源证券研究所

图表 5：HD-650 部分配套镜体

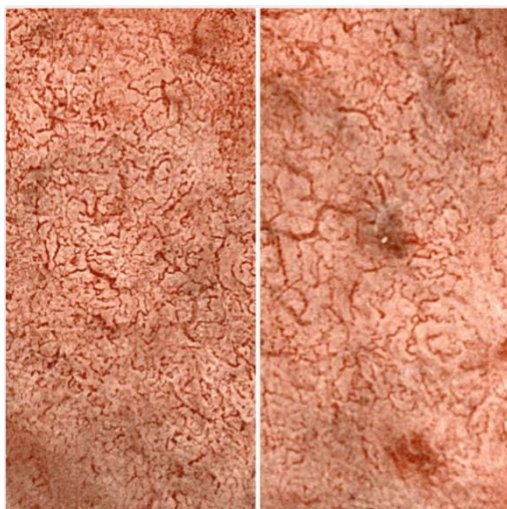


资料来源：开立医疗公众号、华源证券研究所

依托全面升级的硬件系统，公司创新性在 HD-650 平台引入超分辨成像、自适应融合调光、智能预冻结等影像功能，全方位提升内镜成像效果和诊疗能力。

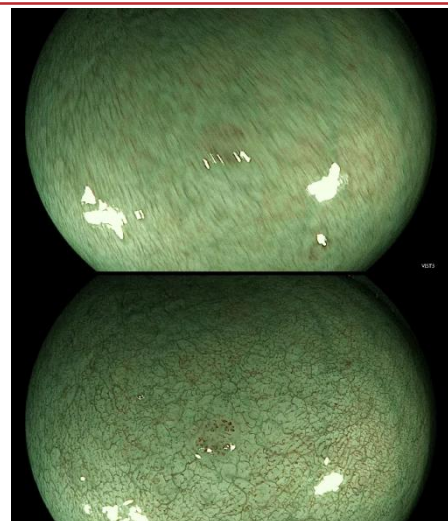
- **超分辨成像 (SRI)**：实现 4K 级实时视频成像，能够突破镜体物理尺寸的光学衍射极限瓶颈，更好还原病灶细节，配合 ME-VIST 染色成像技术，提升诊断准确率；
- **自适应融合调光 (HAD)**：实时感知照明深度，匹配最佳调光策略及图像亮度处理算法，确保腔内近、远景亮度、清晰度等始终保持在最佳状态，提供更精确的诊断支持；
- **智能预冻结技术 (i-PreFreeze)**：冻结前后的多帧图像，分析后自动选取最佳图像进行展示，确保动态检查中获取高质量图像，提升筛查效率。

图表 6：HD-650 超分辨成像技术



资料来源：MedTrend 医趋势公众号、华源证券研究所

图表 7：HD-650 智能预冻结技术

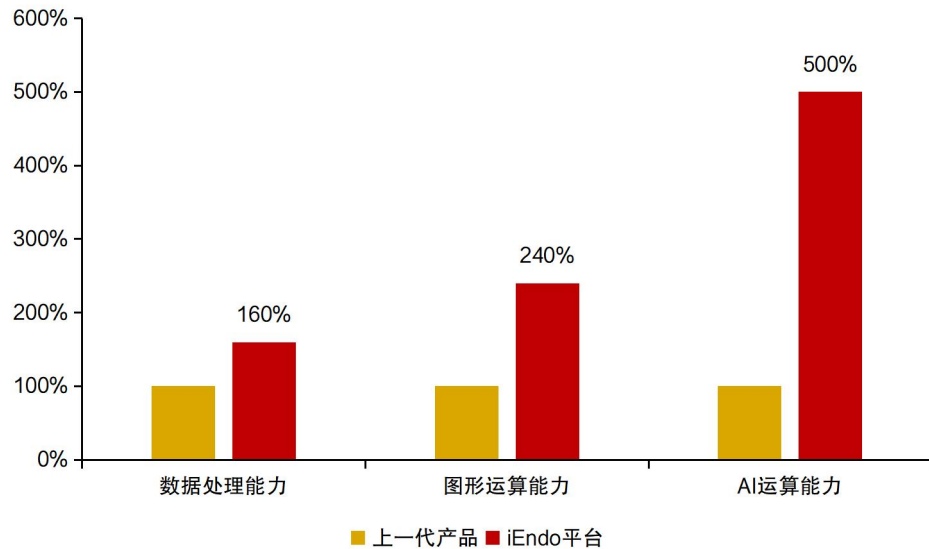


资料来源：MedTrend 医趋势公众号、华源证券研究所

1.2. 搭载 AI 实现智慧化升级

iEndo 系列内镜采用多核异构硬件平台，内镜主机配置独立 GPU，与 CPU 和 FPGA 形成多核异构架构，突破内镜算力的局限，与内镜系统、AI 引擎、AI 核心形成实时、开放的内镜 AI 解决方案。

图表 8：iEndo 处理、运算能力提升明显



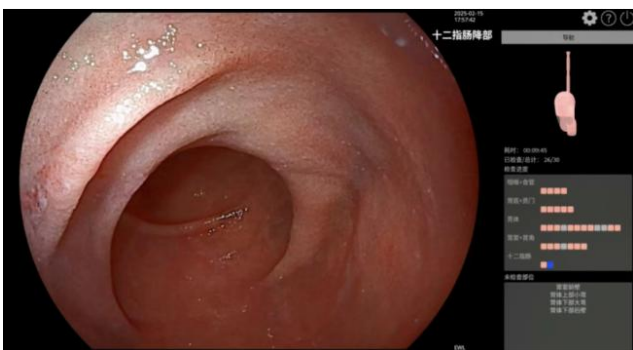
资料来源：开立医疗公众号、华源证券研究所

注：上一代产品能力皆定义为 100%

iEndo 平台将智能与医生日常联合工作结合，并实现数据的上传、处理、分享，加强智能功能与临床应用相结合的能力，针对不同科室和病种，持续丰富 AI 核心功能，例如在常见的上、下消化道检查中，iEndo 均通过内镜 AI 功能，辅助医生进行诊疗。

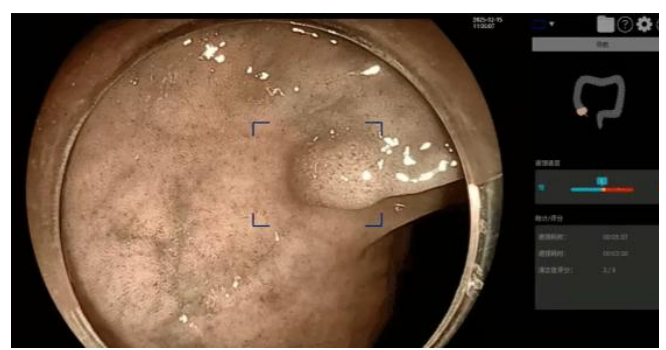
根据 MedTrend 医趋势资料，基于 iEndo 平台，使用 AI 胃部质控时，屏幕会实时显示模拟三维渲染图像，显示当前检查部位、已检部位以及未检部位，并以不同颜色标记；AI 消化道肠部质控，能智能识别回盲瓣，提示退镜速度降低视野盲区。iEndo 系列产品支持息肉检出功能，智能识别、标记病变部位，避免漏检。

图表 9：iEndo 平台 AI 胃部质控功能



资料来源：开立医疗公众号、华源证券研究所

图表 10：iEndo 平台 AI 息肉检出功能



资料来源：开立医疗公众号、华源证券研究所

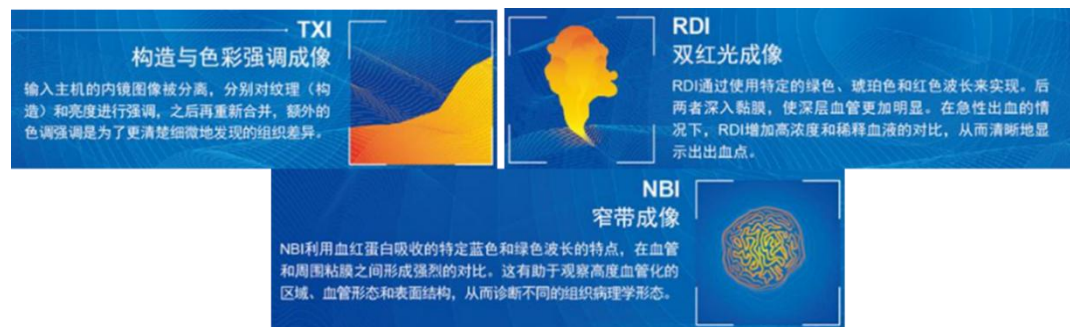
2. 持续迭代夯实产品力，招采回暖行业拐点初现

2.1. 高端产品迭代趋势明显

奥林巴斯 X1 上市后，内镜产品发展进入新阶段，包括 TXI、RDI、BAI-MAC、EDOF 等技术的使用，使得产品图像、临床应用达到新的高度。

- **构造与色彩强调成像(TXI):**利用白光改善图像的颜色、结构和亮度，分别对图像纹理和亮度进行强调，再重新合并，更清楚、细微发现组织差异；
- **窄带成像(NBI):**利用血红蛋白吸收特定蓝色和绿色波长特点，在血管和周围粘膜之间形成强对比，利于观察高血管化区域、血管形态和表面结构，诊断不同组织病理学形态；
- **双红光成像(RDI):**通过特定绿光、琥珀光、红光波长，使得深层血管更加明显，清晰显示出血点；
- **保持对比度的亮度调节成像(BAI-MAC):**校正图像较暗部分的亮度，保持较亮部分以提高整体可视距离。

图表 11：奥林巴斯 X1 部分技术



资料来源：奥林巴斯官网、华源证券研究所

2025 年 5 月，搭载奥林巴斯最先进成像 EDof 技术的 EZ1500 系列内窥镜获得 FDA 批准，包含 GIF-EZ1500 胃镜与 CF-EZ1500DL/I 结肠镜，通过两个棱镜分别生成近焦与远焦图像，融合成为一张具有宽景深的全聚焦图像，提升可视性，避免图像模糊。

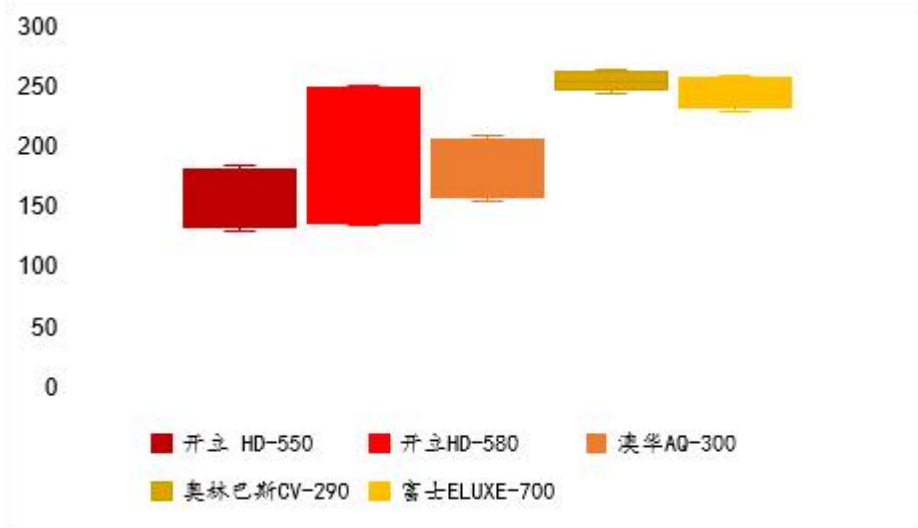
图表 12：奥林巴斯 EZ1500 系列内窥镜



资料来源：MedTF 公众号、华源证券研究所

开立 HD-550 的问世，使得公司产品具备向三级医院推广的潜力，但与头部医院的需求仍有差距，横向对比全球领先产品，例如奥林巴斯 CV-290、富士 ELUXE-700 等，产品入院价格相差较大；HD-580 内镜的迭代，产品综合性能提升的同时部分项目中标价与进口品牌接近，并为 600 系产品奠定基础，随着 HD-650 的获批推广，产品力和整体竞争力与进口品牌存量型号媲美，在头部医院的渗透率或将提升。

图表 13：各品牌中高端软镜终端价区间(百万元，截至 2024 年底)



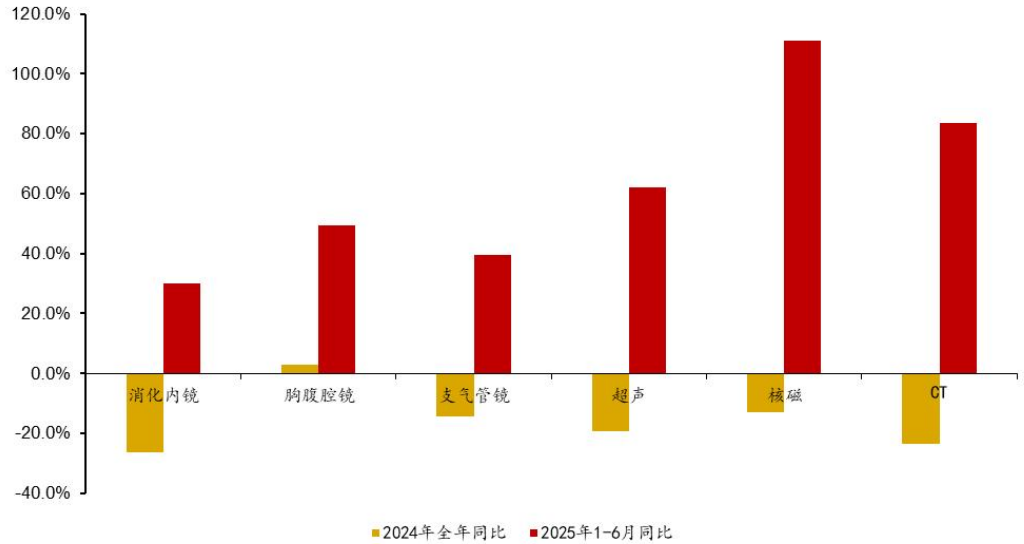
资料来源：众成医械大数据、华源证券研究所

2.2. 院内采购需求回暖

2024 年，因医疗行业整顿持续进行，院内采购活动有所影响；部分医院因资金需求，采购品种以设备更新形式进行申报，导致部分招采活动延迟，大部分医疗设备产品累计中标金额较 2023 年均出现同比下滑，对于经销渠道也造成一定压力。

2025年1-6月，国内医疗设备招采活动逐步恢复常态，其中影像类产品累计中标金额同比表现亮眼，核磁、CT、超声分别增长111%、84%、62%，内窥镜如胸腹腔镜、支气管镜、消化内镜也取得30-50%不等的同比增长。

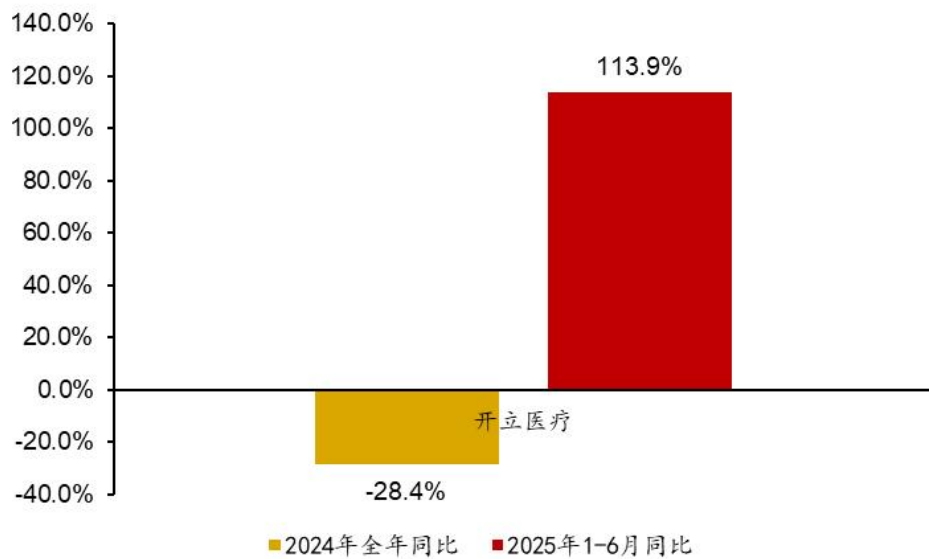
图表 14：2024 年及 2025 年 1-6 月部分设备累计中标金额同比变化 (%)



资料来源：众成医械大数据、华源证券研究所

受2024年国内招采抑制影响，开立医疗24年国内业务承压明显，超声、内窥镜核心业务收入均有所下滑。2025年1-6月，众成医械大数据显示公司累计中标金额同比增长约114%，呈现积极回暖信号。

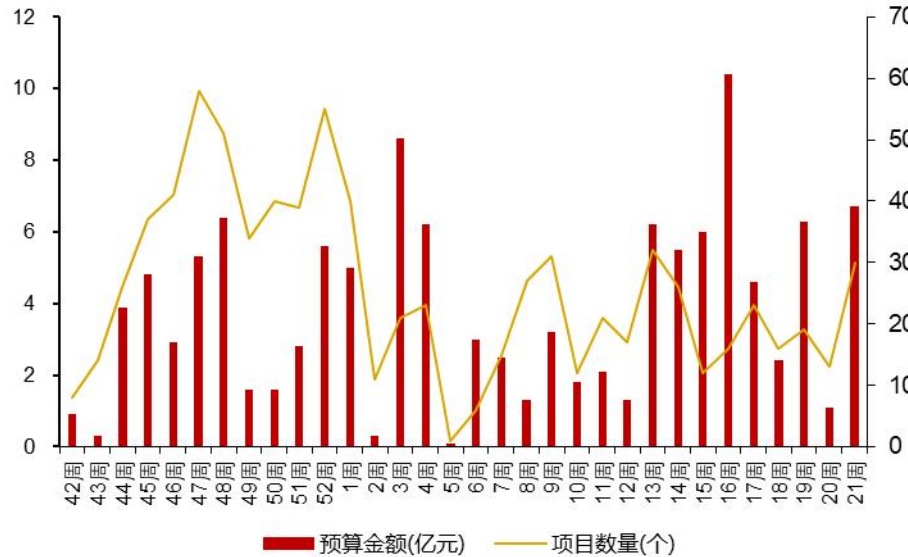
图表 15：2024 年及 2025 年 1-6 月开立医疗累计中标金额同比变化 (%)



资料来源：众成医械大数据、华源证券研究所

截至 2025 年 5 月 25 日,众成数科数据显示国内有预算金额设备更新项目总额达 125 亿,各地公告项目数量共计 773 个,相较于 2024 年,项目切实落地,且节奏更快,意味着设备更新在国内各地如期进行,有望进一步传导至相关公司订单及业绩。

图表 16: 2024 年第 42 周至 2025 年第 21 周国内设备更新采购招投标进展(右轴项目数量)



资料来源: 众成数科、华源证券研究所

3. 逆势布局潜力业务, 创新品种有望支撑长期成长

公司现已布局超声、消化与呼吸内镜、微创外科、心血管介入产品, 单产品竞争力的提升, 以及产线间的协同, 逐步实现内科到“内科+外科”, 从诊断到“诊断+治疗”, 从设备到“设备+耗材”的扩张, 器械平台多产品布局初现成效。

多学科会诊通过不同科室间协助, 制定治疗方案, 对于临床病例诊疗更加全面精准有效, 降低了误诊概率。开立医疗通过“超腹联合”、“双镜联合”、“多镜联合”等方案, 形成多科室整体解决方案。例如泌尿科腔内影像解决方案, 妇科全套超声-腔镜整体解决方案等。

图表 17: 开立超腹联合解决方案



资料来源: 开立内镜公众号、华源证券研究所

2024年起，公司各产线加快高端产品的商业化进程，超声围绕80系列台式机和11系列便携机进行科室布局，在高端领域取得突破性进展，产科、妇科及浅表等多方面攻克了20多项人工智能技术，产前超声筛查技术凤眼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；内镜HD-650结合iEndo智慧内镜平台，满足不同临床应用场景，使用性能媲美进口产品；外科、心血管介入种子业务产品丰富度提升，有望成为后续增长新动能。

图表 18：开立新产品布局

产线	产品
超声	高端全身机器 S80
	高端妇产机 P80
	高端便携 X11
	高端便携 E11
	高端兽用便携 ProPet X11
	高端兽用便携 E11
	AI 产前超声筛查技术凤眼 S-Fetus 5.0
内镜	HD-650
	HD-580
	X-2600 系列软硬镜兼容平台
	4K iEndo 智慧内镜
微创外科	4K 三维荧光内窥镜
心血管介入	集成式血管内超声诊断系统 V20i

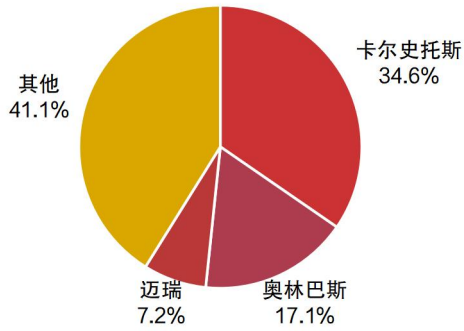
资料来源：公司公告、NMPA、华源证券研究所

3.1. 潜力业务或引领持续增长

开立微创外科业务，先后推出高清白光、4K超高清白光、4K超高清荧光、4K三维荧光内窥镜等系列产品，与腹腔镜超声、电子软镜等产品组成“超腹联合”、“双镜联合”、“多镜联合”等完整专科术式解决方案，多种周边设备、手术器械处于研发中，微创外科产品综合能力不断提升。

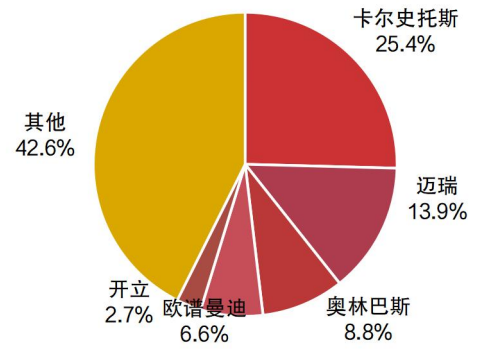
2023年公司引入外科团队，具有丰富的产品、营销经验，夯实微创外科业务软实力，2024、25Q1产线收入增长分别为30%、100%左右，呈现快速增长态势。根据医招采数据，截至2024Q3，公司国内硬镜中标市占率为2.7%，国内市占率提升。

图表 19：2021 年国内硬镜竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，前瞻产业研究院、华源证券研究所

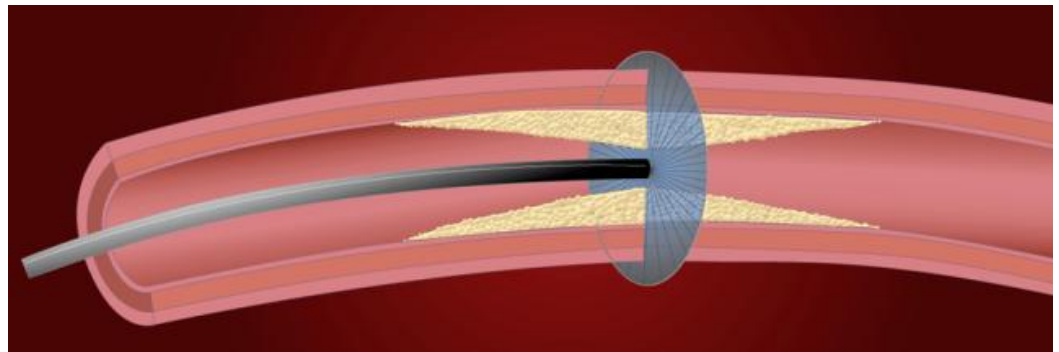
图表 20：2024Q3 国内硬镜竞争格局



资料来源：医招采、华源证券研究所

血管内超声（Intravascular ultrasound, IVUS）基于腔内成像，提供分辨率约为 100 微米，成像深度约为 7 毫米的血管横截面结构图像，可用于表征病变形态、量化斑块负荷等测量，为复杂病变 PCI 手术起到重要辅助决策作用。

图表 21：IVUS 成像原理

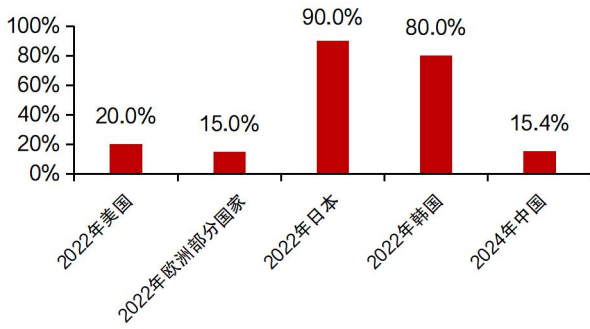


资料来源：器械之家公众号、华源证券研究所

Market Research Future 数据显示，2024 年全球 IVUS 市场规模约 12 亿美元，预计 2025-2030 年 CAGR 为 7.2%，2030 年有望达 18 亿美元，中国为代表的亚太区域，增长较快。截至 2024 年，国内 IVUS 在 PCI 手术中使用率达到 15.4%，各省份间差异较大，较日韩等国家的使用率有较大差距，产品市场潜力较大。

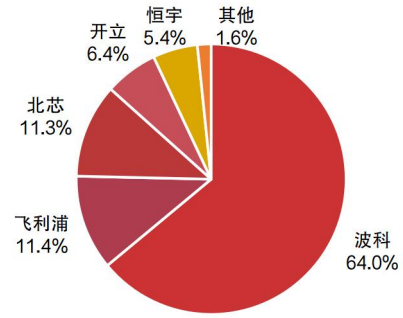
国内市场份额集中度较高，根据 2024 年采购数据，波士顿科学、飞利浦两家进口品牌合计占比达到 75%，国产品牌中，北芯、开立份额较高，国产仍有较大替代空间。

图表 22：全球部分国家及区域 PCI 手术 IVUS 使用率



资料来源：MedTrend 公众号、华源证券研究所

图表 23：2024 年国内 IVUS 竞争格局



资料来源：比地招标网、华源证券研究所

国内外厂家在 IVUS 赛道积极布局，并持续获得资本关注，2025 年恒宇医疗、Evident Vascular 相继获得融资，根据格隆汇数据，国内 IVUS 头部企业北芯生命，IPO 阶段估值达到 48 亿。

图表 24：部分 IVUS 公司融资情况

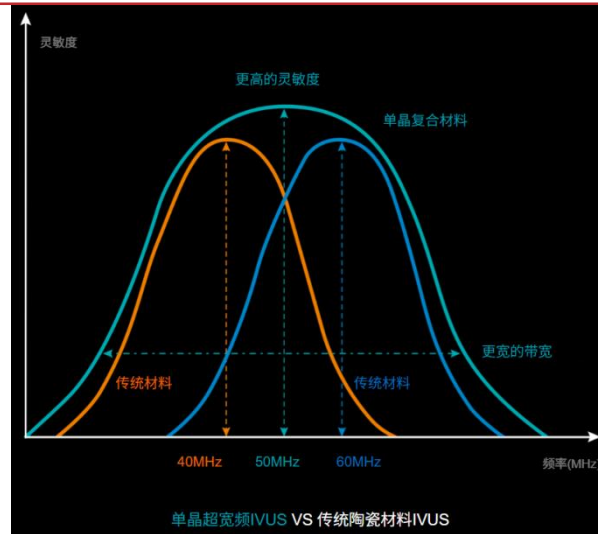
公司	国家	时间	最新融资情况
Evident Vascular	美国	25.3	未披露
恒宇医疗	中国	25.2	超亿元
北芯生命	中国	22.9	IPO 阶段，23 年 2 月估值 48 亿元
全景恒升	中国	20.5	超亿元

资料来源：动脉网、器械之家、格隆汇新股公众号、华源证券研究所

开立医疗血管内介入超声成像(IVUS)为中国首个进入“创新医疗器械特别审批程序”(绿色通道)的血管内超声诊断产品，并于 2022 年获批国内注册证。子公司上海爱声作为唯一企业单位，参与制定国家医药行业标准 YYT1659-2019《血管内超声诊断设备通用技术要求》。

公司宽频 IVUS 覆盖 20-80MHz/20-90MHz 频率范围，兼顾远中近，分辨力与穿透深度达到平衡；全锥型头部设计，病变区域通过性优异，在细小扭曲的侧支血管中也能顺利通过。

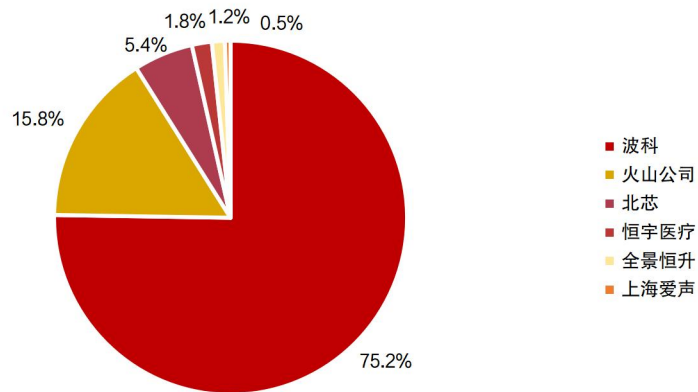
图表 25: 宽频 IVUS 兼具高清分辨和穿透深度



资料来源: 开立医疗官网、华源证券研究所

2023 年, 浙江医保局公示冠脉血管内超声诊断导管集中带量采购, 涉及 32 个省(直辖市、区、兵团), 采购周期为 3 年, 其中进口品牌波科、火山公司(飞利浦)报量靠前, 合计达 91%, 开立子公司上海爱声顺利中标。集采有望释放 IVUS 市场潜力, 加速产品在临床放量, 给予国内优质产品替代进口的机会。

图表 26: 2023 年浙江省牵头 IVUS 联盟集采采购需求量分布



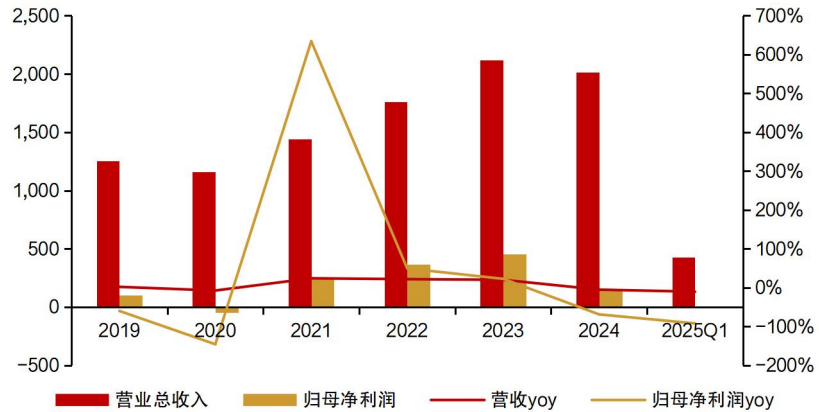
资料来源: 浙江医保局、华源证券研究所

3.2. 逆势储备待厚积薄发

回顾 2019-2025Q1, 开立经历 2019-2020 年行业整顿、国内外公卫事件调整后, 迎来 2021-2023 年的快速发展, 收入复合年增速达 21%, 利润扭亏后连续高速增长, 内窥镜超过 10 年的积累, 带动 500 系产品迅速突破国内各级医疗用户, 结合医疗新基建行业采购回暖, 实现业绩共振。

24-25 年, 行业持续迎来新的挑战, 公司经历新一轮调整, 原有超声、内窥镜产线稳步迈向高端, 微创外科、心内超声等潜力业务打磨多年, 有望释放增长新动能。

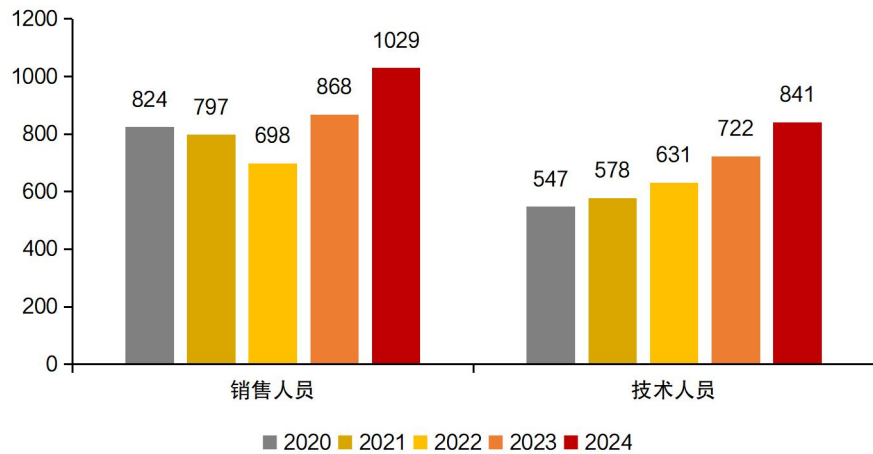
图表 27：2019-2025Q1 公司营业收入、归母净利润变化(百万元，右轴增速)



资料来源：Wind、华源证券研究所

产线的拓展，带动产品丰富度持续提高，尤其是高端产品加码，对内部资源投入、外部医疗机构用户粘性要求也逐步提高，23-24 年，公司销售、技术人员数量持续提升，其中 2024 年销售、技术人员分别增加 161、119 人，总人数均达到历史新高，为产品推广和市占率提升奠定有力基础。

图表 28：2020-2024 年开立销售、技术人员数量变化(人)



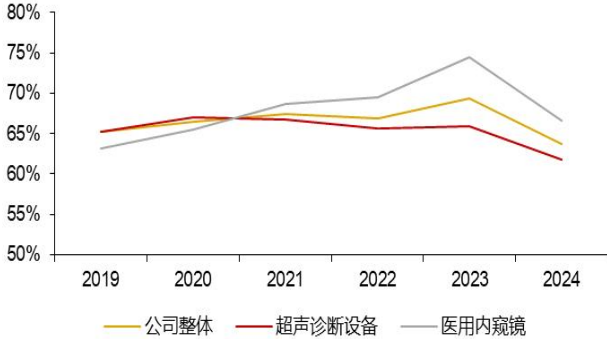
资料来源：Wind、华源证券研究所

2019-2023 年，公司整体毛利率稳步向上，其中内窥镜毛利率从 63% 提升至 74%，对公司毛利率带动明显。受外部环境影响，2024 年公司收入承压，产线及整体毛利率有所调整，随着院内采购需求持续恢复，公司高端产品打磨成熟，25 年收入端有望重回增长，毛利率或恢复至 2023 年水平。

在行业阶段性承压，收入下滑的情况下，公司一线人员数量增长，费用端占比提升明显，对 2024 年净利率造成较大干扰，当期净利率为 7.07%，处于相对较低水平。

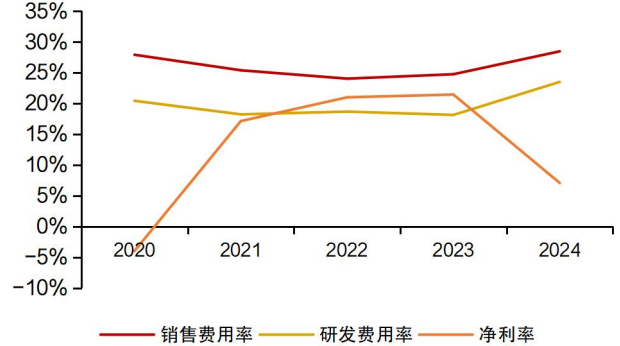
随着医疗设备采购、中标数据的逐步回暖，公司收入有望重回增长轨道，净利率或将改善。

图表 29：2019-2024 年开立整体及产线毛利率



资料来源：Wind、华源证券研究所

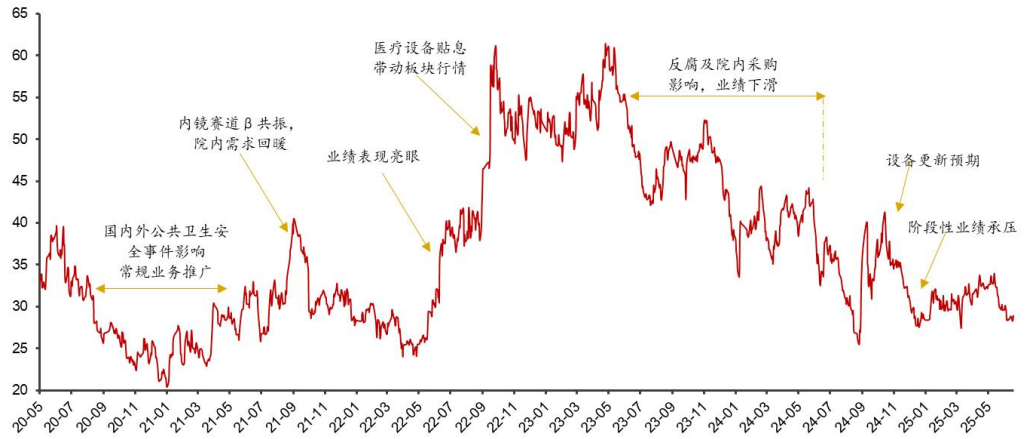
图表 30：2020-2024 年销售、研发费用率、净利率 (%)



资料来源：Wind、华源证券研究所

截至 25 年 7 月 29 日，公司股价较 23 年 5 月峰值下滑 47.8%，自 2023 下半年以来，行业整顿、院内采购受限等因素交叉影响，在业绩及股价层面反映较为充分。通过医疗专项债、设备更新项目、细分产品/公司中标数据等前置指标，我们认为 25 年医疗设备采购需求回暖趋势较为明显，通过长期在超声、内镜领域的耕耘，开立在低、中、高端产品均实现布局，并具备头部品牌影响力，有望在各类招标中争取更多赢单。

图表 31：开立医疗股价复盘(元)



资料来源：Wind、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.88/27.77/32.24 亿元，同比增速分别为 18.56%/16.32%/16.07%，关键假设如下：

1) 超声：基于国内招投标回暖，院内采购持续恢复，公司产品力处于国内外领先水平，假设 25-27 年超声产线同比增速分别为 15.05%、12.93%、11.78%；

2) 内窥镜：考虑到公司 HD-650 产品上市后，有助于高端市场推广，镜体逐步补充完善，竞争力更进一步，假设 25-27 年内镜产线同比增速分别为 24.47%、21.36%、21.89%。

图表 32：2025-2027 年开立医疗收入预测（百万元）

产线	项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
超声	营收	1222.94	1183.10	1361.15	1537.19	1718.28
	yoy	13.28%	-3.26%	15.05%	12.93%	11.78%
	毛利率	65.88%	61.81%	60.00%	61.00%	61.00%
内镜	营收	850.23	795.48	990.16	1201.67	1464.72
	yoy	39.02%	-6.44%	24.47%	21.36%	21.89%
	毛利率	74.42%	66.59%	68.00%	69.00%	69.00%
其他	营收	47.08	35.27	36.33	38.51	40.82
	yoy	-43.36%	-25.09%	3.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	70.65%	67.33%	67.00%	67.00%	67.00%
合计	营收	2120.25	2013.84	2387.63	2777.36	3223.82
	yoy	20.29%	-5.02%	18.56%	16.32%	16.07%
	毛利率	69.41%	63.78%	63.42%	64.54%	64.71%
	归母净利润	454.44	142.40	306.79	505.74	642.22
	yoy	22.88%	-68.67%	115.45%	64.85%	26.99%

资料来源：Wind、华源证券研究所

我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.07/5.06/6.42 亿元，同比增速分别为 115.45%/64.85%/26.99%，当前股价对应的 PE 分别为 45/27/22 倍。选取澳华内镜、海泰新光作为内窥镜可比公司，迈瑞医疗作为硬镜、超声可比公司，基于公司在影像领域领先地位，内窥镜业务持续高速增长，维持“买入”评级。

图表 33：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值（亿元）	EPS(元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688212.SH	澳华内镜	68	0.57	0.88	1.21	89	57	42
300760.SZ	迈瑞医疗	2,811	10.52	12.08	13.93	22	19	17
688677.SH	海泰新光	50	1.50	1.86	2.28	28	23	18
	平均值					46	33	26
300633.SZ	开立医疗	139	0.71	1.17	1.48	45	27	22

资料来源：ifind，华源证券研究

注：可比公司均采用 ifind 一致预期，开立医疗盈利预测来自华源证券研究所，估值日期 2025/7/29

5. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：国内外影像产品持续增加，对于部分价格导向区域，可能对销售额产生影响；

2) 新品推广不及预期风险：超声、内镜等新品，存在客户磨合的导入期，市场推广效果存在不确定性，可能会导致整体销售不及预期；

3) 国内政策变动风险：区域集采及其他医疗相关政策，或对公司在部分区域推广造成影响；

4) 境外贸易冲突风险：国际各国冲突存在不确定性，对于公司境外业务开展有可能造成干扰，进一步影响海外营收。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,571	1,480	1,549	1,737
应收票据及账款	220	242	282	327
预付账款	36	41	47	55
其他应收款	18	19	22	26
存货	653	756	852	984
其他流动资产	477	470	475	481
流动资产总计	2,975	3,008	3,228	3,610
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	542	569	611	671
在建工程	394	443	481	506
无形资产	156	161	184	225
长期待摊费用	35	34	32	29
其他非流动资产	211	307	388	456
非流动资产合计	1,338	1,513	1,696	1,888
资产总计	4,313	4,522	4,924	5,499
短期借款	262	236	170	141
应付票据及账款	332	331	373	431
其他流动负债	490	511	579	669
流动负债合计	1,083	1,079	1,123	1,242
长期借款	76	66	55	43
其他非流动负债	45	45	45	45
非流动负债合计	121	112	101	89
负债合计	1,205	1,190	1,224	1,331
股本	433	433	433	433
资本公积	1,142	1,142	1,142	1,142
留存收益	1,533	1,757	2,125	2,593
归属母公司权益	3,108	3,332	3,700	4,168
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,108	3,332	3,700	4,168
负债和股东权益合计	4,313	4,522	4,924	5,499

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	142	214	420	562
折旧与摊销	92	83	94	108
财务费用	-37	9	6	3
投资损失	-1	1	1	1
营运资金变动	-22	-103	-40	-47
其他经营现金流	133	97	101	101
经营性现金净流量	307	300	582	728
投资性现金净流量	-591	-263	-293	-322
筹资性现金净流量	82	-128	-221	-219
现金流量净额	-203	-91	69	187

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,014	2,388	2,777	3,224
营业成本	729	873	985	1,138
税金及附加	19	24	27	32
销售费用	573	550	587	622
管理费用	137	126	145	167
研发费用	473	502	508	588
财务费用	-37	9	6	3
资产减值损失	-113	-82	-95	-111
信用减值损失	-5	-16	-19	-22
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	-1	-1	-1
公允价值变动损益	4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	115	103	103	103
营业利润	122	308	507	643
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	120	307	506	642
所得税	-22	0	0	0
净利润	142	307	506	642
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	142	307	506	642
EPS(元)	0.33	0.71	1.17	1.48

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.02%	18.56%	16.32%	16.07%
营业利润增长率	-74.40%	153.16%	64.65%	26.94%
归母净利润增长率	-68.67%	115.45%	64.85%	26.99%
经营现金流增长率	-37.35%	-2.08%	93.85%	25.14%
盈利能力				
毛利率	63.78%	63.42%	64.54%	64.71%
净利率	7.07%	12.85%	18.21%	19.92%
ROE	4.58%	9.21%	13.67%	15.41%
ROA	3.30%	6.78%	10.27%	11.68%
估值倍数				
P/E	97.36	45.19	27.41	21.59
P/S	6.88	5.81	4.99	4.30
P/B	4.46	4.16	3.75	3.33
股息率	0.31%	0.60%	0.99%	1.26%
EV/EBITDA	65	31	20	16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。