

业绩短期承压，看好全年招采恢复

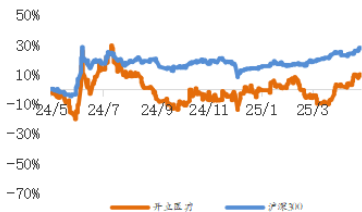
相关研究：

1.《开立医疗300633.SZ-院端招采承压下看好高端布局与国产替代》

2025.04.15

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	11	-3	-24
绝对收益	18	9	8

注：相对收益与沪深300相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: 021-50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

2025H1 业绩承压，预计全年业绩有望走出低谷期

公司发布了2025年中报，根据公司半年报，2025H1公司实现营业收入9.64亿元，同比下降4.78%，实现归母净利润0.47亿元，同比下降72.43%，扣非净利润0.40亿元，同比下降74.26%。我们判断公司净利润下滑幅度超过收入端下滑幅度，主要与新产品线投入、研发及营销费用等固定支出较大有关。随着国内医疗设备行业市场需求的持续好转，预计公司业绩将逐步走出低谷期。根据Wind数据，单季度看，2025Q2实现营业收入5.34亿元，同比增长0.17%，归母净利润0.39亿元，同比下降44.65%，扣非净利润0.34亿元，同比下降46.00%。

销售及管理费用率呈上升态势，盈利能力有所下降

根据Wind数据显示，2025上半年公司销售费用率31.63%，同比上升3.26pct，管理费用率为32.42%，同比提升5.26pct，财务费用率-3.64%，同比下降0.77pct，研发费用率25.31%，同比增长4.36pct。2023年、2024年和2025年上半年，公司研发费用的投入分别为3.84亿元、4.73亿元和2.44亿元，分别占公司营业收入的18.12%、23.48%、25.31%，公司持续不断地大力投入研发，在自身擅长的领域深耕细作，持续推出高端产品，保证公司长久的竞争力。2025H1公司毛利率62.08%，较上年同期下降5.34pct，净利率4.88%，较上年同期下降11.97pct。

超声产线及内窥镜业务销售承压，全年有望重回增长

根据公司半年报，2025H1公司彩超业务实现收入5.50亿元，同比下降9.87%，毛利率为57.31%，同比下降3.34pct；内窥镜及镜下治疗器具实现营收3.88亿元，同比增长0.08%，毛利率为67.93%，同比下降4.17pct。2025年上半年，国内医疗设备行业终端招标开始复苏，公司超声、内镜产品的中标同比快速增长，但由于过去两年医疗行业整顿，市场中标与企业报表端收入增长存在一定周期差。

根据Wind数据，2025H1公司实现国内收入4.95亿元（占比51.34%），比去年同期下降9.17%，海外收入4.69亿元（占比48.66%），比去年同期提升0.33%。虽然公司超声业务受终端医院采购减少影响销售承压，但公司持续向高端超声挺进，我们预计随着宏观环境改善医院招采恢复，超声业务有望重回增长。此外内窥镜业务国产品牌与国际巨头差距仍大，预计国产替代仍将继续。

投资建议

公司受院端招采减少及加大战略投入影响业绩短期承压，展望预计院端招采有望恢复从而带动公司业绩转好。由于2025年H1业绩不及预期，我们调降2025-2027年营收预测至22.77/26.61/29.82亿元（原预测23.92/27.96/31.33亿元）；调降2025-2027年归母净利润至2.14/2.56/2.98亿元（原预测3.87/5.00/6.03亿元），对应EPS分别为0.49/0.59/0.69元，维持“增持”评级。

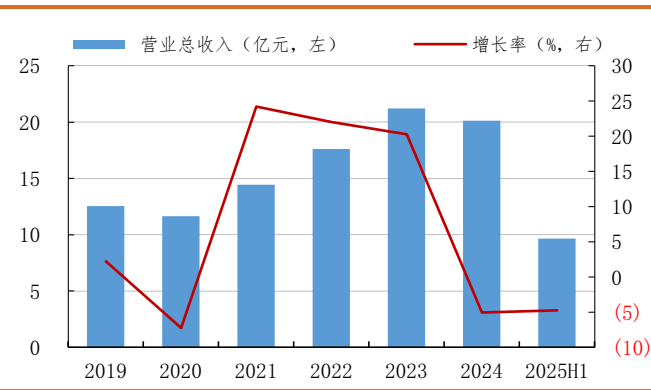
□ 风险提示

研发风险；海外销售风险；市场竞争风险；政策风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2014	2277	2661	2982
同比	-5.0%	13.1%	16.9%	12.0%
归母净利润（百万元）	142	214	256	298
同比	-68.7%	50.1%	20.0%	16.2%
毛利率	63.8%	62.3%	62.8%	63.4%
ROE	4.6%	6.5%	7.4%	8.1%
每股收益（元）	0.33	0.49	0.59	0.69
PE	104.05	69.31	57.78	49.70
EV/EBITDA	84.52	37.13	30.43	27.09

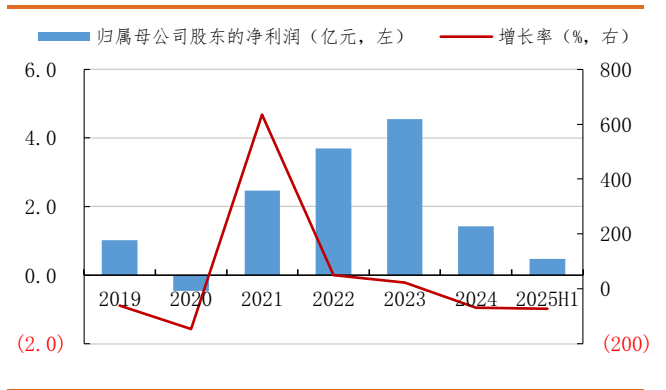
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 1 2019-2025H1 公司营业收入及增长



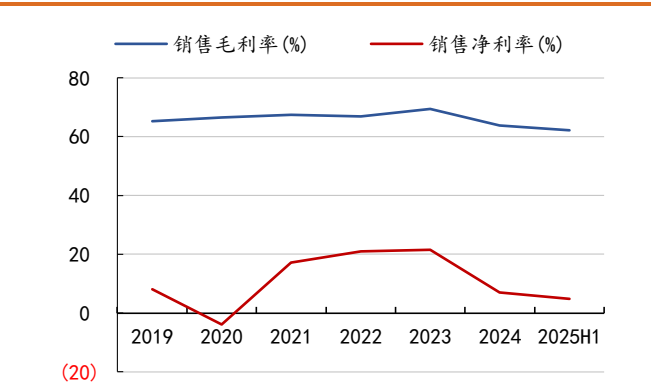
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2019-2025H1 公司归母净利润及增长



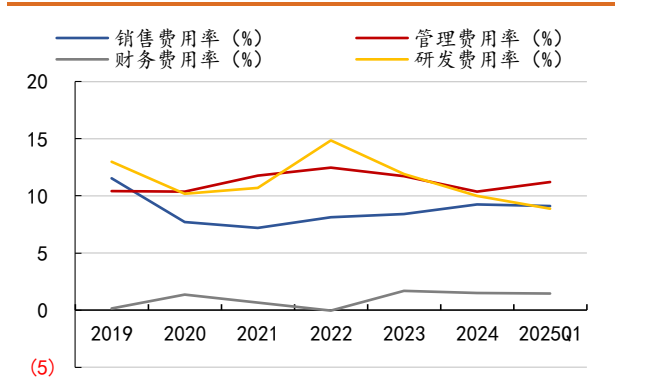
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2019-2025H1 公司销售毛利率及销售净利率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2019-2025H1 公司费用率情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

附表 1 开立医疗财务报表以及相应指标

利润表(百万元)						财务分析和估值指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2120.3	2013.9	2276.8	2661.3	2981.6	收益率					
减: 营业成本	648.6	729.3	858.3	988.8	1091.4	毛利率	69.4%	63.8%	62.3%	62.8%	63.4%
营业税金及附加	2.4	18.9	22.4	26.2	29.4	三费/销售收入	48.9%	58.8%	56.3%	56.3%	56.2%
营业费用	524.4	572.9	624.9	730.5	818.4	EBIT/销售收入	20.2%	4.1%	7.3%	7.6%	8.0%
管理费用	128.3	137.1	143.7	167.9	188.1	EBITDA/销售收入	22.7%	7.7%	15.8%	16.3%	16.5%
研发费用	384.3	472.9	511.9	598.4	670.4	销售净利率	21.4%	7.1%	9.4%	9.6%	10.0%
财务费用	-44.7	-37.4	-53.7	-62.7	-70.3	资产获利率					
减值损失	-65.5	-118.1	-50.0	-49.0	-48.0	ROE	14.4%	4.6%	6.5%	7.4%	8.1%
加: 投资收益	-12.7	0.6	0.0	0.0	0.0	ROA	11.4%	1.9%	3.7%	4.1%	4.6%
公允价值变动损益	-0.2	3.6	0.0	0.0	0.0	ROIC	27.6%	0.7%	4.5%	5.3%	7.0%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	增长率					
营业利润	376.7	6.1	119.2	163.3	206.3	销售收入增长率	20.3%	-5.0%	13.1%	16.9%	12.0%
加: 其他非经营损益	97.1	114.1	101.6	101.6	101.6	EBIT 增长率	21.9%	-80.7%	101.9%	20.9%	17.5%
利润总额	473.8	120.2	220.8	264.9	307.9	EBITDA 增长率	23.1%	-67.8%	132.1%	20.6%	13.2%
减: 所得税	19.4	-22.2	7.0	8.4	9.8	归母净利增长率	22.9%	-68.7%	50.1%	20.0%	16.2%
净利润	454.4	142.4	213.8	256.4	298.1	总资产增长率	6.4%	14.4%	3.9%	10.9%	3.7%
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	股东权益增长率	14.8%	-1.2%	5.0%	5.7%	6.3%
归属母公司净利润	454.4	142.4	213.8	256.4	298.1	经营营运资本增长率	32.2%	-40.6%	160.6%	-18.4%	65.3%
资产负债表(百万元)						资本结构					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1774.6	1571.0	1460.8	1655.5	1685.6	资产负债率	16.6%	27.9%	27.1%	30.6%	28.8%
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本/总资产	36.2%	32.9%	41.0%	37.6%	42.5%
应收和预付款项	241.1	273.8	312.6	371.0	392.8	带息债务/总负债	3.8%	25.1%	36.9%	32.0%	41.4%
其他应收款(合计)	11.6	18.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	461.7%	274.6%	273.3%	241.1%	253.6%
存货	531.5	653.1	741.0	865.0	907.5	速动比率	363.5%	210.8%	202.1%	176.5%	184.3%
其他流动资产	26.8	38.6	38.6	38.6	38.6	股利支付率	30.3%	30.2%	27.2%	27.2%	27.2%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	收益留存率	69.7%	69.8%	72.8%	72.8%	72.8%
金融资产投资	0.0	0.0	8.2	8.2	8.2	资产管理效率					
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.56	0.47	0.51	0.54	0.58
固定资产和在建工程	673.7	886.7	1082.3	1239.5	1358.3	固定资产周转率	5.05	4.09	2.10	2.15	2.20
无形资产和开发支出	330.8	268.2	240.6	213.1	185.6	应收账款周转率	12.17	9.17	10.09	9.03	10.34
其他非流动资产	141.5	183.1	708.9	697.0	745.7	存货周转率	1.22	1.12	1.16	1.14	1.20
资产总计	3771.4	4313.0	4480.0	4969.2	5154.9	业绩和估值指标					
短期借款	23.6	262.2	408.6	445.8	575.6	EBIT (百万元)	429.2	82.8	167.1	202.1	237.6
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA (百万元)	482.1	155.3	360.6	435.0	492.3
应付和预收款项	523.0	789.7	654.6	919.7	758.5	NOPLAT (百万元)	327.0	10.0	63.5	97.4	131.7
长期借款	0.0	40.0	40.0	40.0	40.0	净利润(百万元)	454.4	142.4	213.8	256.4	298.1
其他负债	102.4	375.1	521.5	558.7	688.5	EPS (元)	1.05	0.33	0.49	0.59	0.69
负债合计	625.5	1204.8	1216.0	1518.4	1487.0	BPS (元)	7.27	7.18	7.54	7.97	8.48
股本	430.7	432.7	432.7	432.7	432.7	PE (X)	32.60	104.05	69.31	57.78	49.70
资本公积	1059.0	1022.4	1022.4	1022.4	1022.4	PEG	-1.88	3.73	N/A	N/A	N/A
留存收益	1656.3	1653.1	1808.8	1995.6	2212.8	PB (X)	4.71	4.77	4.54	4.29	4.04
归属母公司股东权益	3146.0	3108.2	3263.9	3450.7	3667.9	PS (X)	6.99	7.36	6.51	5.57	4.97
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PCF (X)	30.27	48.31	341.23	32.22	71.71
股东权益合计	3146.0	3108.2	3263.9	3450.7	3667.9	EV/EBIT	30.21	158.56	80.10	65.47	56.13
负债和股东权益合计	3771.4	4313.0	4480.0	4969.2	5154.9	EV/EBITDA	26.89	84.52	37.13	30.43	27.09
现金流量表(百万元)						EV/NOPLAT	39.65	1306.81	210.98	135.95	101.28
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EV/IC	9.49	9.24	7.29	7.08	6.09
经营性现金净流量	489.5	306.7	43.4	459.9	206.6	ROIC-WACC	21.0%	-5.8%	-2.1%	-1.3%	0.5%
投资性现金净流量	186.2	(591.1)	(295.6)	(295.6)	(295.6)	股息率	0.9%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
筹资性现金净流量	(275.5)	82.2	141.9	30.4	119.0						
现金流量净额	403.1	(202.7)	(110.2)	194.7	30.1						

资料来源: Wind、湘财证券研究所

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。