

2025Q2 环比改善，期待下半年新品放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-26

主要观点：

● 事件：

公司发布 2025 年中报，2025 年上半年公司实现营业收入 9.64 亿元，同比下滑 4.78%；归母净利润 0.47 亿元，同比下滑 72.43%；实现扣非净利润 0.40 亿元，同比下滑 74.26%。

分季度来看：2025 年单二季度公司实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 0.17%，环比增长 24.24%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比下滑 44.65%，环比增长 382.45%；实现扣非归母净利润 0.34 亿元，同比下滑 46.00%，环比增长 464.82%。

● 点评：

● 行业终端招采及中标恢复，但渠道去库存影响公司短期业绩

2025 年上半年，医疗设备行业终端招标采购活动明显复苏，然而，由于过去两年行业调整积累了较多渠道库存，从终端中标到企业确认收入存在一定时间差，导致公司上半年收入端仍有压力。预计随着渠道库存消化，下半年业绩有望好转。

各条线业务来看，（1）超声：2025H1 实现收入 5.50 亿元，同比下降 9.87%，公司在超声领域技术积累深厚，S80/P80 等高端平台持续迭代，高端占比越来越高。（2）内镜及镜下耗材：2025H1 实现收入 3.88 亿元，同比基本持平。

从收入区域结构看，（1）国内：2025H1 收入约 4.95 亿元，同比下降 9.2%，受过去两年渠道库存高企及行业整顿影响，企业端收入确认滞后于终端招标复苏；（2）海外：2025H1 收入约 4.69 亿元，同比增长 0.3%，海外收入占比进一步提升。另外，公司也加强海外市场的本地化团队建设、新品注册推进等工作，为未来一两年海外业务放量奠定基础。

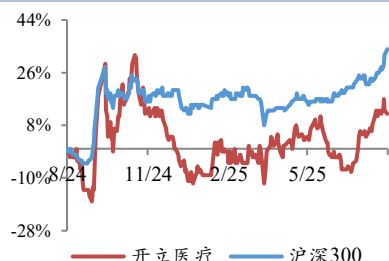
● 2025Q2 环比改善，期待重磅新产品进一步放量

2025 年单二季度公司实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 0.17%，环比增长 24.24%；实现归母净利润 0.39 亿元，同比下滑 44.65%，环比增长 382.45%，2025Q2 改善趋势明显。

2025 年，公司逆势加大战略投入，销售/管理/研发费用率分别为 31.63%/7.11%/25.31%，同比增长 3.26/0.91/4.36pct。研发费用高增的主要原因在于公司持续对微创外科、心血管介入等新产品线进行战略性投入，推动产品整体结构向高端化靠拢。2025 年是公司的产品推广大年，超声 S80/P80 平台、内镜 HD-580 系列、心内科 IVUS 产品持续放量，新上市的高端内镜 HD-650 系列、外科 SV-M4K200 系列接力增长，为公司未来业绩增长奠定坚实基础。

收盘价（元）	34.15
近 12 个月最高/最低（元）	42.96/24.94
总股本（百万股）	433
流通股本（百万股）	433
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	148
流通市值（亿元）	148

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

- 1.【华安医药】公司点评：开立医疗（300633）：2024 年业绩承压，2025 年重回增长轨道 2025-04-15
- 2.【华安医药】公司点评：开立医疗：2024Q3 业绩仍承压，静待设备更新落地 2024-11-03

● 投资建议：维持“买入”评级

我们预计 2025-2027 年公司收入端有望分别实现 23.17 亿元、27.65 亿元和 32.03 亿元（前值为 24.36 亿元、28.93 亿元和 33.33 亿元），对应收入端增速分别为 15.0%、19.4%和 15.9%，2025-2027 年归母净利润预计有望分别实现 3.11 亿元、4.75 亿元和 6.14 亿元（前值为 4.38 亿元、5.74 亿元和 7.15 亿元），利润端增速分别为 118.5%、52.7%和 29.3%。2025-2027 年对应的 EPS 分别约 0.72 元、1.10 元和 1.42 元，对应 PE 估值分别为 43 倍、28 倍和 22 倍，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险。
产品研发不及预期风险。
设备采购需求下滑风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2014	2317	2765	3203
收入同比 (%)	-5.0%	15.0%	19.4%	15.9%
归属母公司净利润	142	311	475	614
净利润同比 (%)	-68.7%	118.5%	52.7%	29.3%
毛利率 (%)	63.8%	63.9%	64.0%	63.9%
ROE (%)	4.6%	9.1%	12.2%	13.6%
每股收益 (元)	0.33	0.72	1.10	1.42
P/E	89.06	42.70	27.97	21.64
P/B	4.09	3.87	3.40	2.94
EV/EBITDA	50.57	28.00	19.69	14.77

资料来源：ifind（2025 年 8 月 25 日），华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2975	3221	3835	4682	
现金	1571	1745	2046	2834	
应收账款	212	303	358	426	
其他应收款	18	33	43	63	
预付账款	36	21	52	49	
存货	653	641	856	831	
其他流动资产	485	477	481	479	
非流动资产	1338	1356	1367	1365	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	493	708	821	870	
无形资产	156	149	141	133	
其他非流动资产	690	499	406	362	
资产总计	4313	4576	5202	6047	
流动负债	1083	1066	1216	1447	
短期借款	262	262	262	262	
应付账款	332	319	376	468	
其他流动负债	490	485	578	717	
非流动负债	121	81	81	81	
长期借款	40	0	0	0	
其他非流动负债	81	81	81	81	
负债合计	1205	1147	1298	1528	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	433	433	433	433	
资本公积	1142	1142	1142	1142	
留存收益	1533	1854	2329	2944	
归属母公司股东权	3108	3429	3904	4519	
负债和股东权益	4313	4576	5202	6047	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	307	341	434	917	
净利润	142	311	475	614	
折旧摊销	92	100	114	123	
财务费用	7	9	8	8	
投资损失	-1	0	0	0	
营运资金变动	-28	-114	-188	147	
其他经营现金流	264	460	688	492	
投资活动现金流	-591	-118	-125	-121	
资本支出	-207	-118	-125	-121	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-384	0	0	0	
筹资活动现金流	82	-49	-8	-8	
短期借款	239	0	0	0	
长期借款	40	-40	0	0	
普通股增加	2	0	0	0	
资本公积增加	23	0	0	0	
其他筹资现金流	-222	-9	-8	-8	
现金净增加额	-203	174	301	788	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2014	2317	2765	3203	
营业成本	729	836	994	1158	
营业税金及附加	19	22	26	30	
销售费用	573	579	691	801	
管理费用	137	139	166	192	
财务费用	-37	-22	-27	-33	
资产减值损失	-113	-35	-25	-25	
公允价值变动收益	4	0	0	0	
投资净收益	1	0	0	0	
营业利润	122	311	475	614	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	120	311	475	614	
所得税	-22	0	0	0	
净利润	142	311	475	614	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	142	311	475	614	
EBITDA	227	424	587	729	
EPS（元）	0.33	0.72	1.10	1.42	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	-5.0%	15.0%	19.4%	15.9%	
营业利润	-74.4%	156.0%	52.7%	29.3%	
归属于母公司净利	-68.7%	118.5%	52.7%	29.3%	
获利能力					
毛利率（%）	63.8%	63.9%	64.0%	63.9%	
净利率（%）	7.1%	13.4%	17.2%	19.2%	
ROE（%）	4.6%	9.1%	12.2%	13.6%	
ROIC（%）	4.6%	8.6%	11.2%	12.5%	
偿债能力					
资产负债率（%）	27.9%	25.1%	24.9%	25.3%	
净负债比率（%）	38.8%	33.4%	33.2%	33.8%	
流动比率	2.75	3.02	3.15	3.24	
速动比率	2.07	2.36	2.38	2.60	
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.52	0.57	0.57	
应收账款周转率	10.43	9.00	8.37	8.18	
应付账款周转率	2.82	2.57	2.86	2.74	
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.72	1.10	1.42	
每股经营现金流	0.71	0.79	1.00	2.12	
每股净资产	7.18	7.93	9.02	10.44	
估值比率					
P/E	89.06	42.70	27.97	21.64	
P/B	4.09	3.87	3.40	2.94	
EV/EBITDA	50.57	28.00	19.69	14.77	

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李婵，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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%至 15%；
- 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；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。