

开立医疗 (300633.SZ)

25Q2 收入环比改善显著，新品推陈出新，积蓄长期增长潜力

开立医疗发布 2025 年半年度报告。2025H1 公司实现营业收入 9.64 亿元，同比下滑 4.78%；归母净利润 4703 万元，同比下滑 72.43%；扣非后归母净利润 3988 万元，同比下滑 74.26%。分季度看，2025Q2 实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 0.17%；归母净利润 3896 万元，同比下滑 44.65%；扣非后归母净利润 3388 万元，同比下滑 46.00%。

观点：2025Q2 收入端稳健增长，终端招标复苏有望推动业绩向上，利润端增速不及收入端主要系毛利率下滑及期间费用率抬升影响。HD650 临床认可度较高，已实现小批量销售，未来放量可期。

2025Q2 收入端稳健增长，终端招标复苏有望推动业绩向上，利润端增速不及收入端主要系毛利率下滑及期间费用率抬升影响。2025Q2 收入端稳健增长，2025H1 终端招投标恢复显著，公司超声、内镜产品中标同比快速增长，季度表现有望持续改善。公司新产品线投入、研发及营销费用等固定支出较大，2025Q2 毛利率为 61.20%（同比-4.46pp），销售费用率 30.78%（同比-0.04pp），管理费用率 6.57%（同比+1.27pp），研发费用率 22.14%（同比+1.42pp），财务费用率-3.23%（同比-0.82pp），使得利润端增速不及收入端。

HD650 性能提升显著，已实现小批量销售，未来放量可期。2025H1 公司彩超收入 5.50 亿元（同比-9.87%），毛利率 57.31%（同比-5.68pp）；内镜收入 3.88 亿元（同比+0.08%），毛利率 67.93%（同比-4.17pp）。内镜 HD650 在图像质量、操控性能及系统集成等方面提升显著，临床认可度较高，自推出后市场表现良好，已实现小批量销售。目前三甲医院对 HD650 的采购订单中多镜体配置订单占比提升，标准配置已由以往两镜体增至四条镜体，公司产品的临床接受度和产品竞争力持续增强，未来放量可期。消化内镜方面，2025 年推出 EB-6P17、EB-6P22 两款细径化电子支气管镜；微创外科方面，4K 三维荧光内窥镜摄像系统于 2025 年 2 月取得注册证，产品矩阵持续丰富。

持续建设海内外营销网络，助力高端客户群突破。2025H1 公司实现国内收入 4.95 亿元（同比-9.17%），毛利率 66.28%（同比-10.23pp）；实现海外收入 4.69 亿元（同比+0.33%），毛利率 57.66%（同比+0.81pp）。公司持续建设国内外营销网络，实现全球品牌影响力的稳步提升。国内方面，超声 80 系列、内镜 580 系列等高端产品带领实现大型医疗终端客户数量持续增长，三级医院客户占比不断提升。海外方面，全新推出的 Pluto 系列超声成功打入海外中高端超声市场，超声内镜系统（EUS）已进入近 30 个国家。海内外客户群的持续突破，为公司业务持续增长打开了空间。

盈利预测与投资建议。受政策扰动影响，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 23.35、27.86、33.27 亿元，分别同比增长 15.9%、19.4%、19.4%；归母净利润分别为 2.64、3.60、5.03 亿元，分别同比增长 85.6%、36.3%、39.6%；对应 PE 分别为 52X、38X、28X，维持“买入”评级

风险提示：新品推广不及预期风险，市场竞争加剧风险，行业政策风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,120	2,014	2,335	2,786	3,327
增长率 yoy（%）	20.3	-5.0	15.9	19.4	19.4
归母净利润（百万元）	454	142	264	360	503
增长率 yoy（%）	22.9	-68.7	85.6	36.3	39.6
EPS 最新摊薄（元/股）	1.05	0.33	0.61	0.83	1.16
净资产收益率（%）	14.4	4.6	8.0	10.2	12.9
P/E（倍）	30.5	97.3	52.4	38.4	27.5
P/B（倍）	4.4	4.5	4.2	3.9	3.6

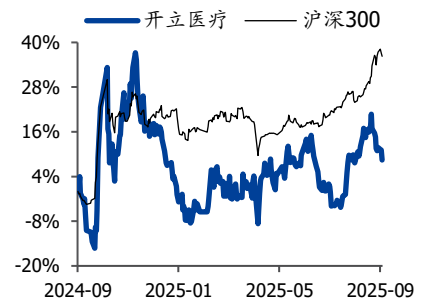
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 03 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
09 月 03 日收盘价（元）	32.02
总市值（百万元）	13,855.45
总股本（百万股）	432.71
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	6.66

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com

分析师 王震

执业证书编号：S0680525040002

邮箱：wangzhen1@gszq.com

相关研究

- 1、《开立医疗 (300633.SZ)：国内市场受政策扰动短期承压，看好高端新品放量》 2025-04-14
- 2、《开立医疗 (300633.SZ)：Q3 业绩受政策影响短期承压，预期 Q4 招采好转带动业绩增长》 2024-11-06
- 3、《开立医疗 (300633.SZ)：超声稳健，内镜突破，多产品线战略打开成长天花板》 2024-08-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2625	2975	3114	3498	4077
现金	1775	1571	1609	1830	2161
应收票据及应收账款	174	220	237	272	342
其他应收款	12	18	19	21	27
预付账款	55	36	43	60	62
存货	531	653	729	837	1007
其他流动资产	78		478	478	478
非流动资产	1146		1372	1372	1372
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	420	493	493	493	493
无形资产	165	156	156	156	156
其他非流动资产	562	690	724	724	724
资产总计	3771	4313	4487	4871	5449
流动负债	569	1083	1076	1208	1435
短期借款	24	262	262	262	262
应付票据及应付账款	186	332	320	365	465
其他流动负债	359	490	493	580	707
非流动负债	57	121	121	121	121
长期借款	0	40	40	40	40
其他非流动负债	57	81	81	81	81
负债合计	625	1205	1197	1329	1556
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	431	433	433	433	433
资本公积	1119	1142	1142	1142	1142
留存收益	1633	1637	1822	2074	2425
归属母公司股东权益	3146	3108	3290	3541	3893
负债和股东权益	3771	4313	4487	4871	5449

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	489	307	145	337	486
净利润	454	142	264	360	503
折旧摊销	69	92	0	0	0
财务费用	0	7	0	0	0
投资损失	13	-1	0	5	2
营运资金变动	-112	-28	-107	-30	-21
其他经营现金流	65	94	-12	1	1
投资活动现金流	186	-591	-23	-7	-3
资本支出	-177	-207	-1	-1	-1
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	363	-384	-22	-5	-2
筹资活动现金流	-276	82	-85	-109	-152
短期借款	-157	239	0	0	0
长期借款	0	40	0	0	0
普通股增加	3	2	0	0	0
资本公积增加	81	23	0	0	0
其他筹资现金流	-202	-222	-85	-109	-152
现金净增加额	403	-203	38	221	331

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2120	2014	2335	2786	3327
营业成本	685	729	856	996	1167
营业税金及附加	24	19	23	29	33
营业费用	488	573	642	758	898
管理费用	128	137	154	181	213
研发费用	384	473	525	621	732
财务费用	-45	-37	0	0	0
资产减值损失	-51	-113	0	0	0
其他收益	98	115	122	145	179
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	-13	1	0	-5	-2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	475	122	256	341	461
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	474	120	255	340	460
所得税	19	-22	-10	-21	-43
净利润	454	142	264	360	503
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	454	142	264	360	503
EBITDA	527	227	255	340	460
EPS (元/股)	1.05	0.33	0.61	0.83	1.16

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	-5.0	15.9	19.4	19.4
营业利润(%)	24.2	-74.4	110.4	33.3	35.2
归属母公司净利润(%)	22.9	-68.7	85.6	36.3	39.6
获利能力					
毛利率(%)	67.7	63.8	63.3	64.3	64.9
净利率(%)	21.4	7.1	11.3	12.9	15.1
ROE(%)	14.4	4.6	8.0	10.2	12.9
ROIC(%)	13.7	4.6	7.3	9.3	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	16.6	27.9	26.7	27.3	28.6
净负债比率(%)	-54.1	-39.1	-38.2	-41.7	-46.4
流动比率	4.6	2.7	2.9	2.9	2.8
速动比率	3.5	2.1	2.1	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	11.4	10.4	10.5	11.1	11.1
应付账款周转率	3.3	2.8	2.6	2.9	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	0.33	0.61	0.83	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.71	0.34	0.78	1.12
每股净资产(最新摊薄)	7.27	7.18	7.60	8.18	9.00
估值比率					
P/E	30.5	97.3	52.4	38.4	27.5
P/B	4.4	4.5	4.2	3.9	3.6
EV/EBITDA	35.4	50.6	49.5	36.4	26.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 09 月 03 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com