

开立医疗(300633)

报告日期: 2025年09月15日

## Q2 收入增速回正, 全年增长可期

### ——开立医疗 2025 年半年报点评报告

#### 投资要点

公司 2025 年 H1 收入 9.64 亿元, 同比下滑 4.8%; 归母净利润 0.47 亿元, 同比下滑 72.4%。其中 Q2 收入 5.34 亿元, 同比增长 0.2%; 归母净利润 0.39 亿元, 同比下滑 44.7%。2024 年国内医疗设备招标采购影响 2025 年 H1 收入利润增长, 但随着 2025 年招标稳步恢复, Q2 收入同比增速转正。我们认为, 2025 年招标恢复等拉动下, 公司全年收入增长可期。

#### □ 成长性: 国内招投标恢复叠加新品放量, 2025 年收入增长可期

**超声设备: 产品迭代+海外中高端突破, 2025 年收入有望恢复增长。**2025 年 H1, 公司超声板块收入 5.5 亿元, 同比下滑 9.9%。我们认为, 2025 年随着国内招投标恢复、新品放量, 以及海外中高端市场逐步突破, 公司超声板块有望恢复增长: ①**国产招投标恢复、高端产品替换、下沉需求增长, 国内收入有望恢复较好增长。**2024 年公司凤眼 S-Fetus 获得首张产科 AI 注册证, 正式推出了高端全身机器 S80 及高端妇产机 P80, 在高端领域取得突破性进展, 同年推出高端便携 X11 和 E11 系列, 填补了公司高端便携的空白。我们认为, 2025 年随着国内招投标恢复、高端产品持续放量、下沉需求稳步提升等, 公司国内超声板块收入有望恢复较好增长。②**海外中高端市场逐步打开。**公司已经建立了覆盖全球近 170 个国家和地区的营销网络, 依托“凤眼 S-Fetus”相关产品 S60、P60 和 Elite 系列公司逐步突破海外中高端市场, 我们认为随着产品力提升下, 海外中高端市场的快速拓展, 海外或成超声板块长期拉动。

**消化内镜: 国产替代加速, 产品&渠道持续高端化, 有望形成高增长拉动。**2025 年 H1, 公司消化内镜收入 3.88 亿元, 同比增长 0.08%, 我们认为 2025 年随着院内招标恢复、国产替代持续加速, 公司内窥镜收入增速有望恢复: ①**产品力提升&高端渠道拓展, 国内收入增长驱动仍在。**我国消化内镜市场正处国产化率提升期, 2018 年开立医疗 HD-550 内镜平台推出 (2019 年将 SFI 成像技术同 HD-550 结合), 经过持续迭代与产品完善, 市场认可度逐步提升, 2023 年公司 HD-580 上市, 2025 年初 HD-650 获批, HD-650 在业内首次推出超分辨成像功能, 成像性能持续提升。我们认为, 2025 年随着招投标恢复、公司新品放量与三级医院渠道拓展, 国内消化内镜板块收入有望恢复高增长, 形成收入强拉动。②**海外市场稳步拓展, 有望构建新增长曲线。**公司超声内镜系统 (EUS) 推广以来, 取得了海外多个国家的销售和装机。我们认为, 内镜产品海外的逐步推广, 有望构建新增长曲线。

**外科及血管介入产品陆续上市, 有望形成长期收入增长拉动。**2025 年 H1 公司非超声及内镜收入同比增长 76.5%, 新增拉动逐步体现。公司外科及血管介入新品加速商业化, 2023 年推出 SVM4K100 系列 4K 超高清多模态摄像系统, 2024 年推出 X-2600 一体式内镜平台, 2025 年 2 月, 公司获得 4K 三维荧光内窥镜摄像系统的注册证; 血管介入领域, 2024 年公司血管内超声导管在省际联盟集采中成功中选, 迅速进入数百家医院实现商业应用。我们认为, 随着新品的陆续商业化, 有望拉动长期收入增长。

**股权激励草案展现利润长期增长信心。**2025 年 9 月, 公司发布股权激励计划草案, 业绩考核目标为 2025-2028 年净利润 (剔除股份支付费用) 分别为 1.77/2.32/3.41/4.91 亿元, 对应 2024-2028 年净利润 CAGR38%, 彰显长期利润增长信心。

#### □ 盈利能力: 净利率或有所提升

①**毛利率或略降。**2025 年 H1 公司毛利率 62.1%, 同比下降 5.4pct, 招标影响以及县域带量采购等带来终端价下降, 全年毛利率或仍略降; ②**净利率或有所提升。**2025 年 H1 公司净利率 4.88%, 同比下降 12pct。我们认为, 2025 年 H2 在

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 王班  
 执业证书号: S1230525070003  
 wangban@stocke.com.cn

分析师: 吴天昊  
 执业证书号: S1230523120004  
 wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊  
 执业证书号: S1230523080006  
 siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 36.17
总市值(百万元)	15,651.21
总股本(百万股)	432.71

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《2024 年承压, 2025 年增长可期》2025.04.16
- 《高投入下利润承压, 长期增长可期》2024.10.31
- 《内镜收入增长, 海外拓展持续》2024.09.08

净利率低基数、招投标恢复、新品放量等拉动下，公司净利率同比有望较大提升，全年净利率或也有所回升。

#### □ 盈利预测及估值

考虑设备带量采购等带来的毛利率影响以及公司持续的费用投入，我们下调公司2025-2027年利润预测，预计公司2025-2027年收入分别为23.18/27.62/32.86亿元，分别同比增长15.12%、19.14%、18.97%；归母净利润分别为2.01/3.03/4.15亿元，分别同比增长41.34%、50.52%、37.08%，对应EPS分别为0.47/0.70/0.96元，对应2025年78倍PE，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**产品商业化不及预期的风险；政策变动的风险；行业竞争加剧的风险。

## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2013.86	2318.29	2762.12	3286.13
(+/-) (%)	-5.02%	15.12%	19.14%	18.97%
归母净利润	142.40	201.26	302.93	415.28
(+/-) (%)	-68.67%	41.34%	50.52%	37.08%
每股收益(元)	0.33	0.47	0.70	0.96
P/E	110	78	52	38

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2975	2923	3303	3902
现金	1571	1615	1864	2197
交易性金融资产	438	303	264	335
应收账款	220	186	213	240
其它应收款	18	14	17	20
预付账款	36	43	50	58
存货	653	736	864	1020
其他	39	27	31	32
<b>非流动资产</b>	1338	1429	1404	1375
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	493	600	656	697
无形资产	156	136	117	97
在建工程	394	379	319	271
其他	296	314	312	310
<b>资产总计</b>	4313	4352	4707	5277
<b>流动负债</b>	1083	908	1025	1255
短期借款	262	156	147	188
应付款项	332	297	350	459
预收账款	0	0	0	0
其他	490	456	528	607
<b>非流动负债</b>	121	104	108	111
长期借款	40	40	40	40
其他	81	64	68	71
<b>负债合计</b>	1205	1013	1133	1366
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3108	3339	3575	3911
<b>负债和股东权益</b>	4313	4352	4707	5277

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	307	122	294	446
净利润	142	201	303	415
折旧摊销	73	44	50	54
财务费用	(37)	(17)	(18)	(16)
投资损失	(1)	1	4	2
营运资金变动	258	(87)	69	128
其它	(128)	(20)	(113)	(137)
<b>投资活动现金流</b>	(591)	(16)	12	(91)
资本支出	(213)	(120)	(30)	(30)
长期投资	0	0	0	0
其他	(378)	104	42	(61)
<b>筹资活动现金流</b>	82	(61)	(57)	(22)
短期借款	239	(107)	(8)	41
长期借款	40	0	0	0
其他	(196)	45	(49)	(63)
<b>现金净增加额</b>	(202)	44	249	333

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	2014	2318	2762	3286
营业成本	729	851	1005	1167
营业税金及附加	19	23	28	32
营业费用	573	619	737	871
管理费用	137	148	177	210
研发费用	473	556	635	723
财务费用	(37)	(17)	(18)	(16)
资产减值损失	118	70	41	49
公允价值变动损益	4	23	25	24
投资净收益	1	(1)	(4)	(2)
其他经营收益	116	80	80	80
<b>营业利润</b>	122	171	257	352
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	120	170	256	351
所得税	(22)	(31)	(47)	(65)
<b>净利润</b>	142	201	303	415
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	142	201	303	415
EBITDA	183	203	290	391
EPS (最新摊薄)	0.33	0.47	0.70	0.96

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-5.02%	15.12%	19.14%	18.97%
营业利润	-74.40%	40.70%	50.24%	36.88%
归属母公司净利润	-68.67%	41.34%	50.52%	37.08%
<b>获利能力</b>				
毛利率	63.78%	63.31%	63.63%	64.48%
净利率	7.07%	8.68%	10.97%	12.64%
ROE	4.55%	6.24%	8.76%	11.10%
ROIC	3.79%	5.24%	7.47%	9.52%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.93%	23.28%	24.06%	25.89%
净负债比率	26.46%	20.70%	17.86%	17.83%
流动比率	2.75	3.22	3.22	3.11
速动比率	2.14	2.41	2.38	2.30
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.54	0.61	0.66
应收账款周转率	10.43	10.45	10.87	10.87
应付账款周转率	2.82	2.71	3.11	2.89
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.33	0.47	0.70	0.96
每股经营现金	0.71	0.28	0.68	1.03
每股净资产	7.18	7.72	8.26	9.04
<b>估值比率</b>				
P/E	109.91	77.77	51.67	37.69
P/B	5.04	4.69	4.38	4.00
EV/EBITDA	60.35	68.93	47.45	34.27

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>