

开立医疗 (300633.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩短期承压，期待新品放量业绩恢复

公司发布 2025 半年度报告：2025 年上半年实现营业收入 9.64 亿元，同比下降 4.78%；归母净利润 0.47 亿元，同比下降 72.43%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比下降 74.26%。

其中，2025 年第二季度营业收入 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%，扣非归母净利润 0.34 亿元，同比下降 46.00%

□ **超声和内镜产品持续发力，高端产品矩阵持续丰富。**超声：公司彩超业务实现收入 5.50 亿元，同比-9.87%。P80/S80 高端台式机实现高端突破，高端便携 X11 和 E11 系列 X11/E11 取得临床较高评价；内镜：公司内窥镜业务实现收入 3.88 亿元，同比+0.08%。2025 年推出全新 iEndo 系列 4K 智慧内镜平台 HD-650，进一步提升公司内镜产品在国内的领先地位。微创外科：上半年 4K 三维荧光内窥镜摄像系统获批，产品矩阵逐步完善。心血管介入：IVUS 于省际集采成功中标，有望持续加速产品入院放量。

□ **国内短期承压，海外竞争力不断凸显。**境内业务收入 4.95 亿元，同比-9.17%，境外业务收入 4.69 亿元，同比+0.33%。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，但由于行业整顿，市场中标与报表端收入增长存在一定周期差。随着招采的持续好转，我们预计公司业绩将逐步走出低谷期。海外本地化建设、产品创新力和渠道网络三大维度的深度融合与协同发展，营销中心的核心竞争力不断体现。

□ **财务表现稳健，盈利能力短期承压。**2025 年上半年，公司的综合毛利率同比下降 5.34pts 至 62.08%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 31.63%、7.11%、25.31%、-3.64%，同比分别变动+3.26pts、+0.91pts、+4.36pts、-0.77pts。综合影响下，公司整体净利率同比下降 11.97pts 至 4.88%。

□ **盈利预测与投资建议：**受院端招采减少及战略投入加大影响，公司业绩短期承压，我们下调公司 2025-2027 年营业收入分别为 22.53 亿/26.14 亿/30.30 亿元，同比增长分别为 12%/16%/16%；归母净利润分别为 2.99 亿/3.84 亿/5.03 亿元；分别增长 110%/28%/31%，根据 2025 年 8 月 28 日收盘价，对应 2025-2027 年 PE 为 47/37/28 倍，随着招采回暖，我们预计公司业绩将有所恢复，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**新产品研发失败或注册延迟的风险、市场竞争风险、销售风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2120	2014	2253	2614	3030
同比增长	20%	-5%	12%	16%	16%
营业利润(百万元)	475	122	326	418	547
同比增长	24%	-74%	168%	28%	31%
归母净利润(百万元)	454	142	299	384	503
同比增长	23%	-69%	110%	28%	31%
每股收益(元)	1.05	0.33	0.69	0.89	1.16
PE	31.2	99.5	47.3	36.9	28.2
PB	4.5	4.6	4.2	3.9	3.5

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药

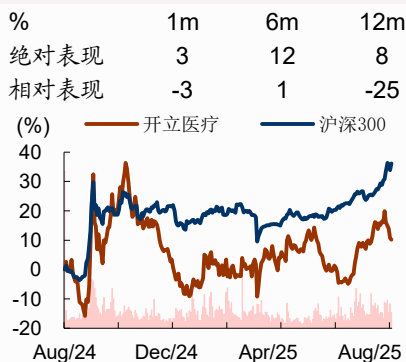
目标估值：NA

当前股价：32.76 元

基础数据

总股本(百万股)	433
已上市流通股(百万股)	433
总市值(十亿元)	14.2
流通市值(十亿元)	14.2
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	0.6
资产负债率	22.5%
主要股东	陈志强
主要股东持股比例	22.12%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《开立医疗 (300633) —超声+软镜国产龙头，创新智造引领医疗“芯”时代》2025-07-21

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

郭子娴 S1090525060002

guozixian@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2625	2975	2983	3331	3787
现金	1775	1571	1462	1651	1924
交易性投资	51	438	438	438	438
应收票据	0	8	9	10	12
应收款项	174	212	237	275	319
其它应收款	12	18	20	23	27
存货	531	653	733	837	956
其他	82	75	84	97	111
非流动资产	1146	1338	1368	1394	1416
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	420	493	557	612	661
无形资产商誉	331	268	241	217	195
其他	396	577	570	564	560
资产总计	3771	4313	4351	4725	5203
流动负债	569	1083	865	945	1035
短期借款	24	262	0	0	0
应付账款	186	332	372	425	485
预收账款	45	151	170	194	222
其他	314	338	323	326	328
长期负债	57	121	121	121	121
长期借款	0	40	40	40	40
其他	57	81	81	81	81
负债合计	625	1205	987	1066	1157
股本	431	433	433	433	433
资本公积金	1059	1022	1022	1022	1022
留存收益	1656	1653	1909	2204	2591
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3146	3108	3364	3659	4046
负债及权益合计	3771	4313	4351	4725	5203

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	489	307	184	248	359
净利润	454	142	299	384	503
折旧摊销	53	73	97	101	105
财务费用	0	7	(37)	(37)	(37)
投资收益	13	(1)	(120)	(120)	(120)
营运资金变动	(30)	107	(56)	(80)	(92)
其它	(1)	(22)	0	0	0
投资活动现金流	186	(591)	(8)	(8)	(8)
资本支出	(177)	(207)	(127)	(127)	(127)
其他投资	363	(384)	120	120	120
筹资活动现金流	(276)	82	(285)	(52)	(78)
借款变动	(270)	193	(279)	0	0
普通股增加	3	2	0	0	0
资本公积增加	21	(37)	0	0	0
股利分配	(77)	(138)	(43)	(90)	(115)
其他	48	62	37	37	37
现金净增加额	400	(202)	(109)	188	274

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2120	2014	2253	2614	3030
营业成本	649	729	818	935	1067
营业税金及附加	24	19	21	25	28
营业费用	524	573	574	654	727
管理费用	128	137	146	167	191
研发费用	384	473	473	523	576
财务费用	(45)	(37)	(37)	(37)	(37)
资产减值损失	(65)	(118)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	(0)	4	4	4	4
其他收益	98	115	115	115	115
投资收益	(13)	1	1	1	1
营业利润	475	122	326	418	547
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	325	417	547
所得税	19	(22)	26	33	44
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	454	142	299	384	503

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	20%	-5%	12%	16%	16%
营业利润	24%	-74%	168%	28%	31%
归母净利润	23%	-69%	110%	28%	31%
获利能力					
毛利率	69.4%	63.8%	63.7%	64.2%	64.8%
净利率	21.4%	7.1%	13.3%	14.7%	16.6%
ROE	15.4%	4.6%	9.3%	10.9%	13.1%
ROIC	13.5%	3.0%	7.8%	9.9%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	16.6%	27.9%	22.7%	22.6%	22.2%
净负债比率	1.0%	7.4%	0.9%	0.8%	0.8%
流动比率	4.6	2.7	3.4	3.5	3.7
速动比率	3.7	2.1	2.6	2.6	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	11.3	10.2	9.7	9.9	9.9
应付账款周转率	3.1	2.8	2.3	2.3	2.3
每股资料(元)					
EPS	1.05	0.33	0.69	0.89	1.16
每股经营净现金	1.13	0.71	0.42	0.57	0.83
每股净资产	7.27	7.18	7.78	8.46	9.35
每股股利	0.32	0.10	0.21	0.27	0.35
估值比率					
PE	31.2	99.5	47.3	36.9	28.2
PB	4.5	4.6	4.2	3.9	3.5
EV/EBITDA	29.2	99.1	35.5	28.4	22.3

资料来源：公司数据、招商证券（以 2025 年 8 月 28 日收盘价计算）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。