

Q3 有望迎来业绩拐点，发布 员工激励及持股计划

开立医疗(300633.SZ)

核心观点

中报业绩符合预期，收入下降主要由于过去两年国内医疗行业整顿，渠道库存调整影响下，行业招标与报表端收入增长存在一定周期差；净利润下滑幅度超过收入，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。上半年 HD-650 在国内上市，在成像功能、镜体性能等方面显著提升，有望带动软镜业务持续增长。公司近期发布员工激励及持股计划，增强高管、员工与公司利益一致性。展望下半年，Q3 业绩有望迎来拐点，全年收入有望实现恢复性增长；中长期来看，公司在内镜行业市占率有望稳步提升，引领内镜领域的国产替代进程，微创外科、心内科等领域新产品有望陆续推出，为公司带来新的增长动力。

事件

公司发布 2025 年半年报

2025 年上半年公司实现收入 9.64 亿元，同比-4.78%；归母净利润 0.47 亿元，同比-72.43%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比-74.26%。基本每股收益 0.11 元/股。

动态信息评述

业绩符合预期，国内收入承压，Q3 有望迎来拐点

2025 年上半年公司实现收入 9.64 亿元，同比-4.78%；归母净利润 0.47 亿元，同比-72.43%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比-74.26%。Q2 单季度收入 5.34 亿元，同比+0.17%；归母净利润 0.39 亿元，同比-44.65%；扣非归母净利润 0.34 亿元，同比-46.00%。业绩符合预期，收入下降主要由于过去两年国内医疗行业整顿，行业招标与报表端收入增长存在一定周期差；净利润下滑幅度超过收入，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。

上半年国内业务收入 4.95 亿元，同比-9.2%，国内超声及内镜行业招标均有明显改善，但受渠道去库存影响，报表端改善有所滞后。海外业务收入 4.69 亿元，同比+0.3%。上半年彩超业务收入 5.50 亿元，同比-9.87%；内窥镜业务收入 3.88 亿元，同比+0.08%。预计随着渠道库存压力降低，下半年基数较低，公司 Q3 业绩有望迎来拐点。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2025 年 10 月 10 日

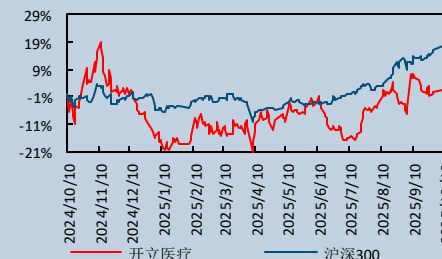
当前股价：35.05 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.26/-5.61	22.90/11.33	1.30/-18.28
12 月最高/最低价 (元)		40.66/27.07
总股本 (万股)		43,271.24
流通 A 股 (万股)		43,271.24
总市值 (亿元)		151.67
流通市值 (亿元)		151.67
近 3 月日均成交量 (万)		630.70
主要股东		
陈志强		22.12%

股价表现



HD-650 新品上市助力软镜业务增长，微创外科及心血管业务持续发力

2024 年公司推出 HD-580 系列高端内镜平台，相较上一代 HD-550 大幅提升了图像质量和临床细节表现，已步入持续放量阶段；2025 年上半年 HD-650 在国内获批上市，该平台面向全场景多科室内镜临床诊疗应用提供先进的内镜智算影像、智能辅助和智联生态支持。成像功能方面，在业内首次搭载了超分辨成像功能，全面提升内镜图像清晰度；镜体方面，搭载多款全新自主研发的消化内镜与呼吸内镜，操控体验全面升级。微创外科领域，公司 2025 年发布了 SV-M4K200 平台，支持 4K 三维白光-荧光融合成像及多源视频信号融合成像。公司不断丰富硬镜镜体、电子软镜、微创外科配套产品系列，自主研发的 10mm 白光/荧光胸腹腔镜、电子鼻咽喉镜、电子胆道镜、电子膀胱软镜、电子输尿管软镜、气腹机等产品已获批上市并实现量产销售。心血管介入领域，新一代 V20i 集成式血管内超声诊断设备具有行业领先的造影联动、高速高帧频自动回撤、触屏键鼠双控操作、远程影像分享等功能，提高了医疗效率和产品易用性。

展望下半年，渠道库存调整影响预计短期仍将持续，低基数下 Q3 有望迎来业绩拐点

国内医疗设备招标需求自 24 年 12 月以来持续改善，但渠道库存调整导致收入增速低于招标增速。随着超声、内镜招标持续恢复，渠道库存逐步降低，叠加去年 Q3 基数相对较低因素，预计公司三季度有望迎来业绩拐点，收入增速有望显著提升，利润实现扭亏为盈。预计全年收入呈“前低后高”节奏，收入、利润有望实现恢复性增长。

毛利率有所承压，销售、研发费用率提升

2025 年上半年公司销售毛利率 62.08% (-5.35pp)，预计国内设备招标竞争加剧、部分区域设备集采对毛利率带来一定影响。销售费用率 31.63% (+3.26pp)，管理费用率 7.11% (+0.90pp)，研发费用率 25.31% (+4.36pp)，财务费用率-3.64% (-0.78pp)，销售、研发费用率同比增长预计与公司销售、研发人员数量同比增加有关。经营活动产生的现金流量净额-2.50 亿元，上年同期为 0.15 亿元，主要系本期购买原材料支付的现金以及支付给职工的薪酬增加所致。应收账款周转天数 37.6 天，同比增加 1.7 天，基本保持稳定。存货周转天数 355 天，同比增加 27 天，预计主要系公司增加原材料备货所致。其他财务指标基本正常。

公司发布员工激励及持股计划，增强高管、员工与公司利益一致性

9 月 5 日，公司发布限制性股票与股票期权激励计划（草案）及员工持股计划（草案）。拟向激励对象授予股票权益（第二类限制性股票、股票期权）不超过 588.18 万股，约占总股本的 1.36%。其中第二类限制性股票 191.4 万股，约占总股本的 0.44%；股票期权 396.78 万份，约占总股本的 0.92%。第二类限制性股票的授予价格为不低于 15.93 元/股，股票期权的行权价格为不低于 31.86 元/份。激励对象共计 406 人，包括公司部分董事及高级管理人员、公司（含分公司及控股子公司）中层管理人员和技术业务骨干。员工持股计划受让的股份总数不超过 50 万股，约占总股本的 0.12%，拟筹集资金总额不超过 796.50 万元。受让公司回购专用证券账户股票的价格为 15.93 元/股。上述激励计划及员工持股计划的考核要求均为：以 2024 年度剔除股份支付费用后的净利润 1.365 亿元为基数，2025、2026、2027、2028 年剔除股份支付费用后的净利润增长率分别不低于 30%、70%、150%、260%。其中，员工持股计划分四期归属，每期归属比例均为 25%，持有人按各期考核结果归属对应额度，第一期、第二期、第三期归属的股票暂不解锁，待第四期标的股票归属后再全部解锁。员工激励及持股计划有利于增强高管、员工与公司利益一致性，且员工持股计划锁定周期较长，体现公司对未来增长的信心较强。

短期超声、内镜新品有望驱动收入增长，中长期在产品力提升和政策助推下市场份额有望持续提升

短期来看，渠道库存预计对公司业绩仍有一定影响，但在超声 80 系列、软镜 HD-650 等新品放量催化下，公司全年收入有望实现恢复性增长；中长期来看，公司在内镜行业市占率有望稳步提升，引领内镜领域的国产替代进程，微创外科、心内科等领域新产品有望陆续推出，为公司带来新的增长动力。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 22.23 亿元、25.78 亿元、29.51 亿元，同比增长 10.4%、16.0%、14.5%；归母净利润分别为 2.14 亿元、3.39 亿元、4.62 亿元，同比增长 50.1%、58.6%、36.3%。维持买入评级。

风险分析

1) 行业竞争加剧风险：当前软镜领域竞争格局较好，若未来国产企业竞争加剧，可能导致公司市场份额提升不及预期；

2) 海外市场风险：海外地缘政治冲突可能影响公司海外业绩增速，汇率波动可能对公司业绩产生影响；

3) 新产品研发风险：公司的新产品研发进度若低于预期，可能对公司未来增长带来不利影响；

4) 产品推广进度不及预期风险：公司近两年来获批新产品较多，若产品进院进度、临床接受程度不及预期，可能对公司业绩带来不利影响；

5) 行业政策风险：医疗设备行业景气度主要与国家政策支持力度和医院采购资金是否充裕有关，部分国家政策具有不可预见性，我们的盈利预测存在不达预期的风险。例如，是否有新建/扩建/改造/升级医院规划、医疗设备以旧换新计划、医疗行业合规检查、检验检查结果互认等政策可能会影响医疗设备行业的采购需求。医院采购医疗设备的来源主要国家和地方财政支持及医院自有资金，其中医院采购资金是否充裕受医保控费政策、医疗服务价格改革等多重政策影响。医疗设备行业集采政策，可能会对相关厂商的产品出厂价、毛利率造成影响。

图表 1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,014	2,223	2,578	2,951
增长率(%)	-5.0%	10.4%	16.0%	14.5%
归属母公司股东净利润	142	214	339	462
增长率(%)	-68.7%	50.1%	58.6%	36.3%
每股收益(EPS)	0.33	0.49	0.78	1.07
市盈率(P/E)	107	71	45	33

资料来源: Wind, 中信建投 注: 收盘日期截至 2025 年 10 月 10 日

图表2： 财务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）						
现金及现金等价物	1337	1775	1571	1561	1636	1589
应收款项	217	186	238	244	283	323
存货净额	514	531	653	644	731	829
其他流动资产	21	75	69	60	70	80
流动资产合计	2514	2625	2975	2953	3163	3266
固定资产	557	674	887	1065	1131	1201
无形资产及其他	169	165	156	149	143	137
投资性房地产	304	307	296	296	296	296
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	3544	3771	4313	4463	4733	4900
短期借款及交易性金融负债	192	38	279	500	682	752
应付款项	231	186	332	283	321	364
其他流动负债	326	344	473	449	497	556
流动负债合计	749	569	1083	1231	1500	1672
长期借款及应付债券	0	0	40	40	40	40
其他长期负债	55	57	81	87	92	93
长期负债合计	55	57	121	127	132	133
负债合计	804	625	1205	1358	1632	1805
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	2740	3146	3108	3105	3101	3094
负债和股东权益总计	3544	3771	4313	4463	4733	4900
利润表（百万元）						
营业收入	1763	2120	2014	2223	2578	2951
营业成本	584	649	729	777	892	1012
营业税金及附加	15	24	19	22	26	29
销售费用	423	524	573	602	670	753
管理费用	427	513	610	629	671	735
财务费用	(30)	(45)	(37)	(14)	(6)	(1)
投资收益	9	(13)	1	(1)	(4)	(2)
资产减值及公允价值变动	(44)	(51)	(109)	0	0	0
其他收入	74	84	110	0	0	0
营业利润	382	475	122	206	320	422
营业外净收支	(0)	(1)	(1)	0	0	0
利润总额	382	474	120	206	320	422
所得税费用	12	19	(22)	(8)	(19)	(40)
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	370	454	142	214	339	462

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表 (百万元)						
净利润	370	454	142	214	339	462
资产减值准备	(49)	5	53	(105)	1	1
折旧摊销	36	50	67	83	105	117
公允价值变动损失	44	51	109	0	0	0
财务费用	(30)	(45)	(37)	(14)	(6)	(1)
营运资本变动	(95)	(64)	196	(161)	(43)	(45)
其它	49	(5)	(53)	105	(1)	(1)
经营活动现金流	354	492	514	135	401	534
资本开支	(44)	(110)	(210)	(150)	(165)	(182)
其它投资现金流	(275)	367	(386)	0	0	0
投资活动现金流	(318)	257	(596)	(150)	(165)	(182)
权益性融资	11	3	31	0	0	0
支付股利、利息	(58)	(83)	(144)	(217)	(344)	(468)
其它融资现金流	222	(148)	55	221	183	69
融资活动现金流	32	(311)	(122)	4	(161)	(399)
现金净变动	68	437	(204)	(10)	75	(46)
货币资金的期初余额	1269	1337	1775	1571	1561	1636
货币资金的期末余额	1337	1775	1571	1561	1636	1589

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk