

2025 年 11 月 04 日

开立医疗（300633.SZ）

公司快报

公司业绩逐步改善，新产品放量可期

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2025 年三季度报告，2025Q1-3 实现营收 14.59 亿元（+4%，同比增速，下同）；归母净利润 0.34 亿元（-69%）；扣非归母净利润 0.24 亿元（-72%）；2025Q3 单季度，公司实现营收 4.95 亿元（+28%），实现归母净利润-0.14 亿元（+78%），实现扣非归母净利润-0.16 亿元（+77%）。

◆ **公司业绩逐步改善，经营态势稳步向好：**2025 年前三季度，公司营业收入同比增长 4.37%，逐季好转趋势明显，单三季度收入增速 28%，增长较为亮眼。前三季度利润同比下降较多，主要由于公司过去两年持续增加研发和营销人员，各项费用绝对额有所增加。2025 年 1-9 月，随着终端医疗机构采购复苏，公司超声、内镜等产品的中标金额增长较快，市占率稳步提升，微创外科、血管内超声两条新产线取得大幅增长，公司整体经营态势持续向好。毛利率方面，公司 2025Q3 毛利率为 57.01%，环比下降 4.19pct，主要因为：一由于国内超声行业集采项目相比往年增加较多，造成超声产品的单价承压，超声行业的毛利率整体下行，导致公司国内超声业务的毛利率有所下降；面对行业环境的不利情况，公司加快推出新的高端超声产品，致力于通过提升高端产品的占比稳定毛利率。二是由于公司外科、血管内超声等新产品毛利率相对较低，其规模增长后拉低公司整体毛利率。公司已经通过技术研发完成血管内超声产品的降本增效，预计新产品上市后，将显著改善毛利率。未来随着公司超声 80/90 平台、内镜 HD-650、硬镜 4K-200 等各产线新一代高端产品逐渐放量，以及新产品线的降本增效措施效果显现，将对公司整体毛利率产生提振作用。

◆ **国内外业务实现稳健增长，新产品逐步放量贡献增量。**2025 年 1-9 月，公司国内业务收入整体增长超过 6%，国际业务收入增长超过 2%，其中国际业务收入占比超过 45%。公司国内、国际业务收入结构均衡，国内外市场实现稳健增长。细分业务来看，今年前三季度公司内镜业务同比增长接近 6%，超声业务受集采及毛利率下降影响同比下滑 6%，外科业务同比增长 80%，血管内超声业务同比增长 270%，外科业务和血管内超声业务增长亮眼，逐步进入收获期。新产品方面，公司今年重磅推出的 HD-650，支持 4k 分辨率，实现超分辨率成像，进一步完善了公司内镜产品线的布局，提升临床表现力。HD-650 系列内镜自今年二季度上市以来，临床表现优异，受到国内外专家的广泛好评，目前已实现小批量销售，预计将逐渐放量，对公司内镜业务的增长提供重要助力。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.27/3.69/4.62 亿元，增速分别为 59%/62%/25%，对应 PE 分别为 55/34/27 倍。考虑到随着终端医疗机构采购复苏，超声、内镜业务有望逐步恢复增长，微创外科、血管内超声两条新产线逐渐贡献增量，公司业绩有望逐步改善。维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，研发进度不及预期风险。

医药 | 医疗器械III

增持(维持)

投资评级

股价(2025-11-03)

28.88 元

交易数据

总市值（百万元）	12,496.73
流通市值（百万元）	12,496.73
总股本（百万股）	432.71
流通股本（百万股）	432.71
12 个月价格区间	39.57/27.40

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-16.27	-23.94	-38.72
绝对收益	-16.0	-9.18	-19.1

分析师

刘颖然

SAC 执业证书编号：S0910525060002

liuhaoran@huajinsc.cn

分析师

苏雪儿

SAC 执业证书编号：S0910525030002

suxueer@huajinsc.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,120	2,014	2,183	2,630	3,124
YoY(%)	20.3	-5.0	8.4	20.5	18.8
归母净利润(百万元)	454	142	227	369	462
YoY(%)	22.9	-68.7	59.4	62.3	25.3
毛利率(%)	69.4	63.8	63.6	63.6	63.7
EPS(摊薄/元)	1.05	0.33	0.52	0.85	1.07
ROE(%)	14.4	4.6	6.9	10.3	11.7
P/E(倍)	27.5	87.8	55.0	33.9	27.1
P/B(倍)	4.0	4.0	3.8	3.5	3.2
净利率(%)	21.4	7.1	10.4	14.0	14.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2625	2975	2967	3825	3964
现金	1775	1571	1568	2044	2150
应收票据及应收账款	174	220	207	307	304
预付账款	55	36	63	57	86
存货	531	653	637	916	926
其他流动资产	90	495	491	502	498
非流动资产	1146	1338	1340	1133	1208
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	420	493	549	478	540
无形资产	165	156	160	147	133
其他非流动资产	562	690	630	508	535
资产总计	3771	4313	4306	4957	5173
流动负债	569	1083	901	1270	1116
短期借款	24	262	262	262	262
应付票据及应付账款	186	332	232	446	359
其他流动负债	359	490	406	561	495
非流动负债	57	121	113	105	97
长期借款	0	40	32	24	16
其他非流动负债	57	81	81	81	81
负债合计	625	1205	1014	1375	1213
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	1795	2052	2373
归属母公司股东权益	3146	3108	3292	3582	3959
负债和股东权益	3771	4313	4306	4957	5173

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	115	422	354
净利润	454	142	227	369	462
折旧摊销	53	73	78	91	108
财务费用	-45	-37	-19	-24	-31
投资损失	13	-1	-2	0	2
营运资金变动	-153	-22	-168	-14	-187
其他经营现金流	167	152	-0	0	-1
投资活动现金流	186	-591	-76	115	-185
筹资活动现金流	-276	82	-41	-62	-62

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.05	0.33	0.52	0.85	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.71	0.26	0.98	0.82
每股净资产(最新摊薄)	7.27	7.18	7.61	8.28	9.15

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2120	2014	2183	2630	3124
营业成本	649	729	794	956	1134
营业税金及附加	24	19	20	25	29
营业费用	524	573	611	657	765
管理费用	128	137	109	145	172
研发费用	384	473	415	460	531
财务费用	-45	-37	-19	-24	-31
资产减值损失	-65	-118	-128	-154	-183
公允价值变动收益	-0	4	1	0	1
投资净收益	-13	1	2	-0	-2
营业利润	475	122	223	358	441
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	222	357	440
所得税	19	-22	-5	-12	-22
税后利润	454	142	227	369	462
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	454	142	227	369	462
EBITDA	475	164	270	411	502

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	8.4	20.5	18.8
营业利润(%)	24.2	-74.4	83.7	60.1	23.3
归属于母公司净利润(%)	22.9	-68.7	59.4	62.3	25.3
获利能力					
毛利率(%)	69.4	63.8	63.6	63.6	63.7
净利率(%)	21.4	7.1	10.4	14.0	14.8
ROE(%)	14.4	4.6	6.9	10.3	11.7
ROIC(%)	12.5	3.1	5.3	8.3	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	16.6	27.9	23.6	27.7	23.5
流动比率	4.6	2.7	3.3	3.0	3.6
速动比率	3.5	2.1	2.5	2.2	2.6
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	11.3	10.2	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	3.1	2.8	2.8	2.8	2.8
估值比率					
P/E	27.5	87.8	55.0	33.9	27.1
P/B	4.0	4.0	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	22.7	66.3	40.3	25.3	20.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

刘颖然、苏雪儿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn