

# 开立医疗 (300633.SZ)

买入 (维持评级)

## 25Q4 业绩进一步改善，拐点上行趋势明确

### 投资要点:

➤ **事件:** 公司披露 2025 年年报, 25 年全年公司实现收入 23.0 亿 (同比+14.7%), 归母净利润 1.97 亿 (同比+38.5%), 扣非归母净利润 1.80 亿 (同比+63.4%); 25Q4 单季度实现收入 8.50 亿 (同比+38.0%), 归母净利润 1.64 亿 (同比+390.2%), 扣非归母净利润 1.56 亿 (同比+545.7%);

➤ **25H2 业绩拐点明确, 持续重视研发投入:** 2025 年整体业绩恢复增长, 收入端同比增长 14.7%。随着主业修复, 费用端构成亦有小幅变化, 其中管理费用率 6.3% (-0.5pct), 优化显著, 销售费用率 29.3% (+0.8pct), 随着主业修复有所增长; 研发费用率 21.5%, 研发费用 4.96 亿, 公司重视研发费用的持续投入, 不断增强对公司研发与产品战略的资金支持, 持续筑牢超声影像、内窥诊疗、心血管介入三大核心业务的竞争壁垒, 同时依托内镜 iEndo 平台、外科凌珠系列等新品的规模化落地应用, 完成了从原型研发到临床适配的全流程打通, 为企业进军中高端临床市场提供了坚实的核心驱动力。

➤ **彩超企稳, 内镜恢复高增长, 新品迭代下未来可期:** 按照产品拆分来看, 彩超收入 12.37 亿 (同比+5%), 电子内窥镜 10.14 亿 (同比+27%), 配件及其他 3936 万 (+87%), 各版块均恢复增长, 内镜板块增速亮眼。其中:

1) **超声:** 25 年公司对高端超声 P80/S80 系列进行全面升级, 为不同临床科室提供综合解决方案。在便携超声领域, 2025 年升级了 X11/E11 系列, 便携超声全产品累计销售已突破数十万台, 显示出强大的市场竞争力。高中低端全系列的产品布局保证了公司领先的行业竞争力及行业地位。

2) **内镜:** 2025 年公司推出的 iEndo 系列 4K 智慧内镜, 为业内首款融合内置 AI 成像与外置 AI 辅助诊断的产品。其具备上下消化道 AI 质控、三维渲染、肠道清洁度监测、息肉检出等功能, 通过 AI 与内镜深度融合, 有效提升内镜诊疗质量与效率。

➤ **国内三级医院客户占比有望持续提高, 海外成熟与新兴业务协同发展:** 按照区域拆分来看, 国内实现收入 11.69 亿 (同比+12%), 国外实现收入 11.40 亿 (同比+17%)。其中: 1) 国内三级医院客户占比已达近年峰值, 公司有信心未来持续提升三级医院装机占比; 2) 公司海外营销中心巩固传统优势、推进新兴业务落地, 多重点市场实现突破。Pluto 超声、EUS、微创外科及动物医疗多款产品获海外市场认可, 成熟与新兴业务协同发展。

➤ **盈利预测与投资建议:** 由于行业修复环境较前版报告时期变化较大, 因此据定期报告调整超声及软镜营收增速、调整三费假设等调整了盈利预测, 预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.2/4.3/5.4 亿元 (前值为 4.9/6.1/-亿元)。考虑到公司具备独特微外竞争优势, 待设备更新政策落地、招采恢复, 公司业绩有望环比改善, 维持“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧风险; 新品推广不及预期风险; 海外业务拓展不及预期风险。

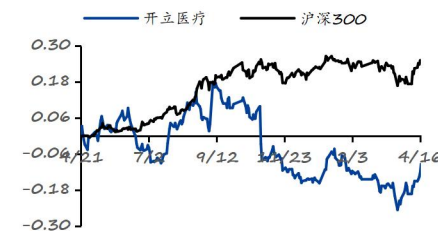
财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,014	2,309	2,663	3,088	3,602
增长率	-5%	15%	15%	16%	17%
净利润 (百万元)	142	197	321	430	539
增长率	-69%	39%	63%	34%	25%
EPS (元/股)	0.33	0.46	0.74	0.99	1.24
市盈率 (P/E)	85.7	61.8	38.0	28.4	22.6
市净率 (P/B)	3.9	3.7	3.5	3.2	2.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2026-04-17
收盘价:	28.19 元
总股本/流通股本(百万股)	432.71/267.99
流通 A 股市值(百万元)	7,554.67
每股净资产(元)	7.54
资产负债率(%)	25.96
一年内最高/最低价(元)	37.73/23.23

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 张俊(S0210524040002)  
zj30486@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、利润端短期承压, 25 年随招采回暖+新品上量业绩有望修复——2025.04.17
- 2、Q3 业绩承压, 静待招采恢复业绩环比改善——2024.11.07
- 3、24 年半年报业绩点评: 受行业招采扰动公司短期业绩承压, 看好业绩环比改善趋势——2024.09.03

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,427	1,261	1,437	1,713	营业收入	2,309	2,663	3,088	3,602
应收票据及账款	302	297	331	376	营业成本	878	990	1,120	1,273
预付账款	37	49	64	63	税金及附加	21	25	29	34
存货	764	879	986	1,129	销售费用	675	719	828	962
合同资产	0	0	0	0	管理费用	146	160	179	205
其他流动资产	285	294	305	320	研发费用	496	546	618	710
流动资产合计	2,816	2,780	3,122	3,601	财务费用	-33	-28	-35	-31
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-12	-10	-10	-10
固定资产	592	722	845	961	资产减值损失	-42	-50	-50	-50
在建工程	493	493	493	493	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	145	134	123	113	投资收益	2	0	0	0
商誉	109	109	109	109	其他收益	92	100	100	100
其他非流动资产	251	258	263	268	<b>营业利润</b>	<b>165</b>	<b>292</b>	<b>391</b>	<b>490</b>
非流动资产合计	1,590	1,716	1,833	1,944	营业外收入	1	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>4,406</b>	<b>4,496</b>	<b>4,955</b>	<b>5,545</b>	营业外支出	2	0	0	0
短期借款	231	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>164</b>	<b>292</b>	<b>391</b>	<b>490</b>
应付票据及账款	367	415	469	533	所得税	-33	-29	-39	-49
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>197</b>	<b>321</b>	<b>430</b>	<b>539</b>
合同负债	70	81	94	110	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	90	90	90	90	<b>归属母公司净利润</b>	<b>197</b>	<b>321</b>	<b>430</b>	<b>539</b>
其他流动负债	262	282	309	346	EPS (按最新股本摊薄)	0.46	0.74	0.99	1.24
流动负债合计	1,020	867	961	1,077					
长期借款	40	40	40	40					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	84	84	84	84					
非流动负债合计	124	124	124	124					
<b>负债合计</b>	<b>1,144</b>	<b>991</b>	<b>1,085</b>	<b>1,201</b>					
归属母公司所有者权益	3,262	3,505	3,870	4,344					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,262</b>	<b>3,505</b>	<b>3,870</b>	<b>4,344</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,406</b>	<b>4,496</b>	<b>4,955</b>	<b>5,545</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-48</b>	<b>341</b>	<b>440</b>	<b>555</b>
现金收益	256	393	512	642
存货影响	-111	-116	-106	-144
经营性应收影响	-42	43	2	6
经营性应付影响	42	48	54	64
其他影响	-195	-27	-21	-13
<b>投资活动现金流</b>	<b>-208</b>	<b>-227</b>	<b>-234</b>	<b>-245</b>
资本支出	-280	-219	-229	-240
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	71	-8	-5	-5
<b>融资活动现金流</b>	<b>-90</b>	<b>-280</b>	<b>-30</b>	<b>-34</b>
借款增加	-34	-231	0	0
股利及利息支付	-47	-72	-67	-67
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-9	22	38	33

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	14.7%	15.3%	16.0%	16.6%
EBIT 增长率	58.5%	100.7%	34.8%	29.1%
归母公司净利润增长率	38.5%	62.6%	33.9%	25.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	62.0%	62.8%	63.7%	64.7%
净利率	8.5%	12.0%	13.9%	15.0%
ROE	6.0%	9.2%	11.1%	12.4%
ROIC	4.3%	8.6%	10.3%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.0%	22.0%	21.9%	21.7%
流动比率	2.8	3.2	3.2	3.3
速动比率	2.0	2.2	2.2	2.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	40	40	36	35
存货周转天数	291	299	300	299
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.46	0.74	0.99	1.24
每股经营现金流	-0.11	0.79	1.02	1.28
每股净资产	7.54	8.10	8.94	10.04
<b>估值比率</b>				
P/E	62	38	28	23
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	39	24	19	15

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn