



Research and
Development Center

高端机型产品助盈利修复，新业务渐入收获期

—开立医疗(300633)公司深度报告

2026年4月22日

唐爱金
医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

相关研究

1. 业绩季度环比改善，盈利能力有望回升
2. 业绩短期承压，新品放量+招采回暖有望提振盈利能力
3. 业绩增长承压，静待下半年招采回暖

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

开立医疗(300633)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	28.10
52周内股价波动区间(元)	23.23~37.73
最近一月涨跌幅(%)	-19.6%
总股本(亿股)	4.33
流通A股比例(%)	61.93%
总市值(亿元)	122

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

高端产品助盈利修复，新业务渐入收获期

2026年04月22日

本期内容提要：

开立医疗为深耕超声、内窥镜等多产线的领先器械设备企业，公司战略定位高端严肃医疗设备产品，多年来持续发力投入新产品研发，2024-2025年公司的研发费用率分别为23.48%、21.47%，高于国内同行器械设备企业。我们认为历经2024年国内医疗机构招投降价及标终端需求疲弱大环境下，公司战略性投入外科硬镜、血管内超声等新业务导致的利润下滑已接近尾声，随着招标修复及公司设备AI应用升级性能、内窥镜高端机型HD650上量，外科硬镜和血管内超声销售渐渐规模，海外出口持续稳步增长，2026-2028年公司盈利能力有望持续修复，公司收入端有望持续15-20%稳健增长，净利率水平有望逐步修复至15-20%的水平。

超声业务：稳居国产第二，AI赋能产品力提升。 开立医疗深耕超声领域20余年，拥有较强的自主研发能力，在国产厂商市占率中稳居第二。开立重磅新品搭载凤眼 S-Fetus 5.0 系统的超高端智能妇产超声产品梦溪 P80 获得认证，逐渐进入放量阶段，以及 E11、X11、S80 多款高端产品，结合开立研发 C-Field⁺™ 天工智能平台，产品力提升，助力毛利率企稳，渐入稳健增长。

内窥镜软镜：国产第一，HD650 新机型下半年有望开始发力。 开立的内窥镜软镜市场市占率位列国产第一，产品持续升级换代，过去4年主要围绕核心产品 HD-550 打开进口替代及三级医疗机构的认可。搭载 iEndo 智慧平台的4K 软镜 HD-650 新品于2025年获证，预计2026年今年逐渐上量。AI 硬件算力全面提升，配以自研创新功能，推动图像质量再上一台阶，大幅提升检出率，维持未来3年的产品力竞争优势。我们认为新品发力有望助力内窥镜2026年增长加速，盈利能力提升。

微创外科硬镜：产品力优势有望助力2年内扭亏并渐入收获期。 凭借在消化内镜领域积累，公司在2019年推出第一款硬镜，2025年初4K 三维荧光内镜获证，加速进入商业化阶段，公司联手外科团队定制差异化影响竞争方案，抢占市场份额，2023-25年正快速爬坡，2026-27年有望扭亏并渐入收获期。

血管内超声-IVUS 业务：对应的耗材集采加速国产替代，助力产品上量

精准 PCI 成为发展趋势，IVUS 渗透率有大幅提升空间，国产替代空间广阔。公司自研业内收款超宽频 IVUS 设备，多项技术提供更清晰图像，新品2025年年初获证，提升易用性，产品性能不输外企品牌。较高价中标省级联盟集采，获得专家认可，在集采拉动下，IVUS 业务的销售额正大幅提升。

盈利预测及投资建议： 我们预计公司2026-2028年营业收入分别为26.87亿元、31.42亿元、36.59亿元，同比增速分别为16.4%、16.9%、16.5%，2026-2028年归母净利润为3.68亿元、4.87亿元、6.62亿元，同比分别增长86.3%、32.6%、35.8%，对应当前股价PE分别为33倍、25倍、18倍，给予“买入”投资评级。

◆**风险提示：** 研发风险；市场竞争风险；汇率波动风险；相关政策风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,014	2,309	2,687	3,142	3,659
增长率 YoY %	-5.0%	14.7%	16.4%	16.9%	16.5%
归属母公司净利润 (百万元)	142	197	368	487	662
增长率 YoY%	-68.7%	38.5%	86.3%	32.6%	35.8%
毛利率%	63.8%	62.0%	63.4%	63.9%	65.1%
净资产收益率ROE%	4.6%	6.0%	10.4%	12.5%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.46	0.85	1.13	1.53
市盈率 P/E(倍)	85.39	61.63	33.09	24.95	18.37
市净率 P/B(倍)	3.91	3.73	3.45	3.13	2.79

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 21 日收盘价

目 录

1. 开立医疗：国内影像类医疗设备领先厂家	8
1.1. 深耕超声设备 20 年，内镜设备多产品线领先器械设备企业	8
1.2. 管理层深耕产业多年，股权激励绑定助力发展提速	8
1.3. 2024-25 年终端需求疲软叠加战略投入新产品，业绩短期承压	9
1.4. 注重研发及高端产品力提升，研发占收入比例同行领先	12
2. 超声业务：开立居国产第二，AI 赋能助产品力提升	12
2.1. 公司 20 余年深耕超声业务，积累深厚技术，产品线齐全	12
2.2. AI 赋能超声智能化提升临床效率，拉开与同行产品力差距	15
2.3. 招采指标回暖，国债支持医疗设备更新政策利好需求复苏	16
2.4. AI 搭载高端超声推出，提升公司产品竞争力。	17
3. 内窥镜业务：软镜 HD650 高端产品正发力，硬镜业务渐入收获期	18
3.1. 内窥镜行业：2030 年全球市场规模约 400 亿美金，国内 600 亿人民币	18
3.1.1. 内窥镜总体为软镜和硬镜两大类，包含多个组件	18
3.1.2. 2030 年医用内窥镜全球市场规模约 400 亿美金，国内市场规模约 600 亿元	19
3.1.3. 国内内窥镜厂家较多，技术布局各有优劣势，外资领先	20
3.2. 内窥镜软镜：受益于消化道微创手术需求，国内市场外资占 8 成	21
3.2.1. 受益于消化疾病高发、早筛共识促软镜诊疗需求提升	21
3.2.2. 内窥镜软镜奥林巴斯等外资品种市占率超 80%	22
3.3. 开立软镜业务：HD650 升级产品竞争力，国产第一市占率持续提升	23
3.3.1. 公司内窥镜产品丰富，HD-650 开始发力进军高端市场	23
3.4. 外科硬镜：微创外科手术量快速增长，外科硬镜国内市场规模超 100 亿	26
3.4.1. 受益于微创外科手术量增长，中国硬镜市场规模约 100 亿	26
3.4.2. 国内硬镜外资品牌占比约 50%，国内进口替代潜力加速	26
3.5. 开立医疗微创外科硬镜业务：渐入收获期，2026 年有望减亏	27
3.5.1. 公司超 6 年技术积累推出性能优异产品	27
3.5.2. 多模态产品矩阵+“智荟”手术平台，构建独特综合临床解决方案	28
4. 业内首款超宽频 IVUS，海内外齐发力渐入收获期	29
4.1. IUVS（血管内超声）是精准介入的经标准，PCI 策略的关键	29
4.2. IUVS 市场渗透率提升，市场规模复合增速约 20%	31
4.3. 公司开发业内首款超宽频 IVUS，性能多方面优越	32
4.4. 与领先的海外代理商战略合作，推动 IUVS 海外市场拓展	33
5. 盈利预测与投资建议	34
6. 风险提示	36

表 目 录

表 1.	开立医疗实施的股权激励计划	9
表 2.	常见超声探头及其特点	14
表 3.	开立医疗超声探头产品分类	14
表 4.	内窥镜软镜、和内窥镜硬镜示意图	19
表 5.	不同公司外科硬件解决方案及其特点	29
表 6.	IVUS 导管省际联盟集中采购 60MHz 以下导管厂商和中标价格 (单位: 元)	33
表 7.	公司收入简要拆分及预测 (百万元)	34
表 8.	公司盈利预测情况 (2026E-2028E) 百万元	35
表 9.	可比公司估值	35

图 目 录

图 1.	开立医疗发展历程	8
图 2.	开立医疗的股权架构及子公司	9
图 3.	开立医疗 2018-2025 营业收入及同比增速	10
图 4.	开立医疗 2018-2025 归母净利润及同比增速	10
图 5.	公司近年的国内业务收入及国内收入占比趋势	10
图 6.	公司近年的海外收入及海外收入占比趋势	10
图 7.	2018-2025 开立医疗营业收入构成	10
图 8.	2018-2025 开立医疗各业务收入 (亿元)	10
图 9.	开立医疗 2018-2025 毛利率及净利率变化趋势	11
图 10.	开立医疗 2018-2025 国内外业务的毛利率变化趋势	11
图 11.	公司 2018-2025 的期间费用率变化趋势	11
图 12.	开立医疗近年来研发费用及同比增长情况	12
图 13.	开立医疗研发人员数量及同比增长	12
图 14.	国内典型医疗器械公司的研发费用率变化趋势	12
图 15.	开立医疗超声产品家族	13
图 16.	超声探头结构示意图	13
图 17.	超声成像原理简单示意	13
图 18.	近年全球超声设备市场规模变化趋势 (台/套)	15
图 19.	近年国内超声设备市场规模变化趋势 (台/套)	15
图 20.	2024 年中国超声市场市占率 (按销售额)	15
图 21.	心脏超声 AI 系统能准确自动抓取标准切面	16
图 22.	心脏超声 AI 系统能快速测量切面各项参数	16
图 23.	2024-01 至 2025-9 国内彩超销售额及销量变化	17
图 24.	高端妇科彩超 P80	17
图 25.	2025 年 H1 立医疗彩超不同型号销售额占比	18
图 26.	2022 年中国高端台式彩超市场竞争格局	18
图 27.	2022 年中国便携式彩超市场竞争格局	18
图 28.	内窥镜系统示意	19
图 29.	2017-2030E 全球医用内窥镜市场规模 (亿美元)	20
图 30.	2017-2030E 中国医用内窥镜市场规模 (亿元)	20
图 31.	国内已上市功能内窥镜的技术布局	20
图 32.	2022 年中国癌症新发病例 (前十)	22
图 33.	中国与部分发达国家上消化道内镜开展率 (1/10 万)	22
图 34.	中国与部分发达国家下消化道内镜开展率 (1/10 万)	22
图 35.	2022 年全国软式内窥镜主要品牌保有率	23
图 36.	2017-2022 全国软式内镜市场保有率	23
图 37.	开立医疗内镜诊疗产品布局	23
图 38.	聚谱成像提供更高对比度图像	24
图 39.	聚谱成像比普通白光能更好检出病灶	24
图 40.	HD-650 在核心模块获得全面提升	24
图 41.	iEndo 平台算力较上代产品提升	25
图 42.	iEndo 平台创新影像功能	25
图 43.	2022-2030E 中国微创外科手术量 (单位: 万台)	26
图 44.	2020-2024 中国硬镜市场规模	26
图 45.	2023 年-2024 年中国硬镜市场国产化率情况	27



图 46. 2024 年中国硬镜市场各品牌市场份额	27
图 47. 公司微创外科产品线及其特点	27
图 48. 内窥镜摄像系统×台式超声解决方案	28
图 49. 内窥镜摄像系统×便携式超声解决方案	28
图 50. 开立医疗“智荟”手术室	28
图 51. IVUS 成像简要示意	29
图 52. 2021 年全球主要国家和地区 PCI 渗透率对比（每百万人/台）	30
图 53. 2017-2030E 全球与中国经皮冠状动脉介入（PCI）手术量变化趋势（万台）	30
图 54. 2017-2030E 中国精准 PCI 市场规模趋势（单位：亿元）	31
图 55. 2021 主要国家和地区 IVUS 渗透率（IVUS/PCI）	31
图 56. 2018-2030E 中国 IVUS 市场规模变化趋势（亿元）	31
图 57. 2024 年中国 IVUS 产品市场竞争格局	32
图 58. 开立 V10 IVUS 设备和 TJ001 导管	32
图 59. 业聚医疗有卓越的研发、运营及商业化能力	33
图 60. 业聚医疗拥有全球销售网络	33

投资聚焦：

- 1. 内镜高端化叠加国产替代，成长空间明确。** 国内软镜市场长期被日系品牌（奥林巴斯、富士等）垄断，开立医疗作为国产龙头，2025 市场份额约 18%。随着其技术不断追赶并推出 HD-650 等高端平台，产品力已接近国际同行水平，性价比优势凸显。在医疗设备国产化的大趋势下，开立医疗有望持续抢占进口份额，尤其在高端三甲医院市场实现突破，这是未来 3-5 年重要的增长驱动力。
 - 2. 微创外科及心血管介入渐入收获期打开新增长曲线。** 开立医疗已从超声、内镜设备商，拓展为覆盖微创外科、心血管介入的平台型企业。这种布局带来了独特的“多镜联合”、“超腹联合”等术式解决方案，构筑了竞争壁垒。微创外科和血管内超声 IVUS 等新业务正处于快速增长的早期阶段，市场空间广阔。这些新业务的高速增长有望有效平滑单一产品线的周期波动，并为公司提供持续多年的增长动力。
 - 3. 全球化营销网络构筑海外增长基石。** 开立医疗已在全球近 170 个国家和地区建立了营销网络，海外收入是其重要组成部分。随着公司产品线全面迈向高端化（如高端超声 S80/P80 系列、高端内镜 HD-650），其在海外市场的竞争力不再局限于性价比，而是能够凭借技术实力进入发达国家市场。全球化布局不仅能贡献可观的收入增量，还能有效分散国内单一市场的政策风险（如集采），提升公司经营的稳健性和市场天花板。
-

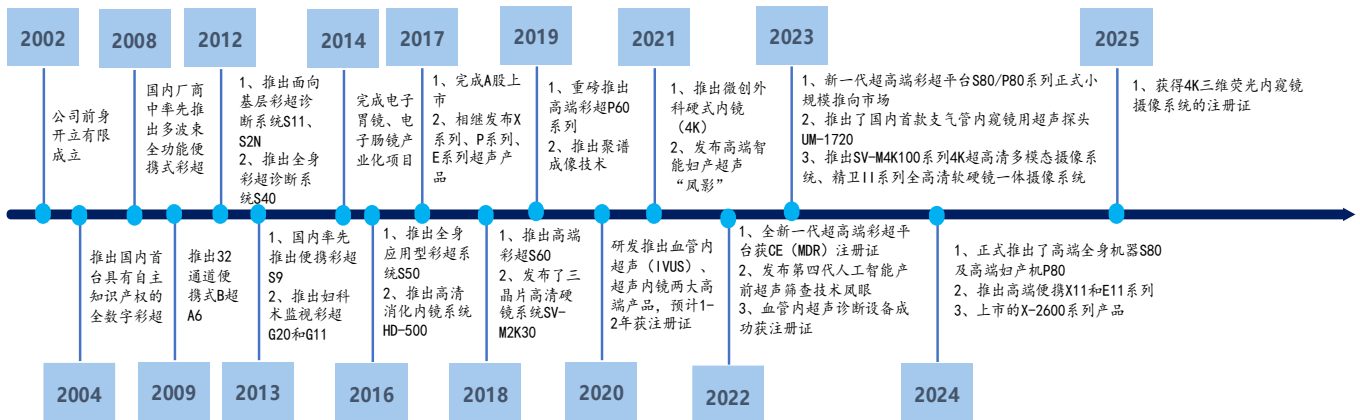
1. 开立医疗：国内影像类医疗设备领先厂家

1.1. 深耕超声设备 20 年，内镜设备多产品线领先器械设备企业

开立医疗成立于 2002 年，公司成立之初以超声业务为起点，于 2004 年推出中国首台具有自主知识产权的全数字彩超 SSI-1000，公司 2012 年开始布局电子内窥镜第二业务曲线，于 2016 年发布首台高清电子内镜 HD-500。

深耕超声产品线，形成覆盖各类需求产品形态。公司经过 20 余年持续研发，已形成超声临床解决方案较为全面的产品格局。**台式超声**在高端领域取得突破性进展，于 2024 年正式推出高端全身机 S80 和高端妇产机 P80，近年来不断推出覆盖高端、中高端、基础需求的台式超声设备。**便携式超声**领域，公司于 2024 年推出高端便携 X11 和 E11 系列，正式完成高、中、低端产业全面布局。**兽用超声**领域，2024 年发布了高端便携 ProPet X11 和 E11 系列，完成台式与便捷式兽用系列布局。

图1. 开立医疗发展历程

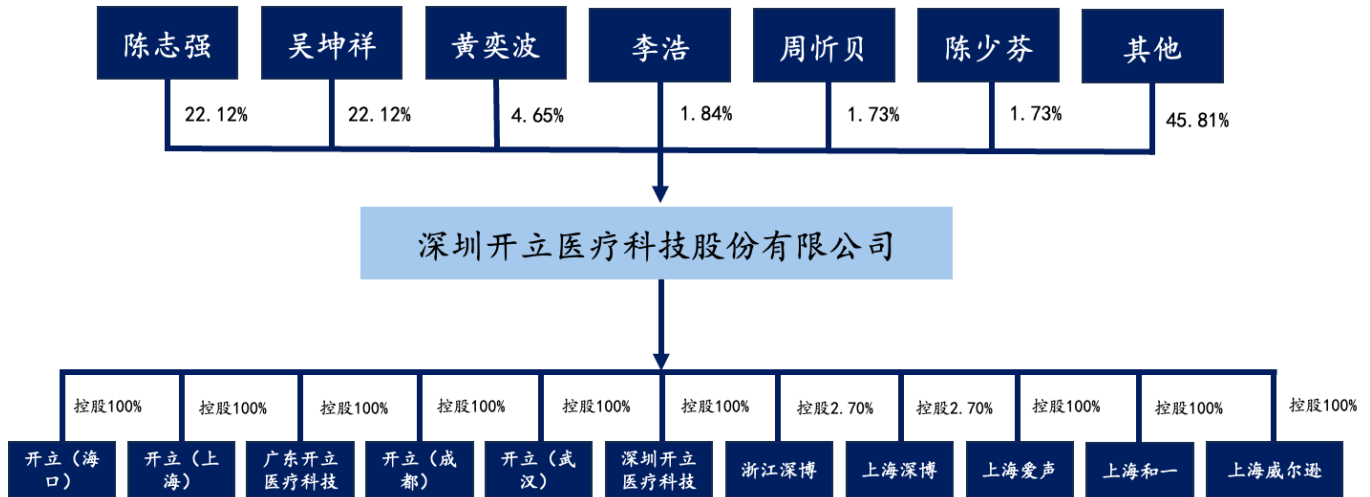


资料来源：公司官网，公司公告，东方财富网，信达证券研发中心

内镜等多产品线发展渐成气候，公司在初始超声设备基础上，不断拓展业务线，目前，其主要业务包括超声设备、消化与呼吸内镜、微创外科产品和心血管介入产品。**消化呼吸内镜领域**，推出 HD-580、X-2600 等内镜主机产品，全面覆盖软镜高、中、低端市场。**微创外科领域**，相继推出 SV-M4K30 超高清白光摄像系统、SV-M4K40 超高清近红外荧光摄像系统、SV-M4K100 系列 4K 超高清多模态摄像系统、精卫 II 系列一体化软硬镜摄像系统。公司于 2025 年 2 月获得 4K 三维荧光内窥镜摄像系统注册证，覆盖所有硬内窥镜摄像系统领域。**心血管介入领域**，上市 V-reader 系列血管内超声诊断设备和 SonoSound 系列一次性血管内超声诊断导管，满足多样化 IVUS 设备需求。产品线逐渐实现内科到“内科+外科”，诊断到“诊断+治疗”，设备到“设备+耗材”，初步形成多元产品线发展格局。

1.2. 管理层深耕产业多年，股权激励绑定助力发展提速

创始人掌舵战略稳定。截至 2025 年报，董事长陈志强与总经理吴坤祥各持有公司 22.12% 股份，合计控制 44.14% 股份，为公司的实际控制人和一致行动人。二人均为创始团队成员，能保障企业长期战略，彰显战略稳定。

图2. 开立医疗的股权架构及子公司


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心, 截止 2025 年年报

高管经验丰富, 拥有深厚产业积累。实际控制人陈志强与吴坤祥均为创始团队成员, 具有多年汕头超声工作经验, 且于产业中深耕多年, 拥有丰富的经验以及产业积累。同时公司高管多为创始之初加入公司, 有多年的设备领域、财会领域管理经验, 对行业有充足的理解。

持续推进多次股权激励, 绑定高管及核心员工利益与公司整体业绩同步。公司于 2019 年、2022 年、2023 年、2025 年陆续实施多次股权激励, 2025 年 9 月份推出新一期股权激励, 覆盖中高层管理人员及技术骨干超 100 人。同时发布股权期权覆盖 306 名员工, 彰显公司对 2025 年到 2027 年的增长信息。

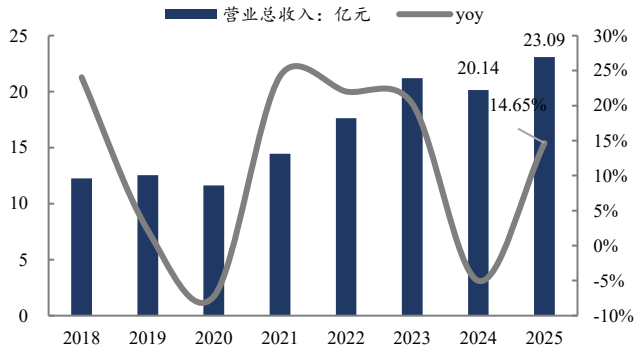
表1. 开立医疗实施的股权激励计划

时期	对象	激励计划	达标情况
2025-09	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	约191万股, 首个归属期要求以2024净利润为基数, 2025增长率不低于30%	进行中
2023-08	微创外科业务团队员工(包含外籍员工); 董事会认为应当激励的其他人员	约300万股股票, 设置每年外科大陆外或大陆收入下限	未达标
2022-01	部分高级管理人员; 中层管理人员; 技术骨干; 营销骨干; 董事会认为应当激励的其他人员	约700万股股票, 要求以2020为基数, 2023剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润增长率不低于60%; 或毛利润增长率不低于65%	达标并行权
2019-09	公司中层管理人员及核心技术(业务)人员	600万股股票, 要求年营业收入增长率不低于30%	未达标

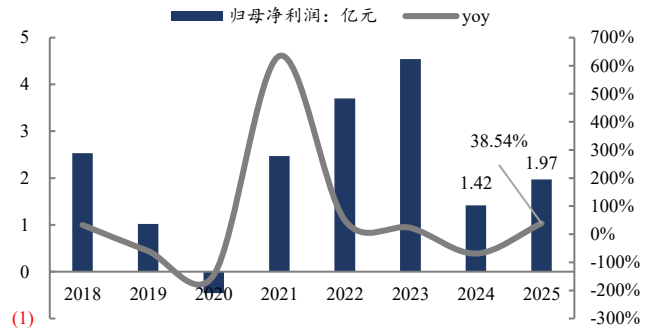
资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

1.3. 2024-25 年终端需求疲软叠加战略投入新产品, 业绩短期承压

2024 年开立医疗实现营业收入 20.14 亿元, 同比下滑 5.02%, 归母净利润为 1.42 亿, 同比下滑 68.67%。受国家医疗终端招采活动减少影响, 国内市场收入下降, 从 2023 年的 11.8 亿元下降至 2024 年的 10.4 亿, 同比下降 11.6%。2025 实现营业收入 23.09 亿元, 同比增长 14.65%, 2025 年公司归母净利润 1.97 亿, 同比增长 38.64%, 已开始修复企稳。

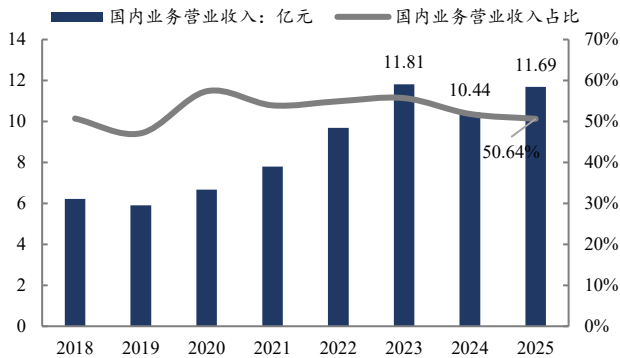
图3. 开立医疗 2018-2025 营业收入及同比增速


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

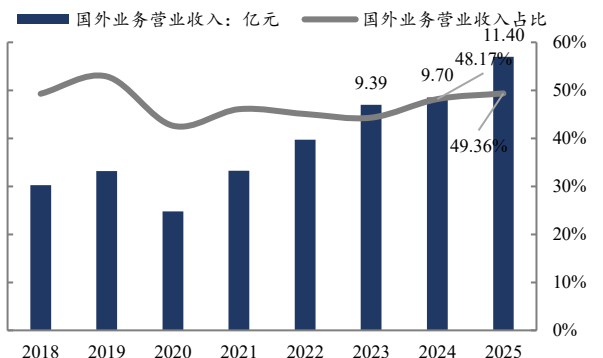
图4. 开立医疗 2018-2025 归母净利润及同比增速


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司业务国内外约各占五成，2024-2025 国内业务受反腐招采疲软，海外业务表现稳健。2024 年公司国内业务 10.44 亿元，同比下降 11.62%，海外业务实现营业收入 9.70 亿元，同比增长 3.27%，收入占比 48.2%，同比提升 3.87pp。2025 国内业务 11.69 亿，同比增长 11.97%，而海外业务 11.40 亿元，同比增长 17.5%。

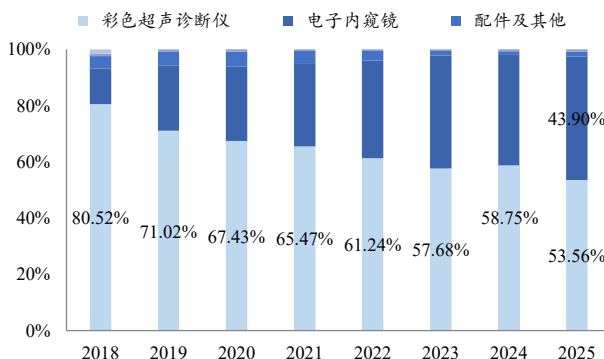
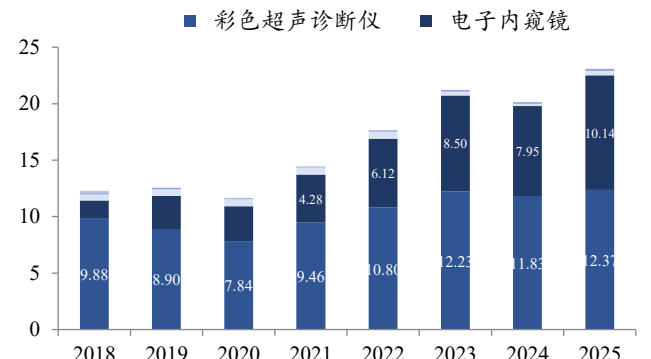
图5. 公司近年的国内业务收入及国内收入占比趋势


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图6. 公司近年的海外收入及海外收入占比趋势


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

内窥镜收入占比持续提升，2025 年占比超四成。分业务来看，公司以彩超诊断仪销售、内窥镜为主要业务，公司 2024 年主营收入构成跟 2023 年基本保持稳定，2024 年彩超占主营收入 58.75%，占据核心地位，内窥镜收入占比持续提升，从 2018 年的 12.5% 提升至 2025 年的 43.9%，为 10.14 亿。

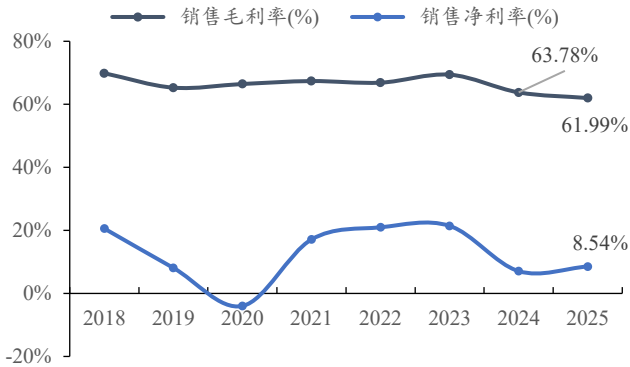
图7. 2018-2025 开立医疗营业收入构成

图8. 2018-2025 开立医疗各业务收入 (亿元)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

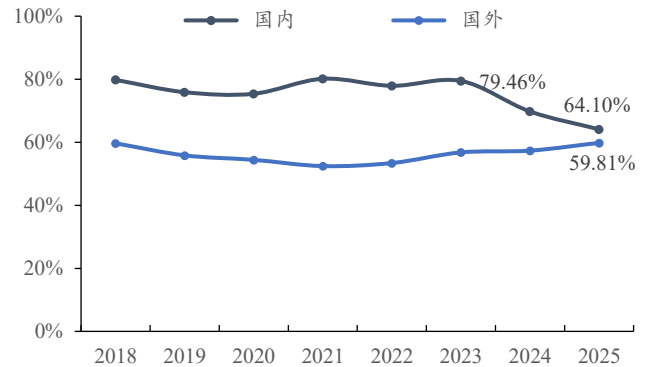
2024 年公司整体综合毛利率为 63.78%，同比下降 5.63pp。主要是高毛利率的国内收入占比下降；而国内超声业务招标集采降价背景下，使国内业务的毛利率下降，从 2023 年的 79.5%降低至 2025 年的 64.1%，海外业务毛利率保持相对稳定。

图9. 开立医疗 2018-2025 毛利率及净利率变化趋势



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

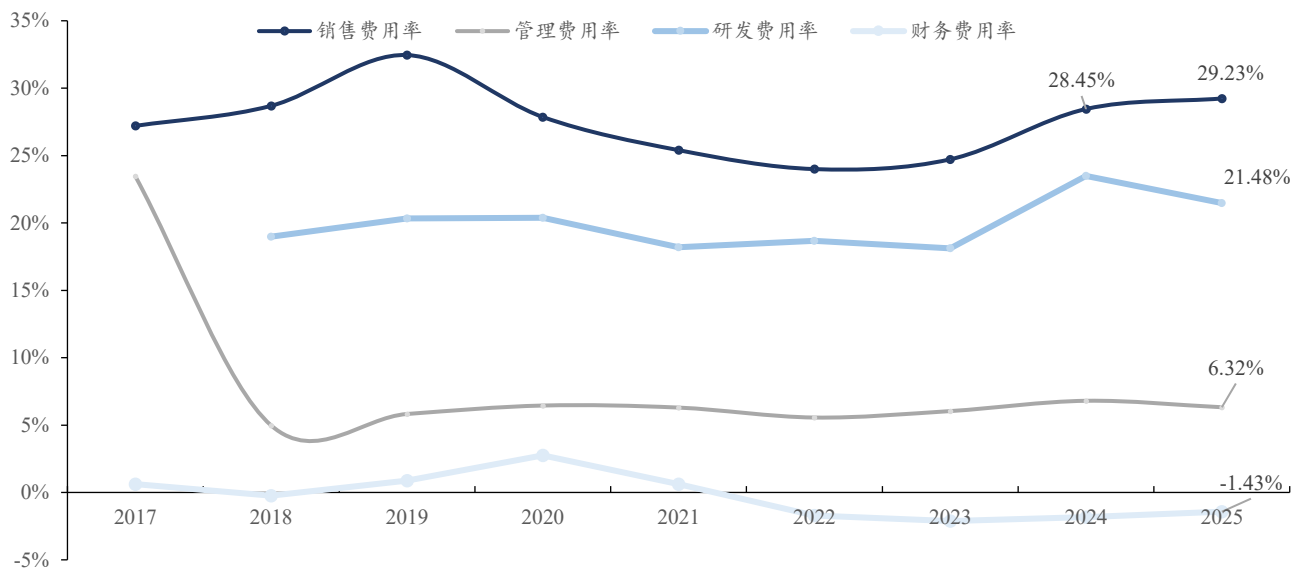
图10. 开立医疗 2018-2025 国内外业务的毛利率变化趋势



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司在收入下滑的背景下，逆势战略性投入外科硬镜和血管内超声等新业务，加大研发及销售力度，销售及研发费用增长，费用率提升。2024 年公司销售费用率 28.45%，同比提升 3.72pp；管理费用率 6.81%，同比提升 0.76pp；研发费用率 23.48%，同比提升 5.36pp。受毛利率下降与费用率提升，公司 2024 年净利率 7.07%，同比下降 14.36pp，导致归母净利润出现大额下降。2025 年公司净利率 8.54%，同比提升 1.47 个百分点。

图11. 公司 2018-2025 的期间费用率变化趋势



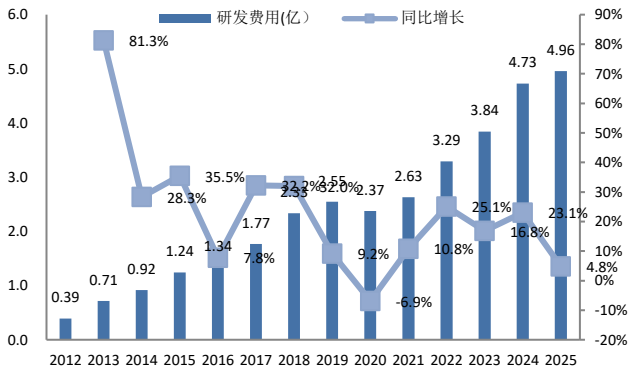
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司 2024-25 年加大研发及销售投入的外科硬镜及心血管 IUVS 新业务尚处于培育期，新业务短期亏损，我们预计随着新品规模上量，盈利能力有望逐步修复提升。我们认为随着招采指标逐渐回暖，且公司内窥镜软镜 HD650 及高端超声占比提升，及外科硬镜和 IUVS 新产品规模效应，2026 毛利率有望在现有基础上逐步修复。

1.4. 注重研发及高端产品力提升，研发占收入比例同行领先

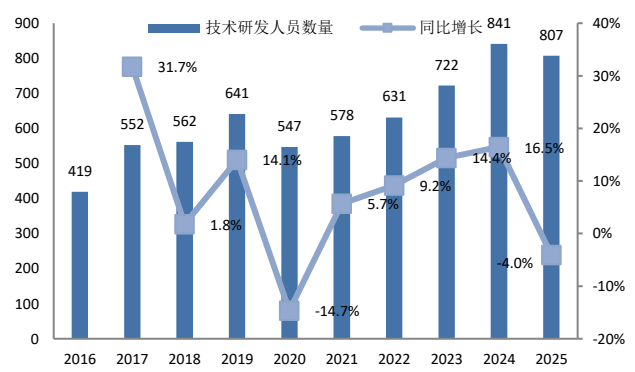
为保障公司产品竞争力，公司持续保持高研发投入，2025 年研发费用 4.96 亿，同比增长 4.83%，较 2020 年 2.37 亿增多近一倍。公司 2025 年研发技术人员数量达到 807 人，较 2020 年增多 260 人。

图12. 开立医疗近年来研发费用及同比增长情况



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

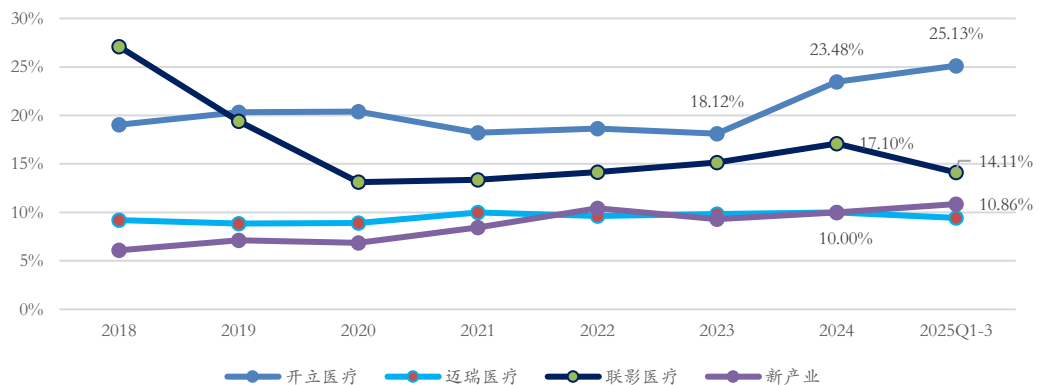
图13. 开立医疗研发人员数量及同比增长



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

基于开立医疗战略性投入新产品研发，与国内同行医疗设备企业相比公司研发费用率持续居高位，2024 年及 2025 年前三季度公司的研发费用率分别达 23.48%、25.13%，开立医疗的研发费用率高于国内同类型设备企业。

图14. 国内典型医疗器械公司的研发费用率变化趋势



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

2. 超声业务：开立居国产第二，AI 赋能助产品力提升

超声作为四大医疗影像之一，其工作原理是通过向人体发射高频声波，并接收其在不同组织界面反射的回声，再由计算机处理这些信号以生成内部器官的实时图像。相比于 MRI、CT、X 光机，超声具有无辐射、操作简便、安全系数高、实时扫查、检查结果快、安全系数高等优点，在各终端医疗机构中装机量巨大。

2.1. 公司 20 余年深耕超声业务，积累深厚技术，产品线齐全

20 年深厚技术积累，超声产品线齐全，覆盖各类应用场景。开立医疗在超声行业深耕 20 余年，于 2004 年推出中国首台具有自主知识产权的全数字彩超，从黑白超声中脱颖而出，

后续逐渐推出各个系列超声产品，S40、S50、S9 等型号涵盖全身、便携应用需求。在 2018 年推出高端彩超 S60，搭载 AI 智能识别诊断，2019 年推出 P60 系列高端妇科彩超，2021 年公司彩超 X5 作为首台国产医学影像设备入驻天和核心舱，发挥重要作用，新一代高端彩超 P80/S80 也在 2023 年开始逐渐走向市场。目前公司拥有多项在同业内处于领先地位的彩超核心技术，研发的超声产品在形态上也已经覆盖台式、便携、笔记本，能满足中高低端用户需求，在临床中支持全身、妇用以及介入等领域的需求，为医疗终端提供全方位解决方案，覆盖了广阔市场。

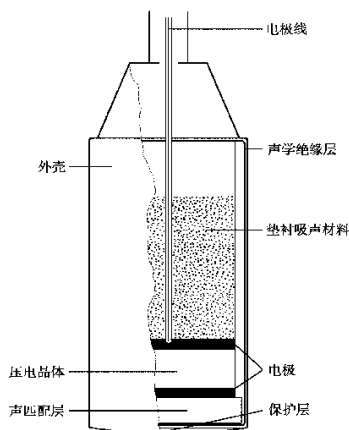
图15. 开立医疗超声产品家族



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

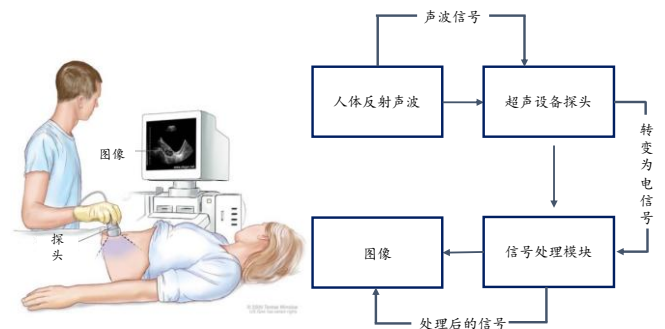
探头是超声成像过程中的核心技术。在超声成像过程中，探头承担电能与声能的双向转换的功能，其性能直接决定成像质量。探头由多个核心部件组成，各部分协同工作以实现高效的能量转换。其中最为核心的压电晶体，在发射阶段受电激励产生机械振动，生成超声波束，通过匹配层进入人体，遇到不同组织界面时发生反射。在接收阶段则能将反射声波重新转换为电信号，经主机分析后生成图像。探头是保证超声图像清晰度的关键，直接决定了图像的性质已经超声设备整体的性能。

图16. 超声探头结构示意图



资料来源：中国超声医学公众号，信达证券研发中心

图17. 超声成像原理简单示意







资料来源：Terese Winslow, NIH，信达证券研发中心

探头是区分不同级别超声的关键。超声设备高端与低端之间的差别主要在于最终成像质量。超声探头作为成像过程的核心，其性能对最终成像的水平有显著影响。高端超声通常搭载特殊的高端探头，能提供优质图像分辨率、更高的探头敏感度，还搭载了弹性成像等

先进功能，能为医生提供可靠的诊断依据。

超声探头类型多样，适应多种临床需求。按照不同的分类方式，超声探头可被分为多种种类。如按扫描方式不同可分为凸阵、相控阵、线阵探头等，按频率分有单频、多频和宽频探头，按压电晶体数目则可分为单晶、双晶和多晶探头。

表2. 常见超声探头及其特点

类别	凸阵探头	相控阵探头	线阵探头	腔内探头
图示				
主要频率	2.0-5.0MHz	1.5MHz-4.5MHz	5.0MHz-16.0MHz	——
成像深度	距皮30cm以内	距皮35cm以内	距皮6cm以内	——
特点	探头面是凸面，成像视野呈扇形。频率相对较低，穿透力高。应用广泛，常应用于腹部、妇产等相对部位较深的脏器	探头面是平面，接触面小，可以在肋间扫描。近场视野最小，远场视野大，成像视野呈扇形，适用于心脏。	探头面为平面，接触面大，但穿透力相对较低，适用于浅表的血管、小器官、肌骨等检查	可以将声探头置入人体的自然腔道内进行检查，用于妇科或男科检查。可以检测位置较深的器官，不受另外器官影响

资料来源：中国超声医学公众号，掌上Eye世界公众号，信达证券研发中心

开立自主研发能力突出，探头领域国内领先。在国产超声设备厂商中探头类型最为丰富，拥有多种探头类型，且均为自主研发，在临床应用中能覆盖各器官检查需求。公司自研的探头拥有高密度、高灵敏度、超宽频等技术特点，能够实现更精准的临床诊断。相较于传统的压电陶瓷探头，单晶体探头能通过优化晶片结构和信号处理算法，显著提升图像分辨率和穿透力，在深部组织成像中表现尤其突出。开立自主研发包含单晶体凸阵探头、单晶体线阵探头在内的多款单晶体探头，在相关领域处于国际领先地位。

表3. 开立医疗超声探头产品分类

类别	产品线			
凸阵探头	 腹部探头 3C-A C353 C542	 妇产科探头 VC6-2 6V1 VE9-5	 泌尿科探头 EC9-5 BCC9-5 BCL10-5	
相控阵探头	 体表心脏探头 4P-A 5P2 C613	 介入心脏探头 MPTEE MPTEE mini		
线阵探头	 小器官及血管探头 L742 L752 10L-I			
单晶体探头	 单晶体凸阵探头	 单晶体线阵探头	 单晶体相控阵探头	

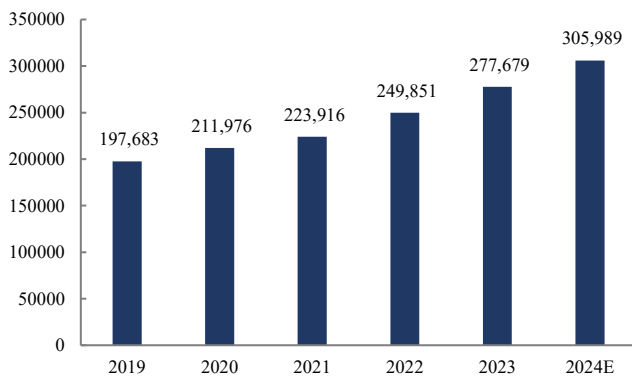
资料来源：开立医疗招股意向书，开立医疗公司官网，信达证券研发中心

持续研发更新，构筑产品竞争力。开立医疗在超声探头领域持续创新自主研发，获得多款相关的专利，保障未来产品竞争力。近期开立获批的专利包括：压力检测与应变成像技术，将传感器集成于探头，通过检测施加压力与组织应变关系，实现剪切模量定量分析，能有效提升探头检测结果准确性；多频段融合成像技术，微探头具备多个工作频率，提高了超

声微探头的频率可选性，且支持多频段阵元切换，可实现单频成像与多频融合成像，提升复杂组织的分辨能力；磁吸式探头固定技术，利用磁吸固定设计，简化探头安装流程，兼容多种类型探头，提高设备通用性。

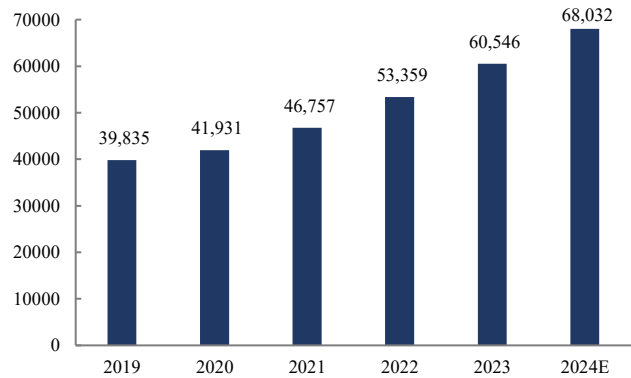
全球超声市场稳健增长，国内预计约 6-7 万台/套。根据 Signify Research 统计数据显示，2019 年全球超声医学影像设备市场规模为 197,683 台/套，到 2024 年增加至 305,989 台/套，年复合增长率为 9.13%。中国超声市场 2019 年规模为 39,835 台/套，到 2024 年增加至 68,032 台/套，年复合增长率为 11.30%。中国的超声行业起步晚，但经过多年的持续快速发展，国产彩超已经满足各类医疗机构日常诊疗需求，行业发展急速升温，预计在未来几年我国超声市场仍会保持稳健增长。

图18. 近年全球超声设备市场规模变化趋势（台/套）



资料来源：汕头超声招股说明书，信达证券研发中心

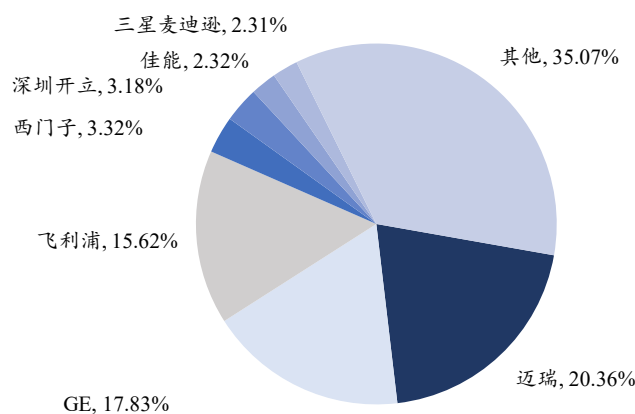
图19. 近年国内超声设备市场规模变化趋势（台/套）



资料来源：汕头超声招股说明书，信达证券研发中心

国产厂商市占率第二，全球市场第十。开立医疗超声产品全面覆盖市场需求，拥有一定的市占率。根据高端医械院数据中心显示，按销售额计算，2024 年中国超声市场中，迈瑞以 20.36% 占据第一；GE、飞利浦、西门子三家外国厂商份额在其后，开立医疗以 3.18% 位列第五，在国产厂商中市占率排名第二。

图20. 2024 年中国超声市场市占率（按销售额）



资料来源：高端医械院数据中心，信达证券研发中心

2.2. AI 赋能超声智能化提升临床效率，拉开与同行产品力差距

开立医疗在 AI 研发领域已经积累近 10 年的深厚经验，并始终坚持从临床实际需求出发，以设备为基础，通过 AI 技术赋能，能减轻医生重复性劳动，降低误诊、漏诊风险，提升

临床诊断效率。开立在数据、算法、算力这三大 AI 核心要素上形成独特优势，凭借多中心、高质量、规范的数据积累，结合医学专家的专业知识，针对临床痛点各个击破，逐步构建起完善的 AI 辅助诊断体系。

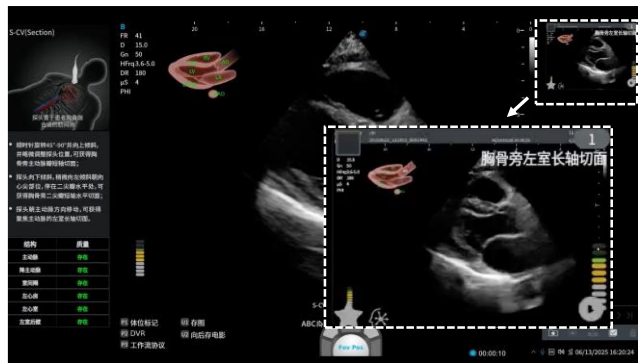
以临床应用为导向，依场景推动超声 AI 研发。开立 AI 按临床场景推进了多领域超声解决方案，处理包括超声动态二维、三维、四维容积影像，灵活调用 CPU 和 iGPU 的资源，大幅提升了超声产品性能。开立在 2019 年发布了行业内首个实时产科 AI 凤眼 TMS-Fetus，基于此顺利完成肌骨标准切面与小结构识别，并将肌骨智能产品化。将进一步聚焦临床需求，实现从“辅助判读”到“全域超声 AI 辅助”再到“端到端综合性诊疗服务”的跨越，加速 AI 产品临床落地。

国内产前超声人工智能首证，引领医疗智能化。公司 AI 研发在 2024 年实现重大突破，自主研发的凤眼 S-Fetus 完成临床验证，在 2025 年初获得国内首个产前超声人工智能医疗器械证。该系统是首个做到“全流程、全场景产筛智能化”，也是全球首个实现基于动态图像对标准切面自动抓取的人工智能技术，能够覆盖 30+ 智能切面识别，一键快速获取 13 个项目的自动智能测量，通过标准化、规范化的切面抓取，做一次检查减少了近 70% 的按键次数，检查时间节省 50%，同时有效解决了漏图、错图等常见问题，极高的提升了检查效率。在全球范围内树立了超声智能化典范，奠定开立在医疗智能化领域的领先地位，拉开与同行厂商间产品力的差距。

结合实际需求，AI 精准赋能。《健康中国》战略背景推动下，针对中国肝包虫诊断难题，开立医疗作为技术支持单位，与中国人民解放军总医院第五医学中心联合开展项目，研发出超声肝脏图像识别 DCNN 模型，整合了 6000 多例患者病例、9000 多幅超声图像，通过大量数据与算法实验，精准找到影响肝包虫病诊断的关键因素，将诊断准确率提升至 90% 以上，为低年资和中年资医生提供了 AI 赋能。相关研究成果成功在国际权威期刊 The Lancet Digital Health 发表，彰显强大 AI 自主研发能力。

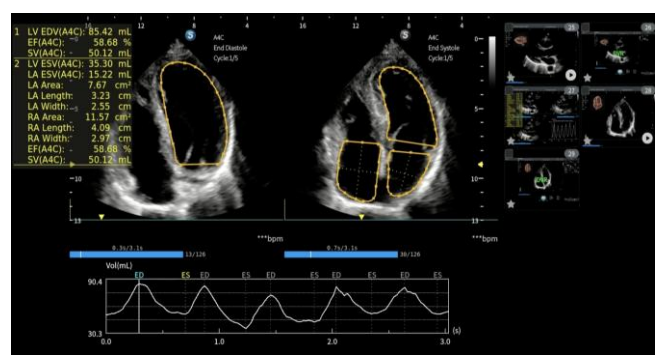
联合研究团队，支持 AI 研发持续推进。在 AI 赋能超声领域，心脏超声由于其结构动态复杂、操作依赖性强、结果较难保持一致等原因，不仅要捕捉每一个关键时相，还要理解其之间的逻辑关系，对算法提出了很高的要求。开立医疗为武汉大学研究团队提供技术支持，联合多家医院，利用 2400 多病例进行模型训练，成功实现毫秒级心脏运动相位识别，且将复杂机构分割准确率提升至 95% 以上。系统能做到准确并自动抓取标准切面，并继续对标准切面各项参数进行快速精准测量，能在数秒内完成心功能评估，节省大量时间。

图21. 心脏超声 AI 系统能准确自动抓取标准切面



资料来源：开立超声公众号，信达证券研发中心

图22. 心脏超声 AI 系统能快速测量切面各项参数

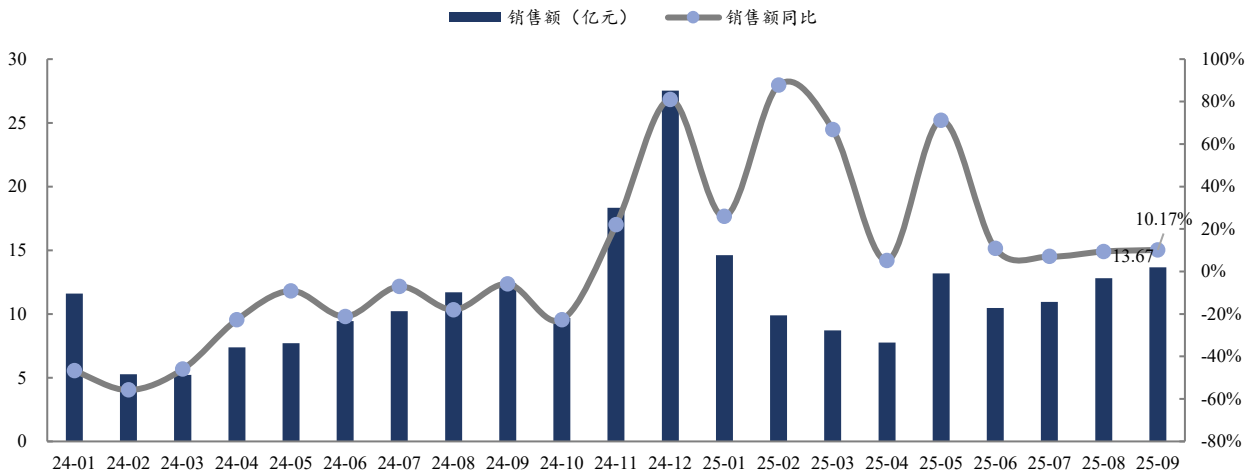


资料来源：开立超声公众号，信达证券研发中心

2.3. 招采指标回暖，国债支持医疗设备更新政策利好需求复苏

2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确支持医学影像、放射治疗、手术机器人等设备更新。2024Q4招采活动开始复苏，根据高端医械院数据中心，2024Q4国内超声市场总销额同比增长29.87%，环比增长61.90%。

图23. 2024-01至2025-9国内彩超销售额及销量变化


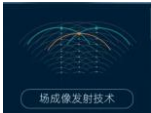







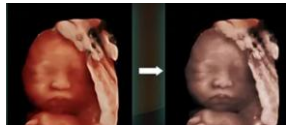

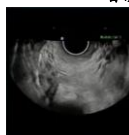
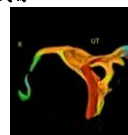


资料来源：高端医械院数据中心，信达证券研发中心

2.4. AI 搭载高端超声推出，提升公司产品竞争力。

公司在2024年正式推出了**高端全身机器 S80**，搭载全新 C-Field™ 天工智能平台，并采用独家 XPU 混合硬件结构，将超声图像分辨率提升 30%。同年发布的**高端妇产机 P80**搭载了凤眼 S-Fetus 5.0 系统走在行业前列，显著提升检查效率。在便捷超声方面，开立在2024年推出新一代便捷超声双子星 **X11 系列** 以及 **E11 系列**，分别作为国内首款高端智能全域笔记本超声和国内首款高端智能床旁笔记本超声，均搭载 C-Field™ 天工智能平台，运算能力得到 10 倍提升，数据处理能力提升 8 倍，做到智能数据、图像、交互处理，全面提升使用效率，同时也正式完成市场全面布局。

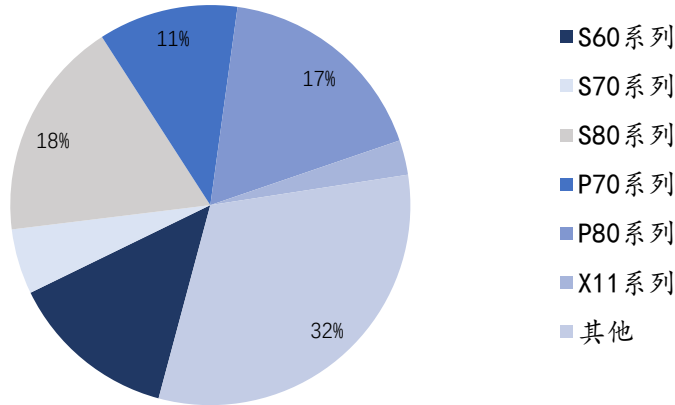
图24. 高端妇科彩超 P80

	精准成像  场成像发射技术 实现大孔径强聚焦，从最前端提升信噪比及穿透力	 自适应聚合重建技术 对场发射得到的子图像进行自适应聚合重建，获取更精准、更高分辨率图像。	 高清微米成像	 高帧率血流成像	 凤眼 S-Fetus 5.0 3D/4D 多光源成像		
	智能算力平台 合力英特尔 oneAPI，打造智能算力平台，根据任务灵活调度算力，最大限度提升平台速度，助力释放 AI 超能力	 智能生态架构 从前段信号处理到实时图像处理，再到用户交互，三个维度打造全新“天工”智能生态	 脐带 3D 琉璃成像	 容颜成像	 骨盆自动测量	 软泡自动计数及测量	 炫彩成像

资料来源：开立超声公众号，信达证券研发中心

2025 年高端产品放量，有望带来销售及盈利能力提升。2025 年公司高端产品开始放量推出，增强公司在高端产品领域布局，发力高端市场。

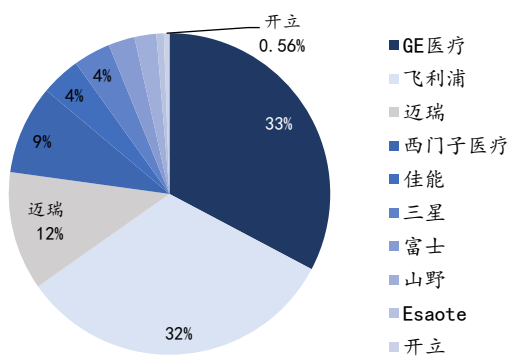
图25. 2025 年 H1 立医疗彩超不同型号销售额占比



资料来源：高端医械院数据中心，信达证券研发中心

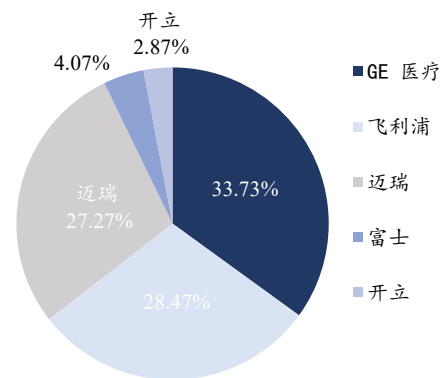
中低端设备更新、扩张，高端国产替代可期。中国的医疗影像行业起步较晚，目前的国产替代主要集中在中低端市场，而在高端市场仍以进口品牌设备为主，在 2022 年，中国台式彩超高端市场国产化率仅 12.40%，便携式彩超国产化率达到 30.14%，均明显低于中低端市场的国产化率。当前市场推进在中低端市场主要集中在设备的更新以及规模扩张中。而国内高端超声市场国产替代率仍较低，随着开立推出高端超声产品完成布局并开始放量，有望在高端领域进行国产替代。

图26. 2022 年中国高端台式彩超市场竞争格局



资料来源：器械之家，信达证券研发中心

图27. 2022 年中国便携式彩超市场竞争格局



资料来源：器械之家，信达证券研发中心

3. 内窥镜业务：软镜 HD650 高端产品正发力，硬镜业务渐入收获期


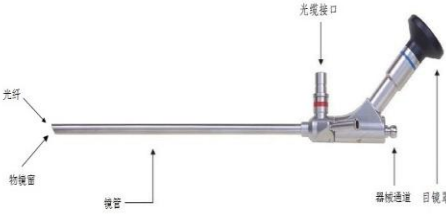
3.1. 内窥镜行业：2030 年全球市场规模约 400 亿美金,国内 600 亿人民币

3.1.1. 内窥镜总体为软镜和硬镜两大类，包含多个组件

构造精密，可分为软硬镜两大类。内窥镜是一种集图像传感器、光学镜头、照明光源与精

窥镜体装置于一体的专业医疗设备。依据其镜体构造的物理特性，可分为硬管与软性两大类。硬管内窥镜镜体不可弯曲，在临床中主要通过外科手术切口进入人体。软性内窥镜具备可弯曲的柔性镜体，通常经由人体自然腔道深入并进行检查。由于软性内窥镜的镜体更长、光电信号传输距离远、插入部直径有限但功能集成度高，因此对其设计、工艺及制造技术均提出了更为严苛的要求，构成了显著的技术壁垒。

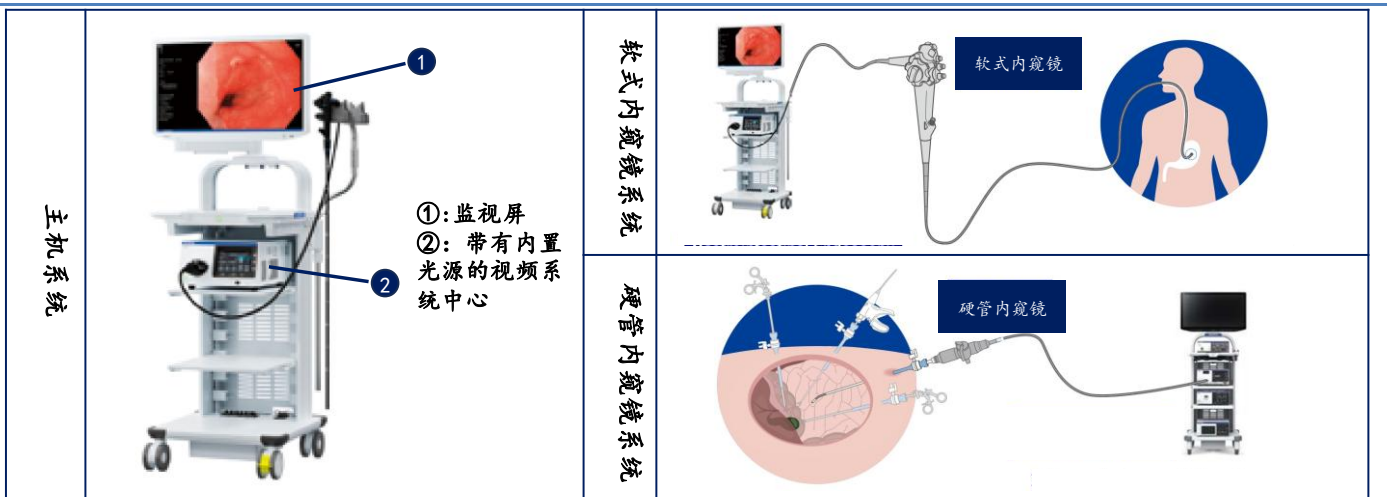
表4. 内窥镜软镜、和內窥镜硬鏡示意图

种类	结构示意图	用途	主要类别
软镜		通过人体自然腔道进入消化道，对预期区域或部位进行照明并于体外成像以供观察和诊断，结合手术器械可进行内镜手术和治疗	上消化道内镜、下消化道内镜、十二指肠镜
硬镜		手术时，将内窥镜的工作部分插入人体中，通过光缆接口连接冷光源提供照明，并通过目镜或目镜外接摄像系统用于放大成像，来观察图像	腹腔内窥镜、关节内窥镜、椎间盘内窥镜、胸腔内窥镜

资料来源：硬性光学内窥镜注册技术审查指导原则，国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心，信达证券研发中心

完整内窥镜系统包含镜体、主机等多个部件。一套完整的内窥镜成像系统包含了由显示屏、光源、视频系统中心组成的主机以及类型不同的镜体。其中，视频系统中心可以将来自内窥镜的电信号转化为视频信号，以便在显示屏上显示。

图28. 内窥镜系统示意



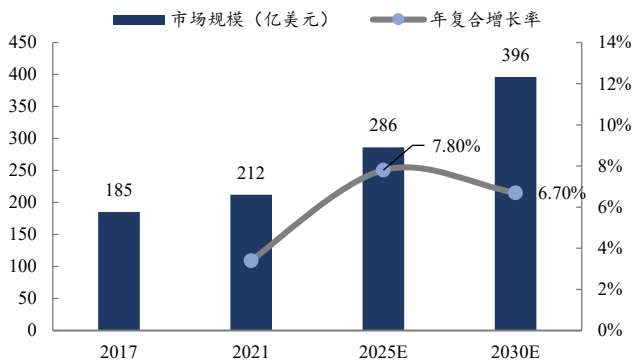
资料来源：奥林巴斯公告，信达证券研发中心

3.1.2. 2030年医用内窥镜全球市场规模约400亿美金，国内市场规模约600亿元

近些年来，全球内窥镜市场是医疗器械市场增长最快的板块之一。根据弗若斯特沙利文的估计，全球医用内窥镜市场规模有望在2025年达到286亿美元，并以6.7%的复合增长率

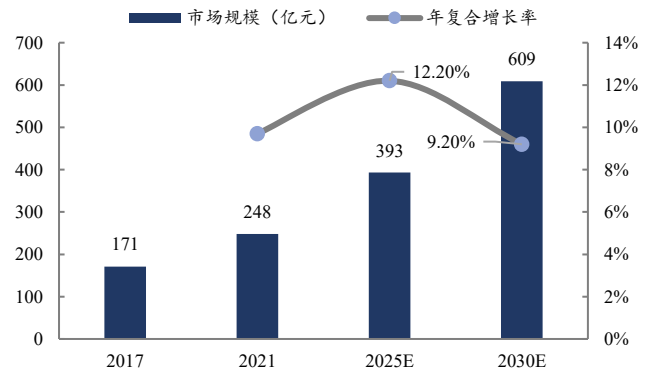
增长至 2030 年的 396 亿美元。中国的医用内窥镜市场受到市场的需求以及内镜制造技术发展的双轮驱动，已进入快速发展阶段，增速快于全球。2021 年，中国医疗内窥镜市场规模达到 248 亿元，并以 12.2% 的复合增长率增长至 2025 年的 393 亿元，后续有望以 9.2% 的增长率增长，到 2030 年达 609 亿人民币市场规模。

图29. 2017-2030E 全球医用内窥镜市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图30. 2017-2030E 中国医用内窥镜市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

3.1.3. 国内内窥镜厂家较多，技术布局各有优劣势，外资领先

从我国内窥镜的市场格局来看，外资厂商以其先进的制造加工能力、领先的创新工艺水平、完备的产品系列矩阵及强大的品牌效应仍占据我国内窥镜主导地位，尤其在三甲医院等中高端应用场景。在软镜领域，代表性的国产厂商如深圳开立、上海澳华。在硬镜领域，国产替代步伐提速明显，国产品牌欧谱曼迪、诺源医疗、康基医疗、新光维、海泰新光、迈瑞等企业陆续实现技术突破。

图31. 国内已上市功能内窥镜的技术布局

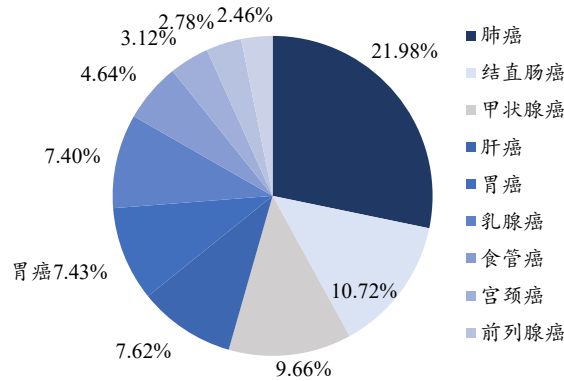
进口或国产	公司	国内相关上市产品的技术布局				
		4K	荧光	3D	4K 荧光 复合型	4K 3D 荧光 复合型
进口厂商	奥林巴斯 (Olympus)					
	卡尔史托斯 (Karl Storz)					
	德国狼牌 (Richard Wolf)					
	诺瓦达克 (Novadaq)					
	康美 (ConMed)					
	贝朗医疗 (Braun)					
	施乐辉 (Smith & Nephew)					
	韩国盛泰 (Sometch)					
	德国雪力 (Schoelly)					
	艾克松 (XION GmbH)					
	史赛克 (Stryker)					
	欧谱曼迪					
	诺源医疗					
	康基医疗					
国产厂商	澳华内镜					
	沈大内镜					
	海泰新光					
	显微智能					
	新光维					
	迈瑞医疗					
	开立医疗					
	图格医疗					
	国科美润达					
	神舟医疗					
速瑞医疗						

资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

3.2. 内窥镜软镜：受益于消化道微创手术需求，国内市场外资占 8 成

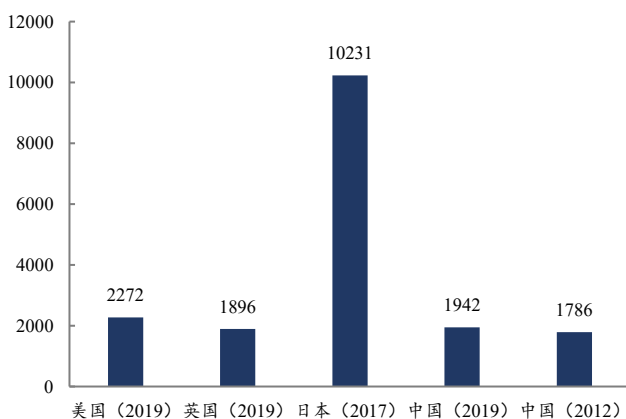
3.2.1. 受益于消化疾病高发、早筛共识促软镜诊疗需求提升

消化系统疾病高发，软镜是早筛消化道癌症的“金标准”。由于饮食习惯等原因，中国是消化系统疾病的高发地区，胃癌、食管癌、结直肠癌、胰腺癌等消化道系统癌症在中国发病率前十的癌症中占比大。根据国家癌症中心统计，2022 年中国新发癌症病例中，结直肠癌、胃癌、食管癌总新发人数为 109.98 万人，占所有癌症病例 22.8%。这之中胃癌新发 35.9 万例，占全球胃癌总数 7.43%。这些消化系统恶性肿瘤具有发展进程缓慢、早筛窗口期长的特点，而软镜可以直接观察消化道病变，且配合手术器械可进行病理活检，是消化道癌症早筛的“金标准”。

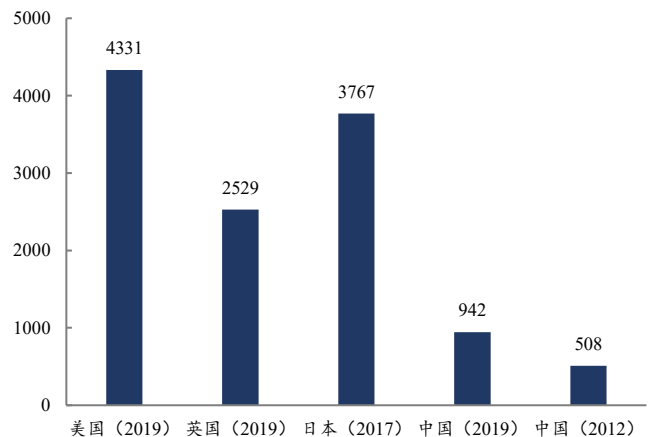
图32. 2022 年中国癌症新发病例（前十）


资料来源: Bingfeng Han 等在 sciencedirect 的《Cancer incidence and mortality in China, 2022》, 信达证券研发中心

癌症早筛成为共识，释放软镜需求。针对消化系统恶性肿瘤，行业共识是通过推行消化道筛查，早发现、早治疗，能够显著提升生存率。根据 2022 年出台的中国胃癌筛查与早诊早治指南，中国在 2003-2015 年间的胃癌 5 年生存率从 27.4% 升至 35.1%，但却仍远远低于日本的 80.1%，这正是由于早期筛查率之间的差距造成的。通过消化道内镜开展率可以发现，中国的上、下消化道内镜开展率与日本都存在着不小的差距。2018 年，“国家消化道肿瘤筛查及早诊早治计划”正式启动，目标在之后每年筛查 1000 万至 2000 万人，并依托此在 2030 年前将胃肠道早癌诊断率提升至 20%，胃癌 5 年生存率提升至 50%，随着筛查数量的增加，软镜的需求将不断释放，促进市场发展。

图33. 中国与部分发达国家上消化道内镜开展率（1/10 万）


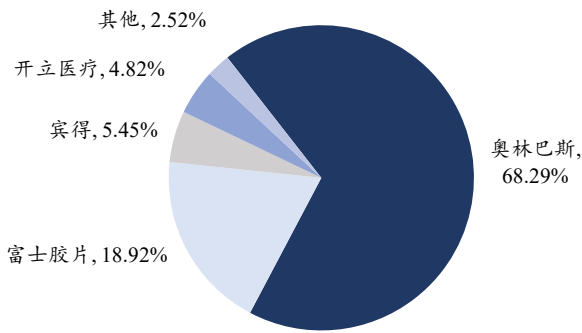
资料来源: 2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告, 澳华内镜公司公告, 信达证券研发中心

图34. 中国与部分发达国家下消化道内镜开展率（1/10 万）


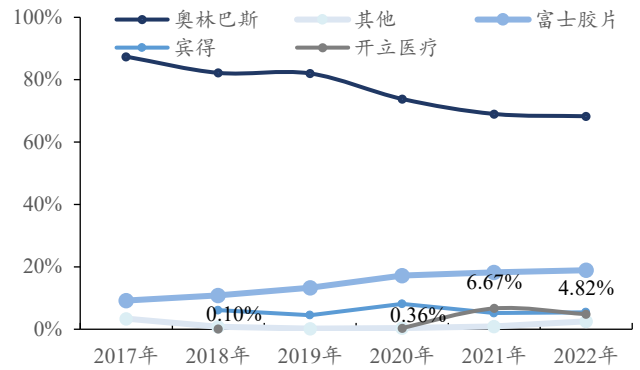
资料来源: 2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告, 澳华内镜公司公告, 信达证券研发中心

3.2.2. 内窥镜软镜奥林巴斯等外资品种市占率超 80%

国产软镜份额提高，进口替代逐渐形成。凭借技术及渠道等优势，国内的医疗软镜市场长期被奥林巴斯、富士胶片和宾得三家日本企业垄断，其中奥林巴斯占据绝大部分市场。在 2018 年，这三家企业软式内镜市场保有率达到了 99.1%。近些年来，国产品牌的市场保有率逐渐提升，根据《中国医疗设备》杂志社行业数据显示，2022 年，奥林巴斯以 68.29% 占据第一，远远高于第二的富士。开立医疗以 4.82% 的保有率位列第四，国产第一。开立医疗的市场保有率也在逐渐提高，从 2018 年的 0.10% 提升至 2022 的 4.82%，提升 4.72pp。进口品牌替代趋势逐渐形成，市场前景广阔。

图35. 2022年全国软式内镜主要品牌保有率


资料来源:《中国医疗设备》杂志社行业数据,皮书数据库,信达证券研发中心

图36. 2017-2022年全国软式内镜市场保有率


资料来源:我国医疗设备市场数据分析报告,皮书数据库,信达证券研发中心

3.3. 开立软镜业务: HD650 升级产品竞争力, 国产第一市占率持续提升

3.3.1. 公司内窥镜产品丰富, HD-650 开始发力进军高端市场

软镜产品线齐全, 满足多层次需求。 开立医疗是国内较早研发并掌握内窥镜设备以及镜体核心技术的企业, 内窥镜研发的水平在国内同行业内处于领先的地位, 是国内内窥镜的领军行业, 推出了满足高端、中端、低端等多层次需求的内窥镜产品系列以及综合解决方案。

镜体种类丰富, 高端突破, 覆盖临床需求。 公司提供内镜种类多样, 除了满足基本诊疗需求的常规电子内窥镜镜种外, 2022 年在消化内镜领域推出多款高端产品, 包括超细电子胃肠镜、光学放大电子胃肠镜、电子环扫超声内镜 EG-UR5 等, 其中多款为国内首发, 填补相关领域的空白, 并在 2023 年对这些高端产品进行了打磨升级和量产化, 产品的稳定性和供应量快速提升。

图37. 开立医疗内镜诊疗产品布局

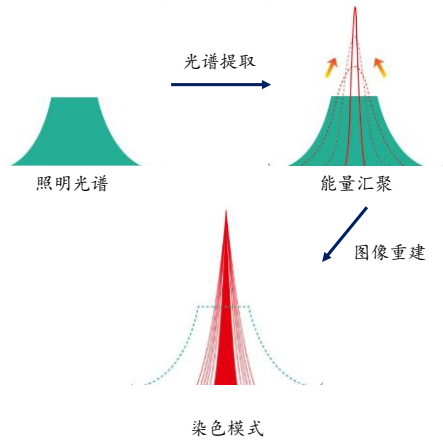
HD-550全高清电子内镜系统	HD-580全高清电子内镜系统	X-2600高清电子内镜系统	超声内镜系统
 <ul style="list-style-type: none"> 搭载聚谱成像技术、光电复合染色技术 全高清视频输出 光路合束技术, 光谱自由度高 	 <ul style="list-style-type: none"> 优化光学设计 图像质量精进 远景亮度的提升 	 <ul style="list-style-type: none"> 兼容性平台 1080P信号输出 光源亮度提升 	 <ul style="list-style-type: none"> 国内首家 强大控制系统 卓越镜体性能 具备弹性成像与非线性融合造影
内窥镜用超声微探头系统	消化内镜	支气管镜	十二指肠镜
 <ul style="list-style-type: none"> 便携式独立主机 优质图像解析 多规格探头 	 <ul style="list-style-type: none"> 一键式插拔 舒适手柄 大角度、小弯曲半径 	 <ul style="list-style-type: none"> 一键式插拔 高清画质 	 <ul style="list-style-type: none"> 高清画质 硬度梯度渐变技术 卓越控制

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司于 2016 年推出高清内镜 HD-500 系列; 于 2018 年推出全高清内镜 HD-550, 是公司目前在售的主流产品; 2022 年, HD-550 获得 FDA 批准, 公司内镜国际竞争力持续增强。HD-550 是目前公司软镜产品在售的主力机型, 搭载聚谱成像技术 (SF1)、光电复合染色技术 (VIST), 成像清晰, 有利于诊断消化道早期病变。截至 2023 年底, 该系列产品已经进入国内超 400 家三甲医院, 且临床评价较高。

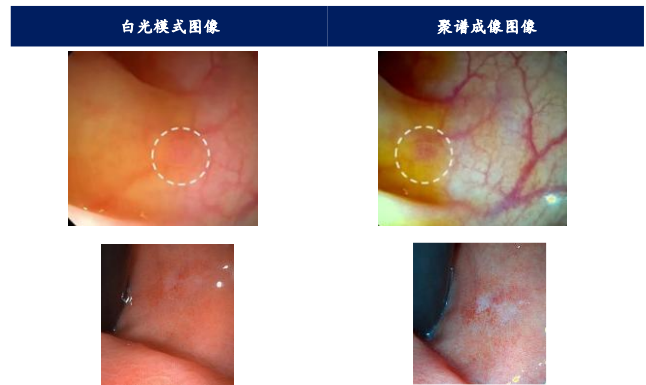
聚谱成像技术显著提高肿瘤检出率，支撑临床诊疗。开立自主研发的聚谱成像技术通过提高亮度与黏膜血管颜色对比度，可以显著提升病变组织与正常组织的对比度，能在中远景观察距离下，快速识别和筛查病灶。在一项由上海仁济医院牵头，国内十余家医疗机构参与的项目中，聚谱成像的腺癌检出率达到 38.29%，远远超过传统白光的 30.46%，为早筛场景下病灶的快速识别提供全新解决方案。

图38. 聚谱成像提供更高对比度图像



资料来源：开立公司官网，信达证券研发中心

图39. 聚谱成像比普通白光能更好检出病灶

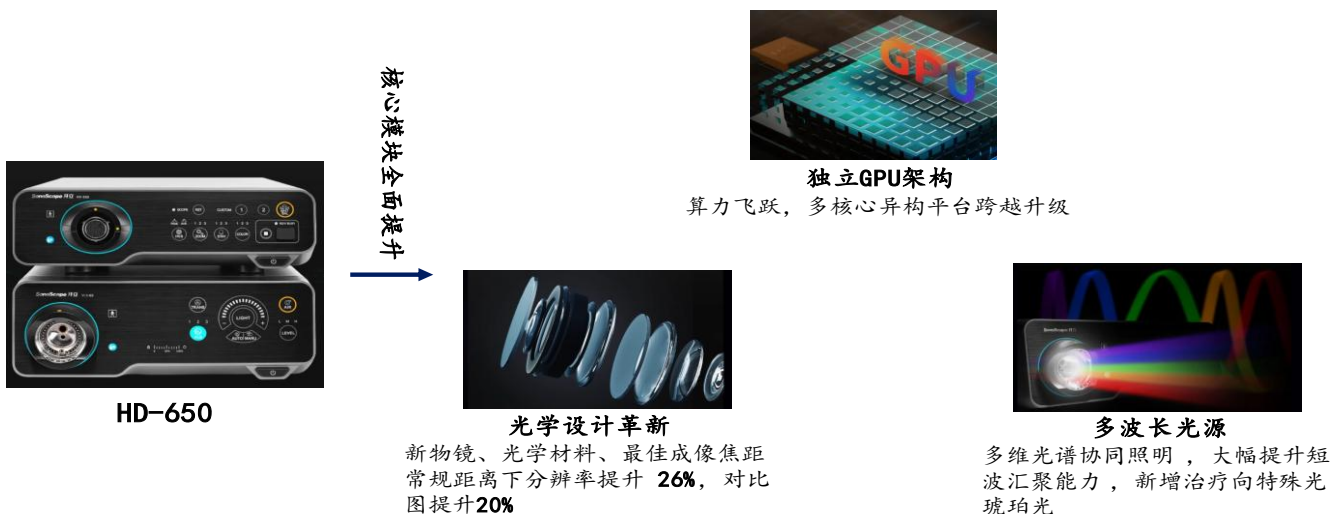


资料来源：开立公司官网，丁香园消化时间公众号，信达证券研发中心

技术迭代，推出更优质更高端产品。在 HD-550 的基础上，开立医疗在 2023 年推出了 HD-580 系列内镜。在原先基础上优化了光学设计，全面提升了各镜种全频带解析力，实现超高清图像显示，能够提供更高的分辨率，显示出更为清晰、细腻的图片；远景亮度的提升，进一步优化了内镜视野。兼容多款镜体，深度契合临床需求，能够实现消化、呼吸以及胆胰外科等相关科室的覆盖。且产品 25 年进入放量环节，为公司提供营收保障。

全新重磅 4K 产品 HD-650 获证，有望开始上量。目前，在硬镜已经全面搭载 4K 分辨率的情况下，软镜 4K 是发展大势所趋。开立医疗新产品 4KiEndo 智慧内镜平台 HD-650 系列超高清电子内镜在 2025 年获得注册证，2026 年带来业务增量，有望进军高端市场带来销售量爬坡。

图40. HD-650 在核心模块获得全面提升

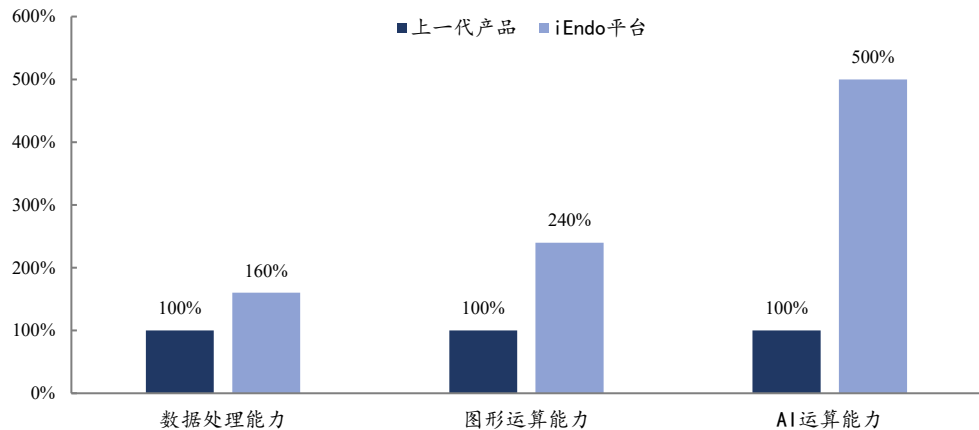


资料来源：开立医疗公众号，信达证券研发中心

iEndo 智慧平台加持，构建智慧内镜新范式

iEndo 平台是行业首次将独立显卡集成到内镜主机，创新性引入了基于 CPU、GPU 和 FPGA 的多核异构架构，突破传统内镜算力的局限，较上一代产品图形运算能力提升 140%、AI 运算能力提升 400%，大幅提升视频处理分析效率，实现实时处理 4K 视频同时结合 AI 运算，为未来 AI 发展预留无限算力可能。成为业内首款同时融合了内置 AI 成像功能与外置 AI 辅助诊断模块的产品。

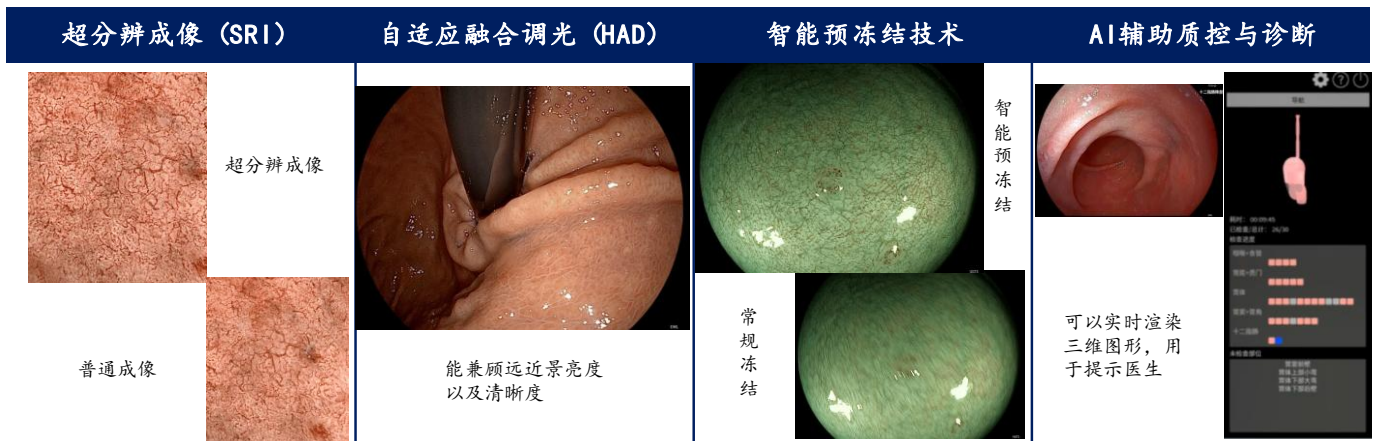
图41. iEndo 平台算力较上代产品提升



资料来源：MedTrend 医趋势，信达证券研发中心

创新影像功能加持，成像质量再上一阶。iEndo 内镜平台依托全面升级的硬件系统构建算力基石，自主研发多项创新影像功能，全面提升内镜诊疗质量和效率。**超分辨率成像 (SRI)**：该技术实现了 4K 级实时视频超分辨率成像，突破成像物镜物理尺寸的光学衍射极限限制，更真实地还原病灶细节。**自适应融合调光 (HAD)**：HAD 技术可实时感知照明深度并匹配最佳调光策略和图像亮度处理算法，确保腔内近、远景亮度及清晰度始终保持在最佳状态，确保不会因为观察场景照明条件变化遗漏微小病变。**智能预冻结技术 (i-PreFreeze)**：利用冻结前后的多帧图像，自动选取最佳图像进行展示，避免镜体晃动导致冻结图形模糊，获取高质量图像。**AI 辅助质控与诊断**：可在上、下消化道检查中利用 AI 辅助功能，如在胃镜检查时能实时渲染胃部三维图像，显示当前检查部位、已检部位以及未检部位，并以不同颜色标记，以便医者实时了解检查进度。此外还支持 AI 息肉检出，能识别和标记病变部位，避免漏检。通过内镜设备与 AI 创新功能深度融合，全面提升内镜诊疗质量和效率。

图42. iEndo 平台创新影像功能



资料来源：MedTrend 医趋势公众号，信达证券研发中心

硬件算力+AI 赋能，有望保障 2026-2028 市场销售。iEndo 平台全面硬件升级，叠加 AI 大预言模型迅速发展，平台站在发展前沿，构建智慧内镜诊疗新范式，重磅新品 HD-650 有望保障公司 2026-2028 年市场销售份额，构建坚实的产品竞争力。

3.4. 外科硬镜：微创外科手术量快速增长，外科硬镜国内市场规模超 100 亿

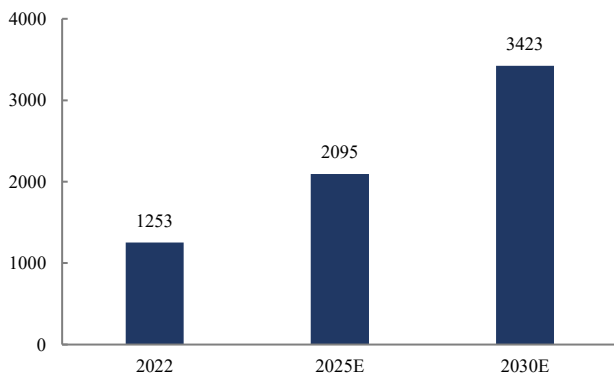
3.4.1. 受益于微创外科手术量增长，中国硬镜市场规模约 100 亿

微创外科是通过微小切口或自然腔道，借助硬性医用内窥镜，操作手术器械，对病变部位实施手术治疗，具有创伤小（仅数毫米切口）、恢复快（术后住院时间减少 30%-50%）、并发症少等优势。诊疗手段微创化已经成为医疗行业发展的重要方向。

根据动脉橙产业智库的数据，2023 年全球微创外科市场的规模大约为 298.7 亿美元，预计到 2025 年，这一数字将攀升至 348.4 亿美元，年复合增长率达到 8%，是全球医疗器械市场中增长较为较强的细分领域。

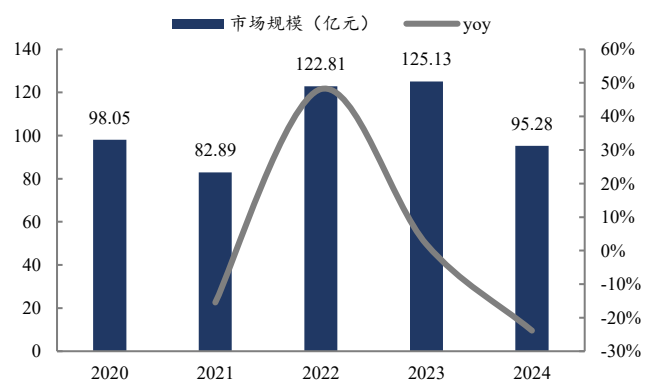
根据弗若斯特沙利文的数据，中国微创外科手术量 2022 年达到 1253 万台，预计在 2025 年达到约 2095 万台，并在 2030 年进一步增长至约 3423 万台，2025 年至 2030 年的年复合增长率为 10.3%，正处于快速增长的阶段。微创外科的设备市场也显示出较强的增长势头，作为主要设备的硬镜，市场规模在 2024 年超过 95 亿元，2020-2024 的复合增长率达到 4.75%。

图43. 2022-2030E 中国微创外科手术量（单位：万台）



资料来源：弗若斯特沙利文，普昂医疗招股书，信达证券研发中心

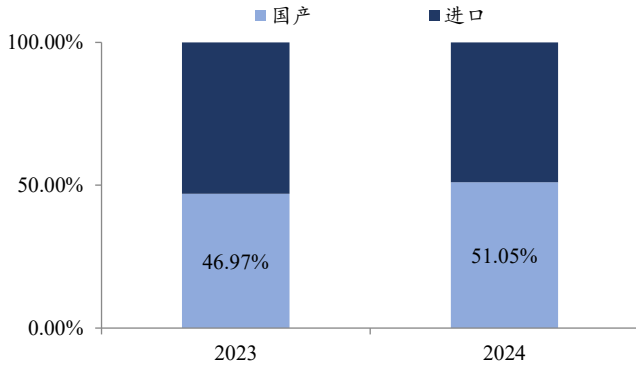
图44. 2020-2024 中国硬镜市场规模



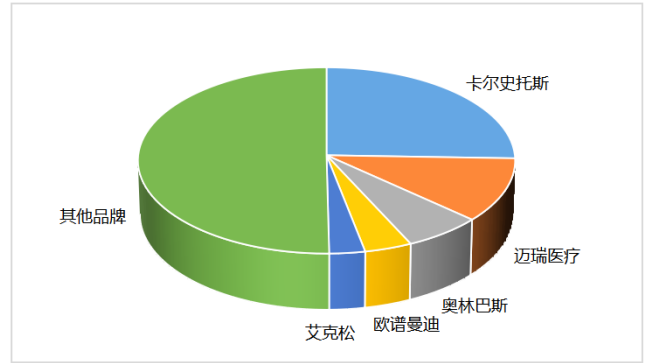
资料来源：医装数胜公众号，信达证券研发中心

3.4.2. 国内硬镜外资品牌占比约 50%，国内进口替代潜力加速

国内的硬管内窥镜市场头部长被外国品牌占据，2024 年卡尔史托斯、迈瑞医疗、奥林巴斯以及史赛克位列前四。近些年国产品牌市占率不断提升，硬镜国产率在 2024 年达到 51% 以上，同比增长 4.09pct。2025H1，外资品牌卡尔史托斯、史赛克市场份额明显提升，前四品牌市场集中度从 51.99% 提升至 55.97%，市场竞争进一步加剧。开立在硬镜领域也保持快速增长，2024 年收入同比增长 30%，达到 1 亿元，且在 2025Q1 中标量翻倍增长，拥有一定的潜力。

图45. 2023年-2024年中国硬镜市场国产化率情况


资料来源：医装数胜公众号，信达证券研发中心

图46. 2024年中国硬镜市场各品牌市场份额


资料来源：医装数胜公众号，信达证券研发中心

3.5. 开立医疗微创外科硬镜业务：渐入收获期，2026年有望减亏

3.5.1. 公司超6年技术积累推出性能优异产品

于2019年推出首款产品，布局微创外科领域。公司在2019年凭借消化内镜领域的技术积累，快速推出第一款全高清腔镜摄像系统SV-M2K30，并在之后保持每年一款新产品的速度稳健发展，相继推出SV-M4K30超高清白光摄像系统、SV-M4K40超高清近红外荧光摄像系统、SV-M4K100系列4K超高清多模态摄像系统，并在2025年2月获得4K三维荧光内窥镜摄影系统注册证，已覆盖所有硬质内窥镜摄影系统的技术领域。

图47. 公司微创外科产品线及其特点

2019	2021	2022	2023	2023	2025
SV-M2K30	SV-M4K30	SV-M4K40	精卫系列	SV-M4K100	SV-4K200
					
公司第一款全高清腔镜摄像系统	4K高清硬镜，采用三晶片超高清CMOS图像传感器、高亮度四路LED冷光源，公司真正进入外科领域	4K荧光硬镜，有效减少伪影，达到白光与荧光像素级匹配	全高清一体化软硬件摄像系统，扩展兼容性，奠定多模态综合解决方案基础	4K超高清多模态摄像系统	4K三维荧光内窥镜摄像系统

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2024年在市场环境不利情况下，公司微创外科业务收入取得30%增长，且在2025年第一季度中标量获得翻倍增长，收入利好，展现出快速增长的态势。我们预计在2026年微创外科收入将迎来大幅度的增长，能尽快实现新业务盈亏平衡。

重磅新品SV-M4K200推出，期待市场表现。 开立新一代4K三维荧光内窥镜摄像系统SV-M4K200在2025年2月获得国家药监局注册证，进入商业化阶段。作为硬镜高端产品，4K200，支持4K超高清白光成像、荧光成像和3D成像，且能提供优质高分辨率图像、人体工学设计操作手柄，很好的协助医生在微创手术中实时观察病灶。设备在2025年下半年放量推向市场，我们预计能满足未来两三年市场需求，助力开立微创外科进一步发展，占据更多市场份额，在经历长达6年行业积累后，公司外科领域产品竞争力凸显，有望逐步

进入收获期。

3.5.2. 多模态产品矩阵+“智荟”手术平台，构建独特综合临床解决方案

外科硬镜协同超声产品，建立多模态产品矩阵，打造专科化方案。作为国内唯一一家同时具备腔镜、超声和内镜自主研发实力的企业，开立将各个领域产品进行结合，形成了多套完整的**专科术式**解决方案。且公司在2023年引进了具有丰富外科产品、营销和运营经验的团队，形成强强联合的合作局面。得益于外科团队对于外科领域深度的了解，对开立产品路线重新规划、产品重新组合，提出独特的内窥镜硬镜摄影系统、超声、软镜的“三合一”临床解决方案，进行差异化竞争，受到多家三甲医院的青睐，也利于后续开立其他产品进入，促进微创外科持续发展，占据领先地位。

图48. 内窥镜摄像系统×台式超声解决方案



资料来源：开立医疗公众号，信达证券研发中心

图49. 内窥镜摄像系统×便携式超声解决方案



资料来源：开立医疗公众号，信达证券研发中心

打造“智荟”手术平台，构建场景化解决方式。面对竞争激烈局面，开立结合自身产品线优势，聚焦“诊疗精准化”、“运营智慧化”、“服务新质化”等目标，研发出“智荟”手术室**场景化**解决方案，集合各类高精尖设备，在微创外科中结合不同类型设备优势，且做到各设备、信号统一管理，做到全链路4K影像传输。实现从单一患者的诊疗路径到管理者回顾视角的覆盖，迈向微创精准化、诊疗个体化的新时代。

图50. 开立医疗“智荟”手术室



资料来源：开立医疗公众号，信达证券研发中心

多模态产品矩阵构筑强大竞争力。专科化超腹联合与场景化智荟手术室解决方案联合，协同助力开立医疗在微创外科领域构建起多镜、多模态的产品矩阵，丰富的产品内容构建起

企业后续强大的竞争力。

表5. 不同公司外科硬件解决方案及其特点

卡尔斯托斯	迈瑞医疗	德国狼牌子	开立医疗
IMAGE 1 S Rubina	UX系列	ENDOCAM Logic 4K	4K200等系列
			
开创性实现3D、4K、荧光成像技术三合一，将辨识度提升至新的高度，获得临床高度认可	全链路自主研发，提供极致清晰图像，呈现更加丰富的纹理，拥有自动追焦功能，	提供一站式解决方案，优化4K图像视觉效果与处理方式，其独特集成特殊成像模式，更容易区分不同组织。	自主研发能力强，产品支持4K、荧光、3D成像，结合其余自研产品，有独特“三合一”、智慧手术室竞争方案

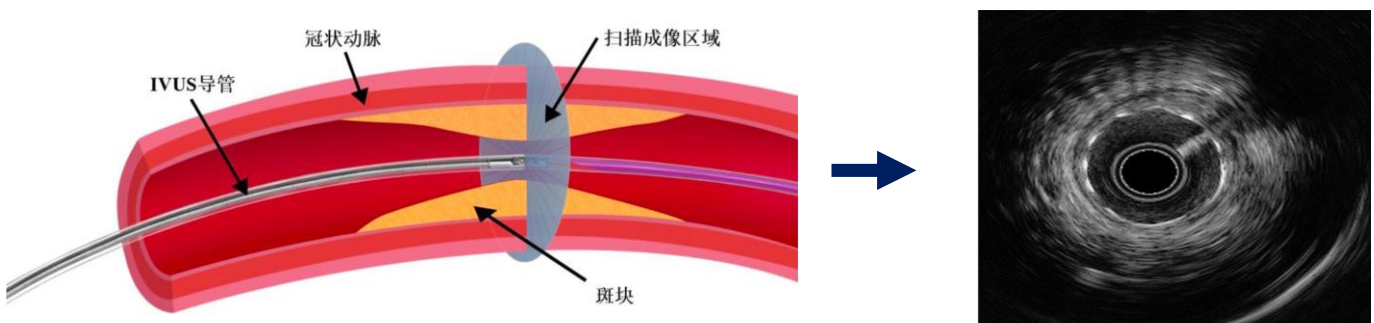
资料来源：器械之家，信达证券研发中心

4. 业内首款超宽频 IVUS, 海内外齐发力渐入收获期

4.1. IUVS（血管内超声）是精准介入的经标准，PCI 策略的关键

IVUS 是精准化 PCI 指导工具，是精准介入的“金标准”。IVUS 是一种结合超声成像技术和导管介入的医学诊断工具，通过将微型超声探头送入血管腔内并进行 360° 扫描，实现对血管结构超声成像。能够实时显示血管壁病变的形态、性质及病变分布、可通过测量血管管腔直径和横截面积精准评估血管狭窄程度，可辨认钙化、纤维化和脂质池等病变，发现冠脉造影不能显示的血管早期病变、还可以识别血栓、支架和导丝等血管内组织和器械。IVUS 在应用于精准指导 PCI 策略中支架尺寸以及位置选择并评估术后支架与动脉壁的贴壁情况，能在术前、术后和后续随访中提供价值，有效减少不良事件的发生，目前已被欧美以及中国的主要临床指南推荐为复杂冠状动脉疾病 PCI 必要指导工具，成为精准介入“金标准”。

图51. IVUS 成像简要示意



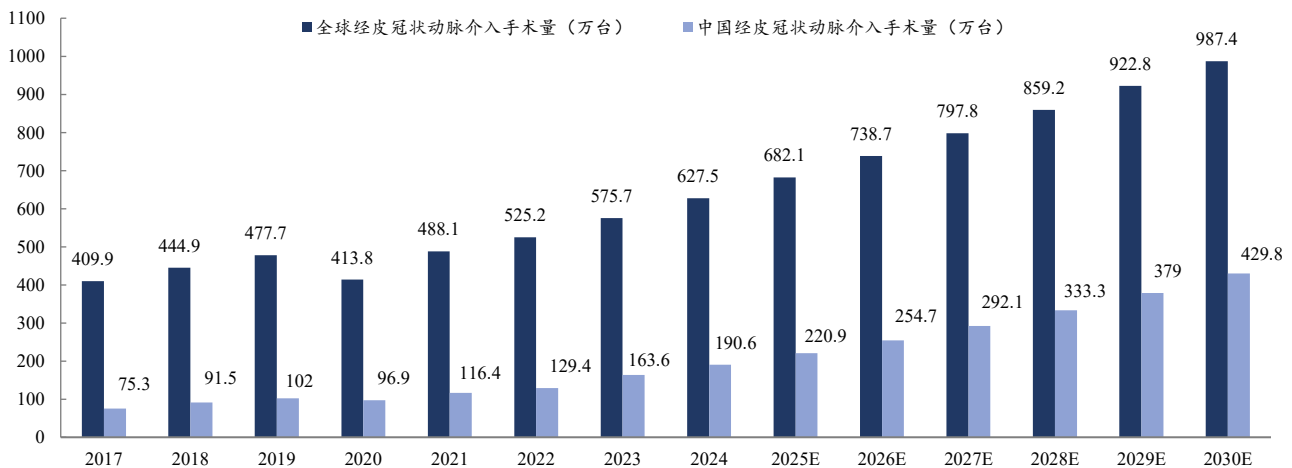
资料来源：北芯生命招股书，信达证券研发中心

中国 PCI 渗透率低，重视度提升助力渗透率快速增长。中国的冠状动脉疾病发病率与发达国家的发病率相近，但由于 PCI 在中国的起步较晚，目前渗透率仍和发达国家存在巨大差距。在 2021 年每百万人 PCI 渗透率仅有 824.1 台，远低于美国的 2772.5 台。近些年来，随着国民医疗支付的能力和意愿增强，同时医学界对于 PCI 的临床价值认识更加全面，重视度提升，中国 PCI 手术的渗透率预计有望快速增长。

图52. 2021 年全球主要国家和地区 PCI 渗透率对比（每百万人/台）

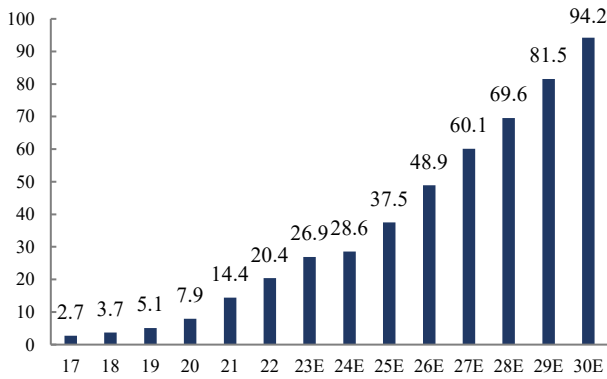

资料来源：北芯生命招股书，信达证券研发中心

人口老龄化+PCI 渗透率提升推动，中国 2024-2030 PCI 手术量有望以 14.5%复合增长率增长。中国的 PCI 手术量在过去几年中一直保持增长态势，在后续发展过程中，由于人口老龄化、有利政策的支持、介入心血管手术可及性提高且 PCI 渗透率不断提升等因素，预计中国的 PCI 手术量将呈现快速增长态势。根据弗若斯特沙利文的资料预测，中国 PCI 手术量有望从 2024 年的 190.6 万台增长至 2030 年的 429.8 万台，复合年增长率达到约 14.5%。

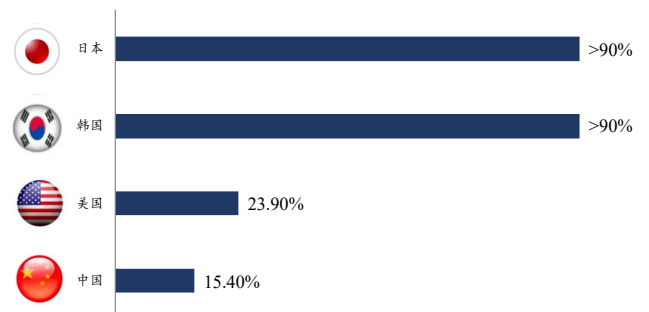
图53. 2017-2030E 全球与中国经皮冠状动脉介入（PCI）手术量变化趋势（万台）


资料来源：北芯生命招股书，信达证券研发中心

精准 PCI 成为发展趋势，IVUS 市场渗透率有大幅提升空间，集采降价助力渗透率快速提升。目前，单纯使用传统 PCI 已逐渐无法满足医患对于心血管疾病精准诊断需求，传统 PCI 向精准 PCI 转变已成为未来的趋势，而精准 PCI 就需要通过 IVUS 技术进行指导介入。此外，受益于中国居民可支配收入的增长、精准 PCI 技术的提升、全球范围内的广泛推荐和医生术者观念的改变。据弗若斯特沙利文统计，中国精准 PCI 市场规模有望从 2022 年的 20.4 亿元增长至 2030 年的 94.2 亿元，复合年增长率约为 21.1%。在此基础上，叠加各个省份陆续逐步执行的 IVUS 带量采购，中标金额较平均挂网金额降幅达到 60%以上，较大提升患者支付能力，中国原先较低的 IVUS 渗透率有望得到大幅提升。

图54. 2017-2030E 中国精准 PCI 市场规模趋势 (单位: 亿元)


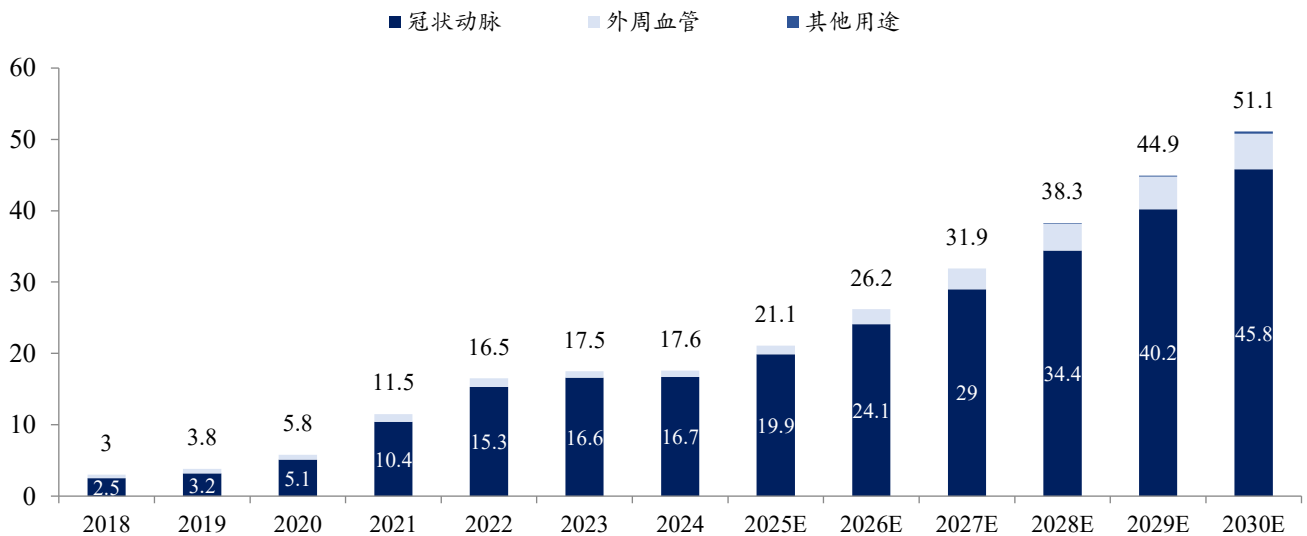
资料来源: 北芯生命招股说明书, 信达证券研发中心

图55. 2021 主要国家和地区 IVUS 渗透率 (IVUS/PCI)


资料来源: 北芯生命招股说明书, 信达证券研发中心

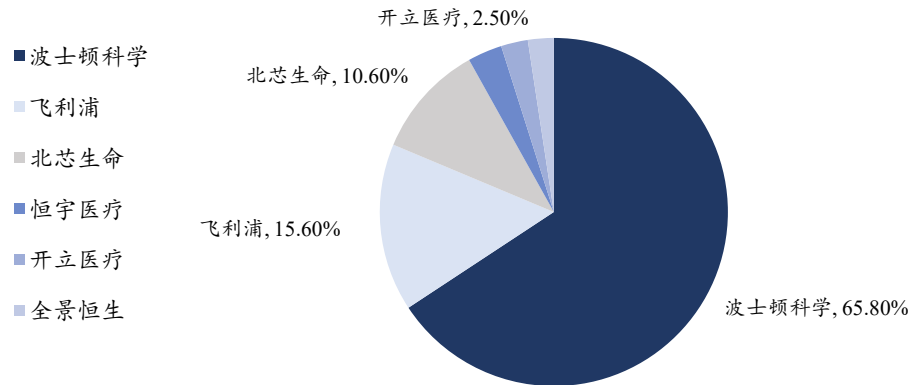
4.2. IUVS 市场渗透率提升, 市场规模复合增速约 20%

IVUS 价值不断发现, 渗透率提升, 2024-2030 市场规模复合增长率有望达到 19.4%, 发展迅速。近年来, 得益于相关临床证据的积累、临床指南及共识文件高度推荐、产品技术的迭代发展, IVUS 的临床应用价值不断被发现, 且国内 IVUS 的渗透率快速提升, 北芯生命招股书中预计中国 IVUS 整体市场规模有望从 2024 年约 17.6 亿元增长至 2030 年约 51.1 亿元, 复合年增长率约 19.4%。

图56. 2018-2030E 中国 IVUS 市场规模变化趋势 (亿元)


资料来源: 北芯生命招股书, 信达证券研发中心

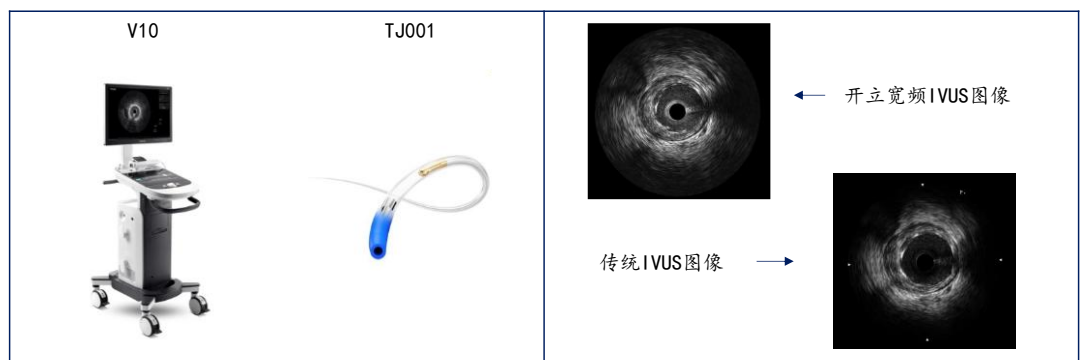
国内 IVUS 市场由进口产品主导, 国产 IVUS 产品逐渐获批上市, 国产替代有望加速。目前, 国内 IVUS 市场主要由波士顿科学以及飞利浦两家进口厂商主导, 国产品牌相对占据份额较少。在 2022 年包括开立医疗产品在内的国产 IVUS 产品获批上市, 随着 PCI 市场发展, IVUS 需求不断增加, 预计后续国产替代将持续加速。

图57. 2024 年中国 IVUS 产品市场竞争格局


资料来源：北芯生命招股书，信达证券研发中心

4.3. 公司开发业内首款超宽频 IVUS，性能多方面优越

开立医疗自主研发的行业内首款超宽频血管内超声 (IVUS) 诊断设备 V-10，以及全资子公司上海爱声自主研发的单晶复合材料一次性使用血管内超声诊断导管 TJ001 在 2022 年 12 月成功取得注册证，在超声图像质量和成本控制上都比进口产品有更大的竞争优势，实现对进口产品的代际超越。**频率更广，更清晰**：开立 IVUS 独家采用单晶复合材料换能器，频率带宽大于 80%，覆盖 20-80MHz 频率范围，所采用的超宽频成像技术提供了优异分辨力，同时也保证了充足的穿透深度，使得 IVUS 成像半径可以达到 10 mm，轴向分辨力也近 24 μm，能高清反应血管内各种情况。**一键式自动解决，更智能**：运用了业界领先的一键式自动解决方案，能自动精确识别、测量血管，并自动给出相应指标，如斑块负荷、面积狭窄率，辅助医生决策，缩短手术时间。**尺寸纤细，利于通行**：纤细导管体设计，尖端尺寸小于 2.0Fr，并有亲水涂层，摩擦力更小，有利于进入狭窄血管。**使用便捷、舒适**：开立 IVUS 通过大尺寸触摸屏以及优化的操作界面提高工作效率；能在术前术后做到多个回拉录像同屏显示，简化术后疗效评估，多方面提供了便捷的使用体验。

图58. 开立 V10 IVUS 设备和 TJ001 导管


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

新一代 V20i 新品推出，效率、易用性双提升。在之前的产品基础上，开立新一代 V20i 集成式 IVUS 设备在 2025 年 1 月获得注册证，搭载了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，较大提高了医疗效率和产品易用性，助力 IVUS 在基层的普及。

集采中标，IVUS 产品有望持续提升渗透率。IVUS 导管在 2023 年 12 月公布的省际联盟集中采购项目中，中标价降幅在 48%-55% 间，而开立医疗以高于行业同类产品的价格成功中选，首轮需求量为 1517 根，间接表现出行业专家对开立 IVUS 产品先进技术、优异性能和稳定质量的肯定。采购周期为三年，2024 年 5 月至年底首轮采购已在所有省份完成，后续有望进一步渗透。在集采拉动情况下，IVUS 业务有望快速增长，销售额大幅度提升。

表6. IVUS 导管省际联盟集中采购 60MHz 以下导管厂商和中标价格（单位：元）

厂家	中标价格	价格排名（高至低）
飞利浦（火山）	4143	6
北芯生命	4280	5
波士顿科学	4420	4
全景恒生	4497	3
开立医疗	4575	2
天津恒生	4750	1

资料来源：北芯生命发行人及中介机构关于第二轮审核问询函的回复函，信达证券研发中心

4.4. 与领先的海外代理商战略合作，推动 IUVS 海外市场拓展

业聚医疗专注于生产经皮冠状动脉介入治疗（PCI）以及经皮腔内血管成形术（PTA）的器械。公司总部位于中国香港，拥有卓越的研发、运营及商业化能力，在全球各地拥有多个研发、生产基地，得益于公司销售网络，相关产品销售遍布全球超过 70 个国家及地区。

图59. 业聚医疗有卓越的研发、运营及商业化能力



资料来源：业聚学苑，信达证券研发中心

图60. 业聚医疗拥有全球销售网络



资料来源：业聚学苑，信达证券研发中心

2025 年 7 月业聚医疗与开立医疗达成分销协议，拓展开立海外市场。2025 年 7 月，开立医疗与业聚医疗签订独家分销协议，将由业聚医疗代理其在亚太区及欧洲地区共 12 个市场 IVUS 产品销售，能够很好创造交叉销售机会，显著扩充其心血管产品组合，透过业聚完善的全球分销网络，为更广泛地区的患者提供创新心血管治疗方案，有助提升全球患者的医疗服务水平。这使得开立 IVUS 系统得以广泛渗透国际高增长市场，直接提升产品销售覆盖面，为其带来收入增长与品牌国际化红利。凸显开立医疗正以低成本方式撬动全球资源，巩固其在高端医疗设备市场的竞争地位，推动全球业务深化。

5. 盈利预测与投资建议

综上所述，我们结合行业发展趋势和公司经营情况，分业务板块做出如下的关键假设：

彩超业务板块：作为公司营收基本盘，公司在彩超领域构建了丰富的产品矩阵，有涵盖各个应用领域的彩超产品。随着招采指标回暖以及公司重磅高端超声 S80 以及搭载凤眼 S-Fetus 5.0 系统的 P80 妇产彩超放量，市场竞争力强。我们预计 2026-2028 年公司彩超收入同比增速为 8%、8%、6%，毛利率分别为 57%、57%、57%。

内窥镜：公司内窥镜产品线完善，覆盖高中低端需求。中国软性内窥镜市场国产替代前景大，25 年随着搭载 iEndo 智慧平台的重磅高端产品 HD-650 获批，内窥镜销售额有望获得较大增长。在硬镜领域公司在外科团队加持下，制定的销售策略，进行差异化竞争，以及新一代 4K 三维荧光内窥镜摄像系统 SV-M4K200 进入商业化阶段，销售量有望快速提升，且毛利率受高端产品放量影响有所提升，我们预计公司内窥镜业务板块将快速增长，2026-2028 收入同比增速 25%、25%、25%。毛利率分别为 70%、70%、71%。

配件及其他：主要为血液分析仪、心电图机器及单独出售的超声探头等，我们预计 2026-2028 年配件及其他同比增速 50%、40%、30%，毛利率分别约 66%、67%、70%。

其他业务板块：我们预计 2026-2028 年公司其他业务收入同比增速分别为 30%、30%、30%，毛利率保持为 69%。

表 7. 公司收入简要拆分及预测（百万元）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	1,762.65	2120.25	2013.87	2308.91	2686.73	3141.51	3658.62
yoy	22.02%	20.29%	-5.02%	14.65%	16.36%	16.93%	16.46%
毛利率	66.87%	69.42%	63.78%	61.99%	63.44%	63.94%	65.10%
业务拆分：							
彩超诊断仪							
收入	1,079.53	1222.94	1183.10	1236.54	1335.47	1442.30	1528.84
yoy	14.14%	13.28%	-3.26%	4.52%	8.00%	8.00%	6.00%
毛利率	65.67%	65.89%	61.81%	56.36%	57.00%	57.00%	57.00%
电子内窥镜及镜下治疗器具							
收入	611.60	850.23	795.49	1013.61	1267.01	1583.76	1979.70
yoy	42.97%	39.02%	-6.44%	27.42%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	69.57%	74.42%	66.59%	68.56%	70.00%	70.00%	71.00%
配件及其他							
收入	60.79	34.43	21.08	39.36	59.05	82.67	107.46
yoy	-1.57%	-43.36%	-38.77%	86.74%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	59.17%	70.65%	65.20%	65.77%	66.00%	67.00%	70.00%
其他业务收入							
收入	10.73	12.65	14.20	19.39	25.21	32.78	42.61
yoy	15.75%	17.89%	12.25%	36.58%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	76.70%	70.76%	68.78%	69.63%	69.00%	69.00%	69.00%

资料来源：ifind，信达证券研发中心

根据以上假设，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 26.87 亿元、31.42 亿元、36.59 亿元，同比增速分别为 16.4%、16.9%、16.5%，2026-2028 年归母净利润为 3.68 亿元、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 34

4.87 亿元、6.62 亿元，同比分别增长 86.3%、32.6%、35.8%，对应当前股价 PE 分别为 33 倍、25 倍、18 倍。

表8. 公司盈利预测情况 (2026E-2028E) 百万元

单位/百万	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,309	2,687	3,142	3,659
(+/-)(%)	14.7%	16.4%	16.9%	16.5%
归母净利润	197	368	487	662
(+/-)(%)	38.5%	86.3%	32.6%	35.8%
毛利率 (%)	62.0%	63.4%	63.9%	65.1%
ROE(%)	6.0%	10.4%	12.5%	15.2%
EPS(元)	0.46	0.85	1.13	1.53
P/E	61.63	33.09	24.95	18.37
P/B	3.73	3.45	3.13	2.79

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (数据更新时间为 2026. 04. 21)

我们选取业务相关的迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、翔宇医疗、瑞迈特作为可比企业，在 PE 估值法下，2026-2027 年可比公司平均 PE 约为 43、33 倍。相较而言，开立医疗，PE 估值为 33、25，公司当前正处于拓展期，多条产品线共同发力，业绩高速增长，给予“买入”投资评级。

表9. 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 亿	归母净利润 (百万元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300760. SZ	迈瑞医疗	158.9	1,926	10,339	11,791	13,570	19	16	14
688271. SH	联影医疗	116.9	963	1,915	2,403	2,980	50	40	32
688212. SH	澳华内镜	36.9	50	22	87	139	230	57	36
688626. SH	翔宇医疗	60.2	96	93	119	146	104	81	66
301367. SZ	瑞迈特	70.4	63	248	315	391	25	20	16
同类公司平均估值							86	43	33
300633. SZ	开立医疗	28.1	122	197	368	487	62	33	25

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 1. 市值截至 20260421; 2. 可比公司归母净利润数据来自 ifind 一致预期;

6. 风险提示

(1) **研发风险**: 公司在医疗器械领域的研发投入较多, 近年研发费用占营收比重维持在 20% 左右。研发具有显著不确定性: 一方面, 产品从研发到上市需经历临床验证和审批周期, 可能因技术瓶颈或合规问题导致进度延迟; 另一方面, 研发失败风险始终存在, 高投入不一定会转化为有效成果。产品成功问世后也还需面临市场接受度、竞品替代性及商业转化能力的挑战。若无法精准匹配临床需求, 将直接影响投资回报率, 给公司后续发展带来一定风险。

(2) **市场竞争风险**: 医疗器械行业市场参与者数量众多且技术迭代加速, 呈现出充分竞争市场格局。国际龙头企业通过本土化策略持续渗透国内市场, 同时本土创新型企业依托政策红利快速崛起。在此环境下, 若公司未能持续提升技术壁垒、优化成本结构或巩固渠道优势, 将面临市场份额流失风险。产品同质化趋势可能导致价格战, 压缩利润空间; 而品牌认知度不足则可能削弱客户黏性, 最终威胁企业的市场生存空间。

(3) **海外销售风险**: 全球化业务拓展伴随三重关键挑战: (1) 汇率波动风险: 国际结算主要依赖美元、欧元、日元等货币, 其与人民币的汇率受宏观经济政策、地缘冲突等因素驱动频繁变动, 直接影响产品定价竞争力与利润空间, 进而影响公司总体业绩。(2) 地缘政治风险: 贸易摩擦导致的关税壁垒、区域性冲突对供应链的冲击, 以及出口管制政策突变, 均可能中断海外业务正常运营, 增加合规成本和市场准入难度。(3) 跨国诉讼风险: 各国在产品质量标准、知识产权保护及消费者权益法规上的差异, 易引发产品责任纠纷或专利诉讼。可能因不熟悉当地司法程序且依法诉讼成本较高, 会导致商誉受损和经营受阻。

(4) **相关政策风险**: 国内医疗器械行业近些年受政策影响较大, 目前医疗体制改革深化与集中带量采购逐渐铺开。政策通过“以量换价”机制大幅压低产品中标价格, 虽然加速市场渗透, 但显著压缩企业利润率空间。公司未能布局政策适配产品, 或将面临产品价格下滑、增量市场开拓乏力的困境, 最终导致盈利大幅减少。

会计年度	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,975	2,816	3,173	3,780	4,448
货币资金	1,571	1,427	1,780	2,197	2,641
应收票据	8	2	9	11	13
应收账款	212	301	259	302	343
预付账款	36	37	57	63	72
存货	653	764	819	913	1,051
其他	495	285	250	295	328
非流动资产	1,338	1,590	1,559	1,500	1,430
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	493	592	638	660	670
无形资产	156	145	137	129	122
其他	690	853	784	712	638
资产总计	4,313	4,406	4,732	5,280	5,878
流动负债	1,083	1,020	1,069	1,235	1,335
短期借款	262	231	111	141	91
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	332	367	398	441	509
其他	490	422	560	654	734
非流动负债	121	124	139	160	185
长期借款	40	40	50	65	85
其他	81	84	89	95	100
负债合计	1,205	1,144	1,207	1,395	1,519
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,108	3,262	3,524	3,886	4,359
负债和股东权益	4,313	4,406	4,732	5,280	5,878

会计年度	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,014	2,309	2,687	3,142	3,659
同比(%)	-5.0%	14.7%	16.4%	16.9%	16.5%
归属母公司净利润	142	197	368	487	662
同比(%)	-68.7%	38.5%	86.3%	32.6%	35.8%
毛利率(%)	63.8%	62.0%	63.4%	63.9%	65.1%
ROE%	4.6%	6.0%	10.4%	12.5%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.46	0.85	1.13	1.53
P/E	85.39	61.63	33.09	24.95	18.37
P/B	3.91	3.73	3.45	3.13	2.79
EV/EBITDA	50.57	42.94	19.76	15.01	11.21

资料来源: ifind, 携宁估值模型、信达证券研发中心预测

会计年度	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,014	2,309	2,687	3,142	3,659
营业成本	729	878	982	1,133	1,277
营业税金及附加	19	21	27	31	36
销售费用	573	675	693	801	933
管理费用	137	146	156	182	212
研发费用	473	496	510	565	622
财务费用	-37	-33	-32	-44	-56
减值损失合计	-118	-54	-25	-26	-18
投资净收益	1	2	1	2	1
其他	119	92	107	126	146
营业利润	122	165	433	574	763
营业外收支	-1	-1	-1	-1	0
利润总额	120	164	432	573	762
所得税	-22	-33	65	86	100
净利润	142	197	368	487	662
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	142	197	368	487	662
EBITDA	227	240	536	681	869
EPS(当年)(元)	0.33	0.46	0.85	1.13	1.53

会计年度	单位:百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	307	-48	648	654	801
净利润	142	197	368	487	662
折旧摊销	92	110	135	151	163
财务费用	7	1	11	10	10
投资损失	-1	-2	-1	-2	-1
营运资金变动	-28	-369	109	-19	-52
其它	94	15	26	27	19
投资活动现金流	-591	-208	-54	-132	-122
资本支出	-207	-142	-100	-89	-96
长期投资	0	0	47	-42	-25
其他	-384	-66	-1	-2	-2
筹资活动现金流	82	-90	-244	-105	-234
吸收投资	31	0	0	0	0
借款	279	-32	-110	45	-30
支付利息或股息	-144	-47	-121	-156	-209
现金流净增加额	-203	-344	353	417	444

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 11 年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 4 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1 年医药行业研究经历，2025 年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。