



24年业绩利润端有所承压, 25年国内看招采回暖 海外看持续加速准入及推广

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营业收入 7.5 亿元 (+10.5%), 归母净利润 0.21 亿元 (-63.7%), 扣非归母净利润-0.06 亿元 (-114.1%), 其中 2024Q4 实现营业收入 2.5 亿元 (-0.2%), 归母净利润-0.2 亿元 (-228.6%)。24 年业绩符合之前业绩快报预期, 利润端 24 年有所承压。
- **国内招投标总额有所下降, 海外市场收入高增。分季度收入看, 24Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 1.7/1.8/1.5/2.5 亿元 (+34.9%/+12.6%/+5.4%/-0.2%), 公司加大产品推广, 以临床需求为导向更新升级公司产品, 不断拓宽对各等级医院的覆盖度。从盈利能力看, 24 年毛利率 68.1% (-5.7pp), 系新的会计准则之下原并入销售费用的部分后面并入了成本费用计算中, 导致毛利率有所下降。另外, 外销业务占比有所提升亦导致整体毛利率下滑。从费用端看, 销售费用率 33.4%, 管理费用率 14.5%, 研发费用率 21.8%, 财务费用率 0.01%。收入增速+10.5%, 四费率变动不大, 利润端承压主要因为资产减值损失(商誉减值)及信誉减值(期末应收减值, 计提坏账)。国内端收入+4%(终端市场招采活动减少), 海外端收入+43%(海外市场准入及推广持续推进)。建议持续关注 25 年 1) 去库存节奏; 2) 医疗设备以旧换新 25 年新一期政策落实情况; 3) 医疗反腐; 4) 海外市场推广进度。**
- **持续研发投入, 巩固持续创新能力。** 公司拥有一支具有长期内镜研发经验的工程师团队。研发人才队伍的壮大, 为公司技术领先优势的持续, 确立了雄厚的基础。24 年公司发布电子经皮胆道镜, 通过电子胆道镜, 极大提升了对胆道疾病的诊疗水平; 公司发布电子膀胱镜、电子输尿管肾盂镜, 布局泌尿领域; 公司发布高光谱平台, 布局 26 个窄带光波段, 能够更细致地区分不同深度的血管和组织; 公司发布 AQ-150、AQ-120 等内镜系统, 其中 AQ-150 系列为全新 4K 内镜系统, 配合可翻盖触屏的设计, 让诊疗游刃有余; AQ-120 系列通过强大功能的集成, 有效帮助提升基层县域医疗机构的诊疗水平; 此外, 公司发布 640 倍细胞内镜以及 140 倍光学放大内镜。细胞内镜将观察维度推进到更微观的层级, 抵达 640 倍的细胞级尺度, 有助于提升活检的精度。140 倍光学放大内镜可协助医生更好观察更微小黏膜结构的改变, 提高诊疗效率; 另外, 双焦内镜进一步落地临床, 近焦模式可达 65 倍放大效果, 适合对重点部位进行细致观察, 远焦模式则可观察体内整体情况, 并快速判断背景黏膜状态; 报告期内公司发布超细胃镜, 最细达 5.4mm 的头端直径, 可突破狭窄节段并明确狭窄远端可能存在的病变情况。
- **国产软镜设备龙头有望受益于国产替代, 25 年重点关注去库存节奏。** 软镜在临床诊疗场景中广泛使用, 国内胃镜、肠镜诊疗开展率和内镜医师数量均有提升空间。随着旗舰产品 AQ-300 的上市推广, 公司后续有望持续受益于国产替代。公司目前已大力布局国内经销商团队进行后续对 AQ 300 的全面推广, 预计 2025 年及 2026 年 AQ 300 将持续放量。
- **盈利预测:** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.52 亿元 (+147.8%)、0.74 亿元 (+42.6%)、0.95 亿元 (+28.4%), EPS 分别 0.39 元、0.55 元、0.71

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

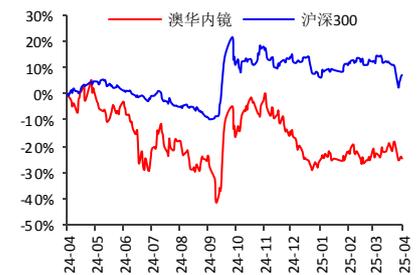
分析师: 陈辰

执业证号: S1250524120002

电话: 021-68416017

邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.35
流通 A 股(亿股)	1.35
52 周内股价区间(元)	31.51-59.00
总市值(亿元)	55.49
总资产(亿元)	17.49
每股净资产(元)	10.15

相关研究

1. 澳华内镜(688212): 看好 24H2 外部环境改善, 静待装机放量 (2024-08-29)
2. 澳华内镜(688212): 23 年业绩符合预期, 中高端产品持续放量 (2024-04-12)

元，对应 PE 为 106、75、58 倍。

- **风险提示：**研发失败风险、AQ300 销售或不及预期、竞争加剧风险、资产及信用减值计提波动风险。



指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	749.55	863.32	1076.72	1343.32
增长率	10.54%	15.18%	24.72%	24.76%
归属母公司净利润 (百万元)	21.01	52.07	74.25	95.32
增长率	-63.68%	147.83%	42.59%	28.38%
每股收益 EPS (元)	0.16	0.39	0.55	0.71
净资产收益率 ROE	1.47%	3.77%	5.15%	6.27%
PE	263	106	75	58
PB	4.05	3.91	3.74	3.55

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司内窥镜产品矩阵持续丰富，公司加大临床推广、完善渠道建设、扩大服务体系。预计 2025-2027 年销量分别上涨 15%、25%、25%。2024 年公司使用新的会计准则之下原并入销售费用的部分后面并入了成本费用计算中，导致毛利率有所下降，其他均无明显改变。后续价格及毛利率短期内随着中高端机型占比提升，而小幅稳步提升。

假设 2：公司内窥镜维修类业务与公司内窥镜装机相关，随着公司装机提升，维修类业务预计也将持续提升。预计 2025-2027 年服务收入将上涨 20%、20%、20%，价格及毛利率短期内保持稳定。目前体量较小，商业模式上还未真正成为盈利部门业务。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
内窥镜产品	收入	735	845	1054	1315
	增速	10.5%	15.0%	24.7%	24.7%
	毛利率	68.1%	68.3%	68.4%	68.4%
内窥镜维修服务	收入	13	15	18	22
	增速	3.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	72.6%	72.0%	72.0%	72.0%
其他业务	收入	2	3	5	7
	增速	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
合计	收入	750	863	1,077	1,343
	增速	10.5%	15.2%	24.7%	24.8%
	毛利率	68.1%	68.3%	68.3%	68.3%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	749.55	863.32	1076.72	1343.32	净利润	20.32	54.07	77.25	99.32
营业成本	238.93	273.69	341.06	425.28	折旧与摊销	60.42	34.19	39.16	42.76
营业税金及附加	5.67	6.91	8.61	10.75	财务费用	0.08	-7.02	-6.03	-5.03
销售费用	250.20	287.73	345.28	431.59	资产减值损失	-23.98	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	108.53	124.81	149.77	187.21	经营营运资本变动	-146.59	25.74	-121.54	-144.72
财务费用	0.08	-7.02	-6.03	-5.03	其他	10.82	-18.73	-19.60	2.11
资产减值损失	-23.98	-5.00	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	-78.93	83.25	-35.75	-10.56
投资收益	6.36	15.00	15.00	15.00	资本支出	-219.61	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	3.89	5.00	5.00	5.00	其他	251.16	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	70.00	投资活动现金流净额	31.55	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	7.04	44.07	67.25	86.30	短期借款	97.76	-27.76	-10.00	0.00
其他非经营损益	-0.62	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.43	44.07	67.25	86.30	股权融资	7.81	0.00	0.00	0.00
所得税	-13.90	-10.01	-10.00	-13.02	支付股利	-40.38	-4.20	-10.41	-14.85
净利润	20.32	54.07	77.25	99.32	其他	-11.85	1.21	6.03	5.03
少数股东损益	-0.69	2.00	3.00	4.00	筹资活动现金流净额	53.35	-30.75	-14.39	-9.83
归属母公司股东净利润	21.01	52.07	74.25	95.32	现金流量净额	5.65	22.50	-80.14	-50.38
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	267.20	289.69	209.56	159.17	成长能力				
应收和预付款项	286.05	298.11	377.67	475.66	销售收入增长率	10.54%	15.18%	24.72%	24.76%
存货	229.86	266.74	349.66	429.60	营业利润增长率	-87.04%	525.65%	52.60%	28.33%
其他流动资产	209.75	167.12	177.09	189.54	净利润增长率	-66.56%	166.07%	42.86%	28.57%
长期股权投资	4.50	4.50	4.50	4.50	EBITDA 增长率	-30.81%	5.46%	40.91%	23.57%
投资性房地产	41.53	41.53	41.53	41.53	获利能力				
固定资产和在建工程	495.07	524.31	548.58	569.25	毛利率	68.12%	68.30%	68.32%	68.34%
无形资产和开发支出	124.78	113.30	101.83	90.36	三费率	47.87%	46.97%	45.42%	45.69%
其他非流动资产	89.93	87.98	86.02	84.06	净利率	2.71%	6.26%	7.17%	7.39%
资产总计	1748.68	1793.29	1896.45	2043.67	ROE	1.47%	3.77%	5.15%	6.27%
短期借款	97.76	70.00	60.00	60.00	ROA	1.16%	3.02%	4.07%	4.86%
应付和预收款项	161.32	191.95	235.11	293.92	ROIC	2.50%	4.31%	6.18%	7.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.01%	8.25%	9.32%	9.23%
其他负债	109.11	98.76	101.92	105.86	营运能力				
负债合计	368.20	360.71	397.03	459.78	总资产周转率	0.45	0.49	0.58	0.68
股本	134.59	134.67	134.67	134.67	固定资产周转率	2.78	2.55	2.53	2.81
资本公积	1076.54	1076.46	1076.46	1076.46	应收账款周转率	2.92	2.83	3.07	3.03
留存收益	157.15	205.02	268.86	349.33	存货周转率	1.04	1.04	1.08	1.08
归属母公司股东权益	1366.06	1416.15	1479.99	1560.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.16%	—	—	—
少数股东权益	14.42	16.42	19.42	23.42	资本结构				
股东权益合计	1380.48	1432.58	1499.41	1583.89	资产负债率	21.06%	20.11%	20.94%	22.50%
负债和股东权益合计	1748.68	1793.29	1896.45	2043.67	带息债务/总负债	26.55%	19.41%	15.11%	13.05%
					流动比率	3.52	3.72	3.58	3.35
					速动比率	2.70	2.75	2.46	2.21
					股利支付率	192.16%	8.07%	14.03%	15.58%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.39	0.55	0.71
					每股净资产	10.14	10.52	10.99	11.59
					每股经营现金	-0.59	0.62	-0.27	-0.08
					每股股利	0.30	0.03	0.08	0.11
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	67.55	71.24	100.38	124.04					
PE	263.41	106.29	74.54	58.06					
PB	4.05	3.91	3.74	3.55					
PS	7.38	6.41	5.14	4.12					
EV/EBITDA	74.74	70.10	50.44	41.23					
股息率	0.73%	0.08%	0.19%	0.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn