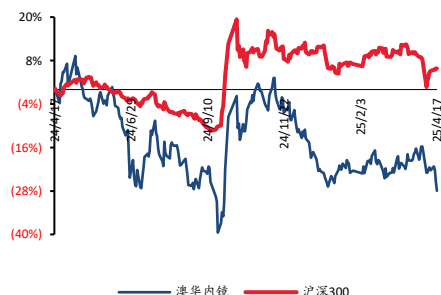


澳华内镜点评：海外业务亮眼，研发成果陆续兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.35/1.35
总市值/流通(亿元)	51.31/51.31
12 个月内最高/最低价(元)	59/31.51

相关研究报告

<<澳华内镜点评报告：营收增速短期承压，看好设备更新陆续落地后公司业绩释放>>--2024-10-29

<<AQ-300 放量带动中高端软镜收入快速提升，业绩持续高增长>>--2024-04-23

<<澳华内镜点评报告：第三季度业绩承压，全年依旧朝股权激励目标前进>>--2023-10-29

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83683312

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：近日，公司发布 2024 年年度报告：2024 年实现营业收入 7.50 亿元，同比上涨 10.54%；归母净利润 0.21 亿元，同比下降 63.68%，主要系费用投入加大、信用减值、毛利率下降影响；扣非归母净利润亏损 0.06 亿元，同比下降 114.13%。其中，2024 年第四季度营业收入 2.49 亿元，同比下降 0.20%；归母净利润亏损 0.16 亿元，同比下降 228.60%；扣非归母净利润亏损 0.21 亿元，同比下降 392.07%。

4 月 18 日，公司发布 2025 年第一季度报告：第一季度实现营业收入 1.24 亿元，同比下降 26.92%；归母净利润亏损 0.29 亿元，同比下降 1143.36%。

海外业务快速增长，设备更新落地有望带动 2025 年国内放量

2024 年，澳华内镜进一步布局海外营销网络，大力进行市场推广和多个国家的产品准入。2024 年实现境外销售收入 1.6 亿元，相较于 2023 年海外营业收入增长 42.7%。

同时，公司不断加深产品的市场覆盖深度及广度，国内大型医疗终端客户数量不断增长，带动了中高端系列产品销量的稳步提升，中高端机型主机、镜体在三级医院装机（含中标）数量分别是 137 台、522 根，装机（含中标）三级医院 116 家。2025 年，随着设备更新逐步落地，招投标数据恢复，有望带动公司产品放量。

聚焦研发创新，重磅成果陆续兑现

2024 年，公司在研发创新方面取得显著成就，产品管线取得多项重要进展：（1）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。（2）发布 AQ-150、AQ-120 等，有效帮助基层县域医疗机构提升诊疗水平。（3）发布多种镜体，涵盖胆道、膀胱、输尿管等，极大提升诊疗水平，取得更准确的诊断信息。（4）发布 640 倍细胞内镜、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，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。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。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。

会计准则调整影响毛利率，费用率持平

2024 年，公司的综合毛利率同比下降 5.66pct 至 68.12%，主要系会计准则调整与外销业务占比上升。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 33.38%、14.48%、21.83%、0.01%，同比变动幅度分别为 -0.89pct、+1.08pct、+0.15pct、+0.40pct。综合影响下，公司整体净利率同比下降 6.25pct 至 2.71%。

2024 年第四季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 65.86%、36.42%、13.56%、20.27%、

0.19%、-6.68%，分别变动-4.73pct、+4.79pct、+0.51pct、+3.87pct、+0.40pct、-12.81pct。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.25 亿/10.11 亿/11.87 亿元，同比增速分别为 10%/23%/17%；归母净利润分别为 0.59 亿/1.24 亿/1.71 亿元；分别增长 180%/111%/38%；EPS 分别为 0.44/0.92/1.27，按照 2025 年 4 月 17 日收盘价对应 2025 年 87 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：设备集采降价的风险，设备更新落地进度不及预期的风险，渠道库存过高的风险，新品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	750	825	1,011	1,187
营业收入增长率(%)	10.54%	10.07%	22.55%	17.41%
归母净利（百万元）	21	59	124	171
净利润增长率(%)	-63.68%	179.60%	110.75%	38.03%
摊薄每股收益（元）	0.16	0.44	0.92	1.27
市盈率（PE）	251.13	87.33	41.44	30.02

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	245	267	285	321	429
应收和预付款项	200	282	267	308	341
存货	200	230	219	238	249
其他流动资产	364	213	157	151	144
流动资产合计	1,008	993	929	1,019	1,164
长期股权投资	4	5	5	5	5
投资性房地产	43	42	41	40	40
固定资产	254	284	326	386	425
在建工程	31	211	221	201	191
无形资产开发支出	83	82	84	86	88
长期待摊费用	14	20	24	27	29
其他非流动资产	1,165	1,106	1,049	1,134	1,274
资产总计	1,595	1,749	1,748	1,877	2,050
短期借款	0	98	68	38	8
应付和预收款项	56	82	65	77	88
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	144	188	193	214	233
负债合计	200	368	325	328	329
股本	134	135	135	135	135
资本公积	1,069	1,077	1,083	1,083	1,083
留存收益	177	157	216	340	511
归母公司股东权益	1,380	1,366	1,407	1,531	1,702
少数股东权益	15	14	16	17	19
股东权益合计	1,395	1,380	1,423	1,549	1,721
负债和股东权益	1,595	1,749	1,748	1,877	2,050

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	37	-79	159	153	221
投资性现金流	-28	32	-91	-86	-83
融资性现金流	4	53	-51	-31	-30
现金增加额	14	6	18	36	108

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	678	750	825	1,011	1,187
营业成本	205	239	258	307	351
营业税金及附加	6	6	7	9	10
销售费用	205	250	248	283	320
管理费用	91	109	111	131	152
财务费用	-3	0	1	-0	-1
资产减值损失	-18	-24	-10	-8	-6
投资收益	4	6	7	8	9
公允价值变动	8	4	4	6	5
营业利润	54	7	55	120	168
其他非经营损益	-0	-1	-1	-0	-0
利润总额	54	6	55	119	168
所得税	-7	-14	-5	-6	-5
净利润	61	20	60	125	173
少数股东损益	3	-1	1	2	2
归母股东净利润	58	21	59	124	171

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	69.74%	68.12%	68.73%	69.63%	70.43%
销售净利率	8.53%	2.80%	7.12%	12.25%	14.40%
销售收入增长率	52.29%	10.54%	10.07%	22.55%	17.41%
EBIT 增长率	694.71%	-76.22%	343.93%	115.67%	39.37%
净利润增长率	167.04%	-63.68%	179.60%	110.75%	38.03%
ROE	4.19%	1.54%	4.17%	8.09%	10.04%
ROA	3.63%	1.20%	3.36%	6.60%	8.34%
ROIC	4.19%	2.63%	4.03%	7.79%	9.77%
EPS(X)	0.43	0.16	0.44	0.92	1.27
PE(X)	144.26	251.13	87.33	41.44	30.02
PB(X)	6.02	3.96	3.65	3.35	3.01
PS(X)	12.25	7.21	6.22	5.07	4.32
EV/EBITDA(X)	74.90	61.90	41.63	25.05	18.82

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。