

医疗器械

澳华内镜（688212.SH）

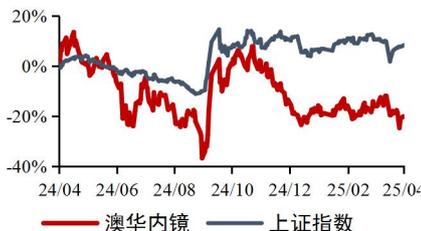
增持-B(维持)

招投标减少使国内业务增长受限，海外业务进展顺利迎来快速发展

2025年4月22日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025年4月22日

收盘价(元):	40.34
年内最高/最低(元):	59.00/31.51
流通A股/总股本(亿股):	1.35/1.35
流通A股市值(亿元):	54.32
总市值(亿元):	54.32

基础数据：2025年3月31日

基本每股收益(元):	-0.21
摊薄每股收益(元):	-0.21
每股净资产(元):	9.88
净资产收益率(%):	-2.17

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

魏赞

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

冯瑞

执业登记编码：S0760524070001

邮箱：fengrui@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2024年报和2025年一季报，2024年公司实现营业收入7.50亿元，同比增长10.54%；实现归母净利润2101.22万元，同比减少63.68%；实现扣非归母净利润-628.62万元，同比减少114.13%；实现基本每股收益0.16元，同比减少62.79%。2025年一季度公司实现营业收入1.24亿元，同比减少26.92%；实现归母净利润-2879.15万元，同比减少1143.36%；实现扣非归母净利润-3100.11万元；实现基本每股收益-0.21元。

事件点评

➢ 2024年公司营收小幅增长主要得益于海外市场推广进展顺利，市场调整仍使2025Q1销售承压。2024年，国内终端市场招采活动减少，受招投标总额下降影响，公司国内业务收入增长有限。但公司进一步布局海外营销网络，海外多个国家的产品准入以及市场推广进展顺利，品牌影响力持续提升，带动了公司整体业务收入增长。分区域来看，2024年公司实现境内主营业务收入5.86亿元，同比增长3.93%；实现境外主营业务收入1.61亿元，同比增长42.70%。2025Q1受市场调整影响，公司销售不及预期，营业收入和净利润均有所下滑。

➢ 2024年公司销售毛利率和销售净利率均呈现下降态势，且净利率的下降幅度更大。公司自2024年1月1日起执行财政部发布的《企业会计准则解释第17号》，规定保证类质保费用应计入营业成本。在此条件下，2024年公司销售毛利率和销售净利率分别为68.12%、2.71%，较去年同期分别下降1.61、6.25个百分点。毛利率下滑主要受海外销售收入增长较快而海外销售部分毛利率偏低影响：2024年公司境外主营业务收入为1.61亿元，同比增长42.70%，毛利率为58.15%；公司境内主营业务收入为5.86亿元，同比增长3.93%，毛利率为70.97%。净利率下滑主要受销售期间费用率提升影响：2024年公司销售费用率、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%，较去年同期分别提升3.16、1.08、0.15、0.40个百分点。

➢ 公司持续加大研发投入，并充分重视基层县域医疗诊疗水平的提升。2024年公司研发费用为16,359.80万元，同比增长11.29%，占营业收入比例21.83%，同时公司产品管线取得多项重要进展：①发布电子膀胱镜、电子输尿管肾盂镜，布局泌尿领域；②发布高光谱平台，布局26个窄波光波段，能够更细致地区分不同深度的血管和组织；③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



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



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；④发布 640 倍细胞内镜以及 140 倍光学放大内镜。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 8.73、10.71、12.72 亿元，同比增长 16.4%、22.7%、18.8%；分别实现净利润 0.75、1.24、1.72 亿元，同比增长 257.1%、65.6%、38.6%；对应 EPS 分别为 0.56、0.92、1.28 元，以 4 月 22 日收盘价 40.34 元计算，对应 PE 分别为 72.4X、43.7X、31.5X，维持“增持-B”评级。

风险提示

➤ 市场占有率、产品丰富度等与国际知名企业存在较大差距的风险；产能相对不足风险；行业政策变化及产品认证风险；技术创新和研发失败的风险；奥林巴斯在中国开展本土化研发及生产的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	678	750	873	1,071	1,272
YoY(%)	52.3	10.5	16.4	22.7	18.8
净利润(百万元)	58	21	75	124	172
YoY(%)	166.4	-63.7	257.1	65.6	38.6
毛利率(%)	73.8	68.1	70.3	71.3	72.3
EPS(摊薄/元)	0.43	0.16	0.56	0.92	1.28
ROE(%)	4.4	1.5	5.0	7.7	9.7
P/E(倍)	93.9	258.5	72.4	43.7	31.5
P/B(倍)	3.9	4.0	3.8	3.5	3.1
净利率(%)	8.5	2.8	8.6	11.6	13.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	1008	993	868	961	1171
现金	245	267	160	140	437
应收票据及应收账款	194	274	239	324	267
预付账款	6	8	8	12	12
存货	200	230	242	270	233
其他流动资产	364	213	218	215	222
非流动资产	587	756	830	889	846
长期投资	4	5	5	5	5
固定资产	254	284	378	453	481
无形资产	83	82	71	61	50
其他非流动资产	245	385	376	371	310
资产总计	1595	1749	1698	1851	2018
流动负债	142	282	166	190	190
短期借款	0	98	0	0	0
应付票据及应付账款	56	82	75	91	94
其他流动负债	86	102	91	99	96
非流动负债	58	86	72	79	75
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	86	72	79	75
负债合计	200	368	238	269	266
少数股东权益	15	14	12	10	8
股本	134	135	135	135	135
资本公积	1069	1077	1083	1083	1083
留存收益	177	157	230	352	522
归属母公司股东权益	1380	1366	1447	1572	1744
负债和股东权益	1595	1749	1698	1851	2018

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	37	-79	131	90	327
净利润	61	20	73	122	170
折旧摊销	46	60	61	68	81
财务费用	-3	0	-0	-0	-2
投资损失	-4	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-120	-182	8	-90	87
其他经营现金流	57	29	-4	-4	-4
投资活动现金流	-28	32	-125	-117	-28
筹资活动现金流	4	53	-113	7	-2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.16	0.56	0.92	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	-0.59	0.97	0.67	2.43
每股净资产(最新摊薄)	10.25	10.14	10.75	11.67	12.95

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	678	750	873	1071	1272
营业成本	178	239	259	307	352
营业税金及附加	6	6	7	8	10
营业费用	232	250	279	332	388
管理费用	91	109	122	139	153
研发费用	147	164	183	209	242
财务费用	-3	0	-0	-0	-2
资产减值损失	-26	-38	-17	-21	-25
公允价值变动收益	8	4	4	4	4
投资净收益	4	6	6	6	6
营业利润	54	7	67	116	166
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	54	6	66	116	166
所得税	-7	-14	-7	-6	-5
税后利润	61	20	73	122	170
少数股东损益	3	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	58	21	75	124	172
EBITDA	97	66	126	183	244

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	52.3	10.5	16.4	22.7	18.8
营业利润(%)	378.1	-87.0	846.5	74.6	42.6
归属于母公司净利润(%)	166.4	-63.7	257.1	65.6	38.6
获利能力					
毛利率(%)	73.8	68.1	70.3	71.3	72.3
净利率(%)	8.5	2.8	8.6	11.6	13.5
ROE(%)	4.4	1.5	5.0	7.7	9.7
ROIC(%)	4.1	1.2	4.8	7.5	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	12.5	21.1	14.0	14.5	13.2
流动比率	7.1	3.5	5.2	5.1	6.2
速动比率	5.5	2.4	3.2	3.1	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	4.2	3.2	3.4	3.8	4.3
应付账款周转率	3.4	3.5	3.3	3.7	3.8
估值比率					
P/E	93.9	258.5	72.4	43.7	31.5
P/B	3.9	4.0	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	50.3	78.5	41.2	28.5	20.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

