

短期业绩承压，全年有望改善

核心观点

2024年和2025Q1收入和净利润均符合预期。24年下半年业绩短期承压，主要受国内招采活动减少以及公司去库存的影响。25Q1招投标有所改善，业绩端的影响主要来自执行渠道去库存策略。展望Q2和下半年，若新一轮设备更新落地范围较广、力度较大，行业设备采购需求有望持续回暖，公司渠道库存或加速消化。随着库存逐步降至合理水平，公司业绩有望逐步改善，考虑下半年业绩基数相对较低，全年业绩增速预计将呈前低后高的趋势。此外，公司下一代升级产品有望于今年下半年推向市场。

事件

公司发布2024年年报和2025年一季报

公司2024年营收为7.50亿元(+10.54%)，归母净利润为2101万元(-63.68%)，扣非归母净利润为-629万元(上年同期为4449万元)，基本每股收益为0.16元/股(-63%)。2024年利润分配预案为：拟向全体股东每10股派发现金红利0.8元(含税)。

2025Q1营收为1.24亿元(-26.92%)，归母净利润为-2879万元(上年同期为276万元)，扣非归母净利润为-3100万元(上年同期为-25万元)，基本每股收益为-0.21元/股。

简评

业绩符合预期，国内短期承压，海外市场实现高增长

公司2024年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为7.50亿元(+11%)、2101万元(-64%)和-629万元(上年同期为4449万元)，业绩符合预期。收入增速较2023年有所放缓，主要受国内终端采购需求短期承压和渠道去库存的影响。扣非净利润实现亏损，主要由于公司增加研发投入、加强营销体系及品牌影响力建设，费用增速大于公司收入增速。24Q4单季度营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为2.49亿元(-0.20%)、-1629万元(上年同期为1267万元)和-2110万元(上年同期为722万元)。

2025Q1营收为1.24亿元(-26.92%)，归母净利润为-2879万元(上年同期为276万元)，扣非归母净利润为-3100万元(上年同期为-25万元)，业绩符合预期。25Q1招投标有所改善，业绩端的影响主要来自执行渠道去库存策略。利润端出现亏损，主要系公司收入下滑以及费用端投入较大所致。

澳华内镜(688212.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期: 2025年06月15日

当前股价: 53.88元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
16.20/14.91	32.22/31.86	3.60/-7.34
12月最高/最低价(元)		56.87/32.00
总股本(万股)		13,466.53
流通A股(万股)		13,466.53
总市值(亿元)		72.56
流通市值(亿元)		72.56
近3月日均成交量(万)		174.83
主要股东		
顾小舟		16.14%

股价表现



分业务来看，2024 年内窥镜设备收入为 7.14 亿元，同比增长 14.72%；内窥镜诊疗耗材收入为 0.21 亿元，同比下降 50.63%；内窥镜维修服务收入 0.13 亿元，同比增长 3.31%，目前收入体量较小。分地区来看，2024 年境内销售收入为 5.86 亿元，同比增长 3.93%，主要由于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。境外收入为 1.61 亿元，同比增长 42.70%，占主营业务收入的比例从 2023 年的 17% 提升至 22%。海外业务实现高增长，主要由于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。

展望 Q2 及全年，招投标有望持续回暖，下半年业绩有望显著改善

根据众成数科统计，2025 年一季度国内医疗设备招投标整体市场规模同比增长 67.49%，我们预计公司终端采购需求恢复较好，业绩端的影响主要来自执行渠道去库存策略。展望 Q2 和下半年，若新一轮设备更新落地范围较广、力度较大，行业设备采购需求有望持续回暖，公司渠道库存或加速消化。随着库存逐步降至合理水平，公司业绩有望逐步改善，考虑下半年业绩基数相对较低，全年业绩增速预计将呈前低后高的趋势。此外，公司下一代升级产品有望于今年下半年推向市场。

AQ-300 助力高端客户群持续突破，产品矩阵持续丰富

AQ-300 作为公司攻克高等级医院的旗舰型产品，上市以来产品性能不断优化、镜体种类持续丰富，核心竞争力持续增强，推动公司中高端系列产品销量和三级医院覆盖数量稳步提升。2024 年，公司中高端机型主机、镜体在三级医院装机（含中标）数量分别是 137 台、522 根（2023 年分别为 96 台、316 根），装机（含中标）三级医院 116 家（2023 年为 73 家）。此外，公司不断丰富产品矩阵，2024 年以来，先后推出了高光谱平台、AQ-150、AQ-120 等内镜系统、640 倍细胞内镜、140 倍光学放大内镜等多个新产品，还储备了 3D 消化内镜、内窥镜机器人、动物镜内镜等多个在研项目。我们认为，丰富的产品组合有望进一步提升公司在中高端市场的核心竞争力，助力公司市场份额逐步提升。

毛利率受会计准则调整和收入结构影响有所下降，研发和营销投入持续加大

2024 年公司毛利率为 68.12%，同比下降 5.66 个百分点，主要系会计准则调整所致，根据 2024 年 3 月财政部发布的新版会计准则，公司质保相关的维修费用与预提费用从原先的销售费用计入营业成本中。此外，公司境外业务毛利率低于境内业务，2024 年境外业务收入占比提升，对毛利率也带来一定影响。销售费用率为 33.38%，同比下降 0.89 个百分点，销售费用同比增长 22%，主要由于职工薪酬、修理费及差旅费增长较多，且公司市场样机投入较多导致折旧摊销增长，相关修理费随之上涨。管理费用率为 14.48%，同比提升 1.08 个百分点，主要系职工薪酬及差旅费用增长所致；财务费用率为 0.01%，同比提升 0.40 个百分点，主要系受汇率波动影响所致的汇兑损失增加，以及本期借款所致的利息支出增加；研发费用率为 21.83%，同比提升 0.15 个百分点，主要系职工薪酬和海外注册认证费用增长较多所致。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为-7893 万元（上年同期为 3741 万元），主要系回款放缓与投入增长所致。应收账款周转天数为 111.67 天，同比增加 26.61 天，主要系公司销售规模持续扩大，应收账款增加，同时受整体市场环境的影响，回款速度放缓导致。其余财务指标基本正常。

2025 年第一季度，公司毛利率为 66.36%，同比下降 10.05 个百分点，主要系会计准则调整所致。销售费用率为 42.30%，同比增加 4.75 个百分点；管理费用率为 24.22%，同比增加 7.83 个百分点；研发费用率为 33.75%，同比增加 7.48 个百分点；财务费用率为-0.27 个百分点，同比下降 0.06 个百分点。公司整体费用率有所提升，主要系收入规模下降所致。经营活动产生的现金流量净额为-0.79 亿元（上年同期为-1.04 亿元），主要系购买商品、接受劳务支付的现金有所减少所致。应收账款周转天数为 212.46 天，同比增加 95.20 天，预计主要系回款

速度放缓所致。其他财务指标基本正常。

短期看好行业招投标回暖和国产替代加速，中长期看好软镜赛道的高景气发展

短期来看，随着行业招投标持续改善，公司渠道库存将逐步降低至合理水平，业绩有望迎来恢复性增长。此外，公司旗舰产品 AQ-300 性能不断优化、镜体种类持续丰富，同时积极推进下一代升级产品的研发，有望驱动公司三级医院覆盖数量持续提升，国产替代进程有望加速。中期来看，公司持续布局 3D 消化内镜、内窥镜机器人系统、一次性内镜等新产品，有望贡献新的盈利增长点。长期来看，一方面，消化道癌筛查需求旺盛，目前国内渗透率仍然较低，公司国内市场份额提升空间大；另一方面，公司积极开拓海外市场，长期成长空间广阔。我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 8.10 亿元、9.98 亿元和 12.23 亿元，分别同比增长 8%、23% 和 22%，归母净利润分别为 0.64 亿元、1.18 亿元和 1.73 亿元，分别同比增长 202%、85% 和 47%。维持“买入”评级。

风险提示

医疗行业合规要求提升的风险；2025 年新一轮设备更新换代政策落地的节奏存在一定的不确定性，业绩存在不及预期的可能性；库存较高的风险；技术创新和研发失败的风险；核心技术泄密风险；研发人员流失的风险；市场拓展和市场竞争风险（竞争对手奥林巴斯下一代新产品 X1 镜体后续在国内上市带来的竞争风险）；部分进口原材料采购受限的风险（公司内窥镜设备的镜头、光源等部分原材料的主要供应商系美国、日本原厂商的代理商或贸易商，未来如因特殊贸易原因导致相关国外供应商停止向国内企业出口上述原材料，将可能在短期内对公司的生产经营产生一定不利影响）；质量控制风险；税收优惠政策变动风险；应收账款回收风险（若公司客户未来经营情况或与公司的合作关系发生不利变化，应收账款回收风险将增加，从而对公司的经营业绩产生不利影响）；汇率波动风险；资产重组及商誉减值的风险；产品认证风险；地缘政治风险。

图表 1： 预测及比率

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	750	810	998	1223
增长率(%)	11%	8%	23%	22%
归属母公司股东净利润	21	64	118	173
增长率(%)	-64%	202%	85%	47%
每股收益(EPS)	0.16	0.47	0.87	1.28
市盈率(P/E)	285	114	62	42

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 6 月 10 日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1008	993	1049	1268	1546
现金	245	267	300	374	471
应收账款	194	322	290	369	459
其他应收款	5	4	6	7	8
预付账款	6	8	10	12	15
存货	200	230	280	336	411
其他流动资产	359	162	163	171	181
非流动资产	587	756	674	587	504
长期投资	4	5	5	6	6
固定资产	271	306	288	264	235
无形资产	83	82	68	54	41
其他非流动资产	228	363	313	263	222
资产总计	1595	1749	1723	1855	2050
流动负债	142	282	211	255	313
短期借款	0	98	0	0	0
应付账款	56	82	88	108	134
其他流动负债	86	102	122	147	180
非流动负债	58	86	82	78	75
长期借款	8	12	8	5	1
其他非流动负债	50	74	74	74	74
负债合计	200	368	292	333	388
少数股东权益	15	14	16	17	18
股本	134	135	135	135	135
资本公积	1069	1077	1077	1077	1077
留存收益	177	155	204	294	433
归属母公司股东权益	1380	1366	1415	1505	1644
负债和股东权益	1595	1749	1723	1855	2050
利润表 (百万元)					
营业收入	678	750	810	998	1,223
营业成本	178	239	260	321	394
营业税金及附加	6	6	7	8	10
营业费用	232	250	243	279	342
管理费用	91	109	101	125	147
研发费用	147	164	162	180	196
财务费用	-3	0	2	-1	-1
资产减值损失	-18	-24	-22	-27	-33
信用减值损失	-8	-14	-12	-15	-18
其他收益	43	52	54	65	80

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公允价值变动收益	8	4	4	4	4
投资净收益	4	6	5	5	6
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	54	7	64	119	173
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	54	6	65	119	173
所得税	-7	-14	0	0	0
净利润	61	20	65	119	173
少数股东损益	3	-1	1	1	1
归属母公司净利润	58	21	64	118	173
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流	37	-79	144	155	245
净利润	61	20	65	119	173
折旧摊销	55	72	82	88	84
财务费用	-3	0	2	-1	-1
投资损失	-4	-6	-5	-5	-6
营运资金变动	-120	-182	3	-101	-122
其他经营现金流	47	17	-2	56	117
投资活动现金流	-28	32	7	-51	-112
资本支出	143	163	0	0	0
长期投资	118	203	0	0	0
其他投资现金流	-289	-335	7	-51	-112
筹资活动现金流	4	53	-118	-30	-35
短期借款	0	98	-98	0	0
长期借款	-4	5	-4	-4	-3
其他筹资现金流	9	-49	-16	-26	-32
现金净增加额	14	6	33	73	98

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk