

公司研究

收入阶段性承压，期待 AQ-400 上市拉动增长

——澳华内镜（688212.SH）2025 半年报点评

要点

事件：

公司发布 2025 年半年度报告，公司 25H1 实现营业收入 2.60 亿元，同比下降 26.36%；实现归属于上市公司股东的净利润-4,076.52 万元，同比由盈转亏；实现扣非归母净利润-5,175.45 万元，同比由盈转亏。

点评：

主动去库存致收入阶段性调整，海外业务实现增长。公司 25H1 收入同比下滑 26.36%，主要因为公司结合自身产品迭代规律及市场需求，主动调整国内业务节奏，对 AQ-300 等产品进行渠道去库存，导致国内收入出现阶段性下滑。尽管国内业务承压，公司海外业务拓展顺利，在欧洲等地区取得一定增长。利润端亏损主要因收入下滑，同时公司为保障核心技术创新、筑牢市场竞争力，战略性推进相关投入，各项费用下降幅度低于收入降幅，费用率被动提升（25H1 销管研发费用率同比提升 10.22pct 至 86.21%）。此外，由于毛利率相对较低的海外业务收入占比提升，公司 25H1 整体毛利率同比下降 9.07pct 至 62.39%。

新旗舰 AQ-400 获批，产品矩阵持续升级。研发方面，公司持续高投入，25 年上半年研发费用达 7,380.91 万元，占营收比例 28.35%。近期，AQ-400 新一代产品主要升级点在于搭载了高光谱系统技术平台，新产品若国内取证有望增强公司差异化竞争力，拉动 26 年销售收入增长。研发方面，公司目前正在积极开发 3D 软性内镜、AI 诊疗技术及 ERCP 机器人，并计划在未来新一代产品中有序应用并持续提升安全性、可靠性和便利性。尤其是 ERCP 的手术机器人已进入注册临床阶段，有望于 2027-2028 年获批上市，打开长期成长空间。公司坚持不断创新，推出新产品，在内镜行业的市场竞争力不断增强。

盈利预测、估值与评级：我们估计 AQ-400 系列取证上市销售后有望对标奥林巴斯新产品，满足临床需求，拉动公司销售收入增长。综合考虑公司内窥镜产品去库存出清、毛利率短期承压、AQ-400 上市后的放量节奏，我们下调公司 25-27 年归母净利润预测分别为 0.06/0.49/0.65 亿元（前次预测为 0.62/0.95/1.36 亿元），考虑到公司新产品具有差异化竞争力，公司在行业内龙头地位稳固，维持“增持”评级。

风险提示：新产品放量不及预期；产品研发及推广不及预期；市场竞争加剧；行业政策变动等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	678	750	767	906	1,080
营业收入增长率	52.29%	10.54%	2.35%	18.16%	19.14%
归母净利润（百万元）	58	21	6	49	65
归母净利润增长率	166.42%	-63.68%	-71.24%	712.80%	32.67%
EPS（元）	0.43	0.16	0.04	0.36	0.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.19%	1.54%	0.44%	3.49%	4.45%
P/E	112	310	1,079	133	100
P/B	4.7	4.8	4.8	4.6	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

增持（维持）

当前价：48.42 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

021-52523697

wujiaqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.35
总市值(亿元):	65.20
一年最低/最高(元):	31.46/57.90
近 3 月换手率:	73.70%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.86	-21.04	-13.68
绝对	-2.54	-3.94	21.71

资料来源：Wind

相关研报

短期业绩承压收入增长放缓，期待公司业绩回暖——澳华内镜（688212.SH）2024 年三季报点评（2024-10-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	678	750	767	906	1,080
营业成本	178	239	271	289	339
折旧和摊销	39	52	55	66	76
税金及附加	6	6	7	9	10
销售费用	232	250	257	304	362
管理费用	91	109	114	118	140
研发费用	147	164	167	181	205
财务费用	-3	0	7	8	9
投资收益	4	6	2	2	2
营业利润	54	7	10	55	72
利润总额	54	6	10	55	72
所得税	-7	-14	0	3	4
净利润	61	20	9	52	68
少数股东损益	3	-1	3	3	3
归属母公司净利润	58	21	6	49	65
EPS(元)	0.43	0.16	0.04	0.36	0.48

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	37	-79	-13	181	77
净利润	58	21	6	49	65
折旧摊销	39	52	55	66	76
净营运资金增加	168	154	85	-6	138
其他	-227	-306	-160	72	-202
投资活动产生现金流	-28	32	-48	-76	-51
净资本支出	-153	-185	-55	-53	-53
长期投资变化	4	5	0	0	0
其他资产变化	121	212	7	-23	2
融资活动现金流	4	53	101	-50	43
股本变化	1	1	0	0	0
债务净变化	1	98	119	-42	59
无息负债变化	20	71	17	16	37
净现金流	14	6	40	56	69

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	73.8%	68.1%	64.6%	68.1%	68.6%
EBITDA 率	19.3%	15.8%	7.6%	13.0%	14.2%
EBIT 率	12.5%	7.8%	0.4%	5.7%	7.2%
税前净利润率	8.0%	0.9%	1.2%	6.1%	6.6%
归母净利润率	8.5%	2.8%	0.8%	5.4%	6.0%
ROA	3.8%	1.2%	0.5%	2.7%	3.3%
ROE (摊薄)	4.2%	1.5%	0.4%	3.5%	4.5%
经营性 ROIC	9.1%	13.7%	0.2%	3.5%	4.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	13%	21%	27%	25%	28%
流动比率	7.11	3.52	2.70	2.93	2.73
速动比率	5.70	2.70	2.05	2.19	2.03
归母权益/有息债务	167.39	12.91	6.07	7.72	6.06
有形资产/有息债务	170.46	14.74	7.54	9.42	7.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,595	1,749	1,883	1,907	2,061
货币资金	245	267	307	363	432
交易性金融资产	334	127	127	132	137
应收账款	193	272	321	253	301
应收票据	2	2	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	4	8	9	11
存货	200	230	271	289	339
其他流动资产	25	83	83	83	84
流动资产合计	1,008	993	1,127	1,140	1,317
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	4	5	5	5	5
固定资产	254	284	305	308	297
在建工程	31	211	184	165	150
无形资产	83	82	83	81	80
商誉	60	43	43	43	43
其他非流动资产	48	4	4	4	4
非流动资产合计	587	756	756	767	745
总负债	200	368	504	478	575
短期借款	0	98	216	174	234
应付账款	56	64	81	87	102
应付票据	0	18	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	0	0	0	1
流动负债合计	142	282	418	389	482
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	74	74	77	80
非流动负债合计	58	86	86	89	93
股东权益	1,395	1,380	1,379	1,429	1,487
股本	134	135	135	135	135
公积金	1,083	1,093	1,094	1,099	1,105
未分配利润	162	140	135	177	226
归属母公司权益	1,380	1,366	1,361	1,409	1,463
少数股东权益	15	14	17	20	23

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	34.27%	33.38%	33.50%	33.50%	33.50%
管理费用率	13.40%	14.48%	14.80%	13.00%	13.00%
财务费用率	-0.39%	0.01%	0.92%	0.94%	0.82%
研发费用率	21.68%	21.83%	21.83%	20.00%	19.00%
所得税率	-13%	-216%	5%	5%	5%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.08	0.01	0.08	0.10
每股经营现金流	0.28	-0.59	-0.10	1.35	0.57
每股净资产	10.30	10.15	10.11	10.46	10.87
每股销售收入	5.06	5.57	5.70	6.73	8.02

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	112	310	1079	133	100
PB	4.7	4.8	4.8	4.6	4.5
EV/EBITDA	49.8	59.3	112.6	55.7	43.0
股息率	0.6%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP