

澳华内镜（688212.SH）

业绩阶段性承压，新旗舰产品 AQ-400 推出

优于大市

核心观点

2025 年上半年，公司业绩短期承压。2025 上半年公司实现营收 2.60 亿元（-26.36%），归母净利润-0.41 亿元（-820.03%），扣非归母净利润-0.52 亿元（-3745.56%）。其中 25Q2 单季营收 1.37 亿元（-25.84%），归母净利润-0.12 亿元（-512.59%），扣非归母净利润-0.21 亿元（-1786.25%）。收入端下滑主要由于国内业务的阶段性调整，终端招投标虽有所回暖，但渠道仍处于消化库存阶段；利润端下滑主要受收入减少影响，同时公司为保障核心技术创新，战略性地保持了高强度的费用投入。

毛利率下滑，费用率上升。2025 上半年公司毛利率 62.39%（-9.07pp），预计系毛利率较低的海外业务占比提升所致。销售费用率 38.51%（+3.82pp），管理费用率 19.35%（+2.75pp），研发费用率 28.35%（+3.65pp），财务费用率-0.31%（-0.20pp），四费率 85.90%（+10.02pp），费用率明显提升，主要系收入规模收缩，以及公司加强了新技术、新产品研发投入和海内外市场营销体系及品牌影响力的建设。

新旗舰产品 AQ-400 获批，产品矩阵持续完善。公司持续加大自主创新科技投入，推动产品迭代，2025 上半年新一代旗舰机型 AQ-400 主机和肠胃镜已获证，同时积极推动内窥镜系统及其相关耗材、软性内镜机器人等相关联产业的研发。

投资建议：考虑渠道去库存的影响，下调盈利预测，2025-2027 年营收 7.1/8.2/9.2 亿元（原为 8.6/9.9/11.1 亿元），同比增速-5%/15%/13%，归母净利润 0.3/0.7/1.0 亿元（原为 0.5/1.0/1.2 亿元），同比增速 61%/101%/51%。当前股价对应 PS=9/8/7x，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场推广不及预期风险；竞争加剧风险；汇率波动风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	678	750	713	816	920
(+/-%)	52.3%	10.5%	-4.9%	14.6%	12.7%
净利润(百万元)	58	21	34	68	102
(+/-%)	166.4%	-63.7%	60.6%	101.0%	50.8%
每股收益(元)	0.43	0.16	0.25	0.50	0.76
EBIT Margin	3.5%	-2.3%	-2.4%	1.2%	4.2%
净资产收益率 (ROE)	4.2%	1.5%	2.5%	5.0%	7.7%
市盈率 (PE)	112.2	310.1	193.2	96.1	63.7
EV/EBITDA	106.5	201.5	253.0	97.3	63.8
市净率 (PB)	4.70	4.77	4.78	4.79	4.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

S0980525070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	48.42 元
总市值/流通市值	6520/6520 百万元
52 周最高价/最低价	58.00/31.51 元
近 3 个月日均成交额	85.82 百万元

市场走势



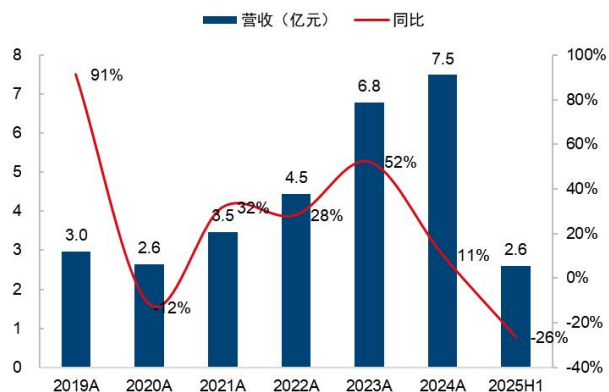
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《澳华内镜（688212.SH）-国内收入增速放缓，海外业务增速亮眼》——2025-04-15
- 《澳华内镜（688212.SH）-短期增长承压，期待招标逐季改善》——2024-10-31
- 《澳华内镜（688212.SH）-收入端稳健增长，持续加大销售和研发投入》——2024-08-28
- 《澳华内镜（688212.SH）-国产软镜龙头，旗舰机型引领新成长》——2024-07-23
- 《澳华内镜（688212.SH）-2024 年一季度营收增长 35%，AQ300 持续发力》——2024-05-06

2025 年上半年，公司业绩短期承压。2025 上半年公司实现营收 2.60 亿元（-26.36%），归母净利润-0.41 亿元（-820.03%），扣非归母净利润-0.52 亿元（-3745.56%）。其中 25Q2 单季营收 1.37 亿元（-25.84%），归母净利润-0.12 亿元（-512.59%），扣非归母净利润-0.21 亿元（-1786.25%）。收入端下滑主要由于国内业务的阶段性调整，终端招投标虽有所回暖，但渠道仍处于消化库存阶段；利润端下滑主要受收入减少影响，同时公司为保障核心技术创新，战略性地保持了高强度的费用投入。

图1：澳华内镜营业收入及增速（单位：亿元、%）



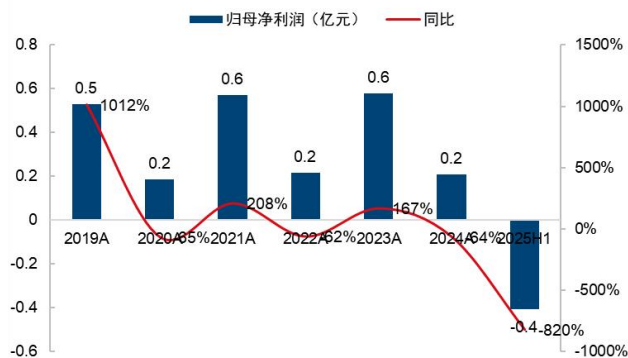
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：澳华内镜单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



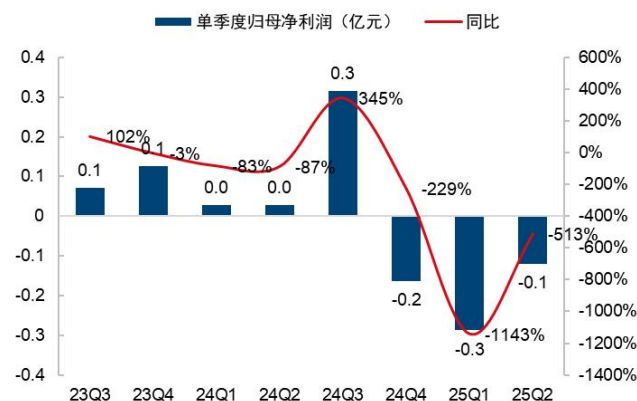
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：澳华内镜归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

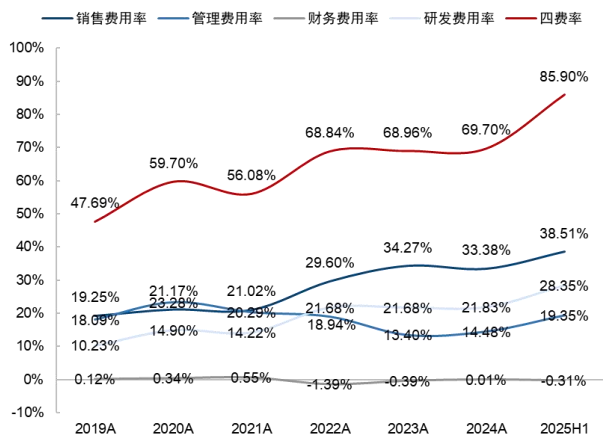
图4：澳华内镜单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

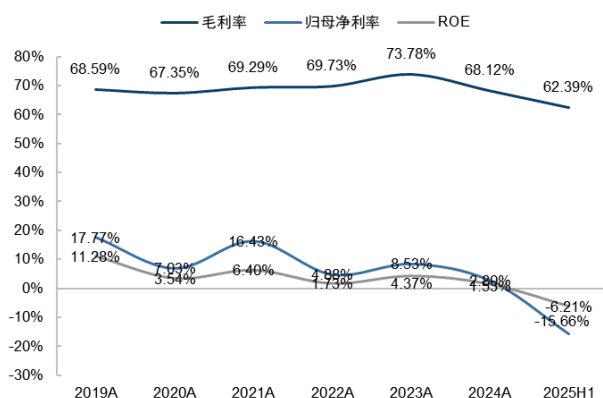
毛利率下滑，费用率上升。2025 上半年公司毛利率 62.39%（-9.07pp），预计系毛利率较低的海外业务占比提升所致。销售费用率 38.51%（+3.82pp），管理费用率 19.35%（+2.75pp），研发费用率 28.35%（+3.65pp），财务费用率-0.31%（-0.20pp），四费率 85.90%（+10.02pp），费用率明显提升，主要系收入规模收缩，以及公司加强了新技术、新产品研发投入和海内外市场营销体系及品牌影响力的建设。

图5：澳华内镜费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：澳华内镜利润率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新旗舰产品 AQ-400 获批,产品矩阵持续完善。公司持续加大自主创新科技投入,推动产品迭代,2025 上半年新一代旗舰机型 AQ-400 主机和肠胃镜已获证,同时积极推动内窥镜系统及其相关耗材、软性内镜机器人等相关联产业的研发。

投资建议：考虑渠道去库存的影响,下调盈利预测,2025-2027 年营收 7.1/8.2/9.2 亿元（原为 8.6/9.9/11.1 亿元），同比增速-5%/15%/13%，归母净利润 0.3/0.7/1.0 亿元（原为 0.5/1.0/1.2 亿元），同比增速 61%/101%/51%。当前股价对应 PS=9/8/7x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	2025/8/29	总市值 亿元	收入（亿元）					PS			ROE		PSG	投资评级
		股价		24A	25E	26E	27E	25A	25E	26E	27E	24A	25E		
688212.SH	澳华内镜	48.42	65	7.4	7.1	8.2	9.2	8.8	9.1	8.0	7.1	1.5%	1.2	1.2	优于大市
300633.SZ	开立医疗	33.03	143	19.9	23.4	26.9	33.0	7.2	6.1	5.3	4.3	4.6%	0.3	0.3	优于大市
688351.SH	微电生理	23.82	112	4.1	5.3	6.8	8.9	27.3	21.3	16.4	12.7	3.0%	0.7	0.7	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：微电生理为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	245	267	585	323	356	营业收入	678	750	713	816	920
应收款项	199	278	230	268	313	营业成本	178	239	254	291	329
存货净额	200	230	287	295	320	营业税金及附加	6	6	5	6	6
其他流动资产	31	91	56	67	87	销售费用	232	250	221	229	248
流动资产合计	1008	993	1284	1081	1202	管理费用	91	109	110	126	132
固定资产	286	495	629	781	941	研发费用	147	164	143	155	166
无形资产及其他	83	82	78	75	72	财务费用	(3)	0	0	0	0
投资性房地产	214	175	175	175	175	投资收益	4	6	4	4	4
长期股权投资	4	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	26	28	(5)	0	0
资产总计	1595	1749	2171	2117	2394	其他收入	(149)	(173)	(79)	(92)	(92)
短期借款及交易性金融负债	8	106	500	423	693	营业利润	54	7	42	77	116
应付款项	56	82	86	92	103	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	77	94	102	102	113	利润总额	54	6	42	77	116
流动负债合计	142	282	688	617	909	所得税费用	(7)	(14)	4	9	14
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	(1)	4	0	0
其他长期负债	58	86	104	123	144	归属于母公司净利润	58	21	34	68	102
长期负债合计	58	86	104	123	144	现金流量表（百万元）					
负债合计	200	368	792	740	1053	净利润	58	21	34	68	102
少数股东权益	15	14	14	14	14	资产减值准备	12	6	24	12	13
股东权益	1380	1366	1364	1363	1326	折旧摊销	39	52	46	65	80
负债和股东权益总计	1595	1749	2171	2117	2394	公允价值变动损失	(26)	(28)	5	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	0	0	0	0
每股收益	0.43	0.16	0.25	0.50	0.76	营运资本变动	(131)	(53)	80	(22)	(33)
每股红利	0.01	0.31	0.27	0.51	1.03	其它	(9)	(5)	(24)	(12)	(13)
每股净资产	10.30	10.15	10.13	10.12	9.85	经营活动现金流	(57)	(7)	165	111	149
ROIC	4.09%	-2.12%	-1%	1%	2%	资本开支	0	(285)	(205)	(226)	(248)
ROE	4.19%	1.54%	2%	5%	8%	其它投资现金流	110	207	0	0	0
毛利率	74%	68%	64%	64%	64%	投资活动现金流	109	(79)	(205)	(226)	(248)
EBIT Margin	3%	-2%	-2%	1%	4%	权益性融资	1	12	0	0	0
EBITDA Margin	9%	5%	4%	9%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	52%	11%	-5%	15%	13%	支付股利、利息	(2)	(42)	(36)	(69)	(138)
净利润增长率	166%	-64%	61%	101%	51%	其它融资现金流	(35)	180	394	(77)	270
资产负债率	13%	22%	37%	36%	45%	融资活动现金流	(37)	109	358	(147)	132
股息率	0.0%	0.6%	0.5%	1.1%	2.1%	现金净变动	14	23	318	(262)	32
P/E	112.2	310.1	193.2	96.1	63.7	货币资金的期初余额	230	245	267	585	323
P/B	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	货币资金的期末余额	245	267	585	323	356
EV/EBITDA	106.5	201.5	253.0	97.3	63.8	企业自由现金流	0	(342)	(94)	(174)	(168)
						权益自由现金流	0	(162)	297	(260)	88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032