

## 澳华内镜 (688212.SH)

## 国内市场短期承压，海外市场延续增长，期待 AQ-400 新品放量

澳华内镜发布 2025 年半年度报告。2025H1 公司实现营业收入 2.60 亿元，同比下滑 26.36%；归母净利润-4077 万元，同比下滑 820.03%；扣非后归母净利润-5175 万元，同比下滑 3745.56%。分季度看，2025Q2 实现营业收入 1.37 亿元，同比下滑 25.84%；归母净利润-1197 万元，同比下滑 512.59%；扣非后归母净利润-2075 万元，同比下滑 1786.25%。

观点：业务调整导致业绩短期波动，毛利率下降主要系国内产品结构变化及毛利率较低的海外业务占比提升。国内高端市场与下沉市场两手抓，海外产品准入与市场推广进展顺利，全球营销网络布局不断完善。新产品推陈出新，经营节奏与产品布局持续优化，筑牢长期发展根基。

业务调整导致业绩短期波动，经营节奏与产品布局优化筑牢长期发展根基。2025H1 公司根据产品迭代与市场需求节奏，对业务开展进行了动态调整，导致业绩出现短期波动。2025H1 公司各产品线表现如下，1) 内窥镜设备：收入 2.40 亿元 (同比-29.63%)，毛利率 63.75% (同比-8.34pp)；2) 内窥镜诊疗耗材：收入 966 万元 (同比+40.10%)，毛利率 22.74% (同比-23.18pp)；3) 内窥镜维修服务：收入 933 万元 (同比+122.29%)，毛利率 70.76% (同比+3.02pp)。2025H1 公司毛利率为 62.39% (同比-9.07pp)，主要系：1) 毛利率较低的海外业务占比提升；2) 国内产品结构变化。2025H1 公司销售费用率 38.51% (同比+3.82pp)，管理费用率 19.35% (同比+2.75pp)，研发费用率 28.35% (同比+3.65pp)，收入规模下滑后期间费用率有所抬升。随着公司有序优化经营节奏与产品布局，有望筑牢未来长期发展根基。

海内外市场齐发力，全球营销网络持续完善。国内市场：公司以 AQ-300 等高端产品进军三级医院等高端客户，随着新一代旗舰机型 AQ-400 主机和肠胃镜获证，高端市场有望加速突破。公司亦持续深耕广阔县域市场，助力县域地区内镜科室建设和诊疗率提升。2025H1 公司已在全国 11 个省 13 个地级市举办 16 场基层培训活动，在太和县、昆山市、木垒县、连江县、洛阳市等多个地区的基层医院协助开展诊疗技术普及，助力下沉市场渠道拓展。海外市场：公司持续深耕海外市场，多个国家的产品准入以及市场推广进展顺利，海外营销网络布局已取得阶段性成果，驱动 2025H1 海外收入增长。

多款新产品上市，产品矩阵不断完善。公司高度重视研发创新，2025H1 产品管线取得多项进展。1) AQ-400：新一代旗舰机型 AQ-400 主机和肠胃镜已获证。2) 双钳道内镜：双钳道“双手”协同，实现效能全升级。3) 复合电子支气管镜：创新结构助力肺结节诊疗。4) 60 系列消化内镜：涵盖胃镜、肠镜、超细内镜、140 倍光学放大内镜、十二指肠镜等多个镜种，兼顾了消化科日常检查、病变筛查和复杂介入治疗等多种情况。公司产品布局持续完善，为长期持续增长筑牢根基。

盈利预测与投资建议。考虑公司业务调整因素，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 8.30、9.95、11.97 亿元，分别同比增长 10.7%、19.9%、20.4%；归母净利润分别为 0.47、0.94、1.56 亿元，分别同比增长 125.8%、98.1%、66.1%；对应 PE 分别为 136X、68X、41X，维持“买入”评级。

风险提示：销售推广不及预期，新品研发不及预期，市场竞争加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	678	750	830	995	1,197
增长率 yoy (%)	52.3	10.5	10.7	19.9	20.4
归母净利润 (百万元)	58	21	47	94	156
增长率 yoy (%)	167.0	-63.7	125.8	98.1	66.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.43	0.16	0.35	0.70	1.16
净资产收益率 (%)	4.2	1.5	3.7	7.0	11.0
P/E (倍)	111.1	306.0	135.5	68.4	41.2
P/B (倍)	4.7	4.7	5.0	4.8	4.5

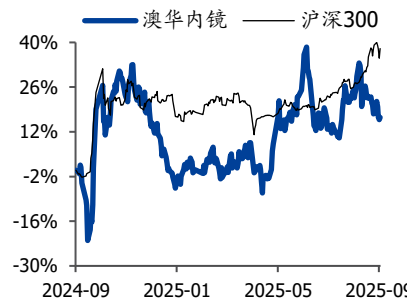
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 05 日收盘价

买入 (维持)

## 股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
09 月 05 日收盘价 (元)	47.74
总市值 (百万元)	6,428.92
总股本 (百万股)	134.67
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	1.88

## 股价走势



## 作者

分析师	张金洋
执业证书编号	S0680519010001
邮箱	zhangjinyang@gszq.com
分析师	杨芳
执业证书编号	S0680522030002
邮箱	yangfang@gszq.com
分析师	王震
执业证书编号	S0680525040002
邮箱	wangzhen1@gszq.com

## 相关研究

- 《澳华内镜 (688212.SH)：海外市场表现亮眼，AQ300 带动高端客户群突破》 2025-04-12
- 《澳华内镜 (688212.SH)：国产软镜龙头，AQ-300 引领 4K 新纪元》 2025-01-10

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1008	993	936	1009	1143
现金	245	267	183	155	120
应收票据及应收账款	194	274	260	320	399
其他应收款	5	4	8	7	9
预付账款	6	8	11	11	14
存货	200	230	295	326	394
其他流动资产	359	210	179	190	207
<b>非流动资产</b>	587	756	772	772	772
长期投资	4	5	5	5	5
固定资产	254	284	284	284	284
无形资产	83	82	82	82	82
其他非流动资产	245	385	401	401	401
<b>资产总计</b>	1595	1749	1708	1781	1915
<b>流动负债</b>	142	282	310	334	389
短期借款	0	98	98	98	98
应付票据及应付账款	56	82	89	102	127
其他流动负债	86	102	123	135	164
<b>非流动负债</b>	58	86	84	84	84
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	86	84	84	84
<b>负债合计</b>	200	368	393	418	472
少数股东权益	15	14	17	19	21
股本	134	135	135	135	135
资本公积	1069	1077	1077	1077	1077
留存收益	177	157	182	229	306
归属母公司股东权益	1380	1366	1297	1344	1422
<b>负债和股东权益</b>	1595	1749	1708	1781	1915

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	37	-79	30	12	33
净利润	61	20	50	96	158
折旧摊销	55	72	0	0	0
财务费用	0	2	0	0	0
投资损失	-4	-6	-8	-8	-10
营运资金变动	-85	-187	2	-76	-115
其他经营现金流	10	19	-14	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-28	32	5	7	10
资本支出	-153	-185	1	0	0
长期投资	122	203	0	0	0
其他投资现金流	3	14	4	8	10
<b>筹资活动现金流</b>	4	53	-121	-47	-79
短期借款	0	98	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	1	0	0	0
资本公积增加	51	7	0	0	0
其他筹资现金流	-47	-52	-121	-47	-79
<b>现金净增加额</b>	14	6	-85	-28	-35

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	678	750	830	995	1197
营业成本	205	239	271	323	386
营业税金及附加	6	6	7	8	10
营业费用	205	250	278	330	395
管理费用	91	109	120	142	168
研发费用	147	164	181	215	256
财务费用	-3	0	-3	-2	-2
资产减值损失	-18	-24	0	0	0
其他收益	43	52	42	61	72
公允价值变动收益	8	4	0	0	0
投资净收益	4	6	8	8	10
资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	54	7	24	46	66
营业外收入	0	0	2	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	54	6	26	46	66
所得税	-7	-14	-24	-50	-92
<b>净利润</b>	61	20	50	96	158
少数股东损益	3	-1	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	58	21	47	94	156
EBITDA	108	85	23	44	65
EPS (元/股)	0.43	0.16	0.35	0.70	1.16

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	52.3	10.5	10.7	19.9	20.4
营业利润(%)	378.1	-87.0	247.2	89.0	42.6
归属母公司净利润(%)	167.0	-63.7	125.8	98.1	66.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	69.7	68.1	67.3	67.5	67.7
净利率(%)	8.5	2.8	5.7	9.4	13.0
ROE(%)	4.2	1.5	3.7	7.0	11.0
ROIC(%)	4.2	2.6	3.1	6.2	9.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	12.5	21.1	23.0	23.5	24.7
净负债比率(%)	-16.4	-10.8	-5.0	-2.8	-0.2
流动比率	7.1	3.5	3.0	3.0	2.9
速动比率	5.5	2.5	1.9	1.9	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.2	3.2	3.1	3.5	3.3
应付账款周转率	3.9	4.0	3.7	3.7	3.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.16	0.35	0.70	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	-0.59	0.23	0.09	0.24
每股净资产(最新摊薄)	10.25	10.14	9.63	9.98	10.56
<b>估值比率</b>					
P/E	111.1	306.0	135.5	68.4	41.2
P/B	4.7	4.7	5.0	4.8	4.5
EV/EBITDA	74.9	61.9	274.1	143.7	99.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年09月05日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com