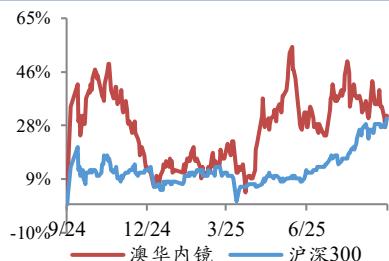


上半年业务持续承压，预计下半年修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-29

收盘价（元）	49.14
近 12 个月最高/最低（元）	57.92/ 32.92
总股本（百万股）	135
流通股本（百万股）	135
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	66
流通市值（亿元）	66

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：谭国超

 执业证书号：S0010521120002
 邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

 执业证书号：S0010523120002
 邮箱：lichan@hazq.com

主要观点：
事件

公司发布 2025 年中报。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%。

其中，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%。

事件点评
● 上半年业务持续承压，公司保持定力去库存

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）。

2025 年上半年，国内软镜终端招采相对去年同期较好，公司结合自身战略强化去库存，从而公司业绩出现一定压力。目前软镜行业中外资企业的市场占有率仍较高，尤其是三级医院，国产可替代空间较大。公司也在持续探索技术创新及产品迭代。随着公司产品性能提升以及市场宣传力度持续增加，临床端对于公司产品的认可度也正在不断提高。公司在以 AQ-300 等高端产品进军三级医院的同时，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。

● 积极推进新产品上市，为未来打基础

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。(5) 内窥镜手术机器人、3D 消化内镜等在研，有望贡献长期收入增量。截至 2025 年 H1，公司内窥镜手术机器人已经完成型检及部分阶段性临床试验工作；3D 内镜已经完成型检及动物试验研究，新品研发稳步推进。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年收入端有望分别实现 8.22 亿元、10.24 亿元、12.77 亿元（2025-2027 年前值预测为 8.44 亿元、10.60 亿元、

相关报告

1. 【华安医药】公司点评：澳华内镜 (688212)：国内市场受行业影响增速放缓，海外市场增长亮眼
 2025-04-14

13.33 亿元), 同比增长分别为 9.7%、24.6% 和 24.7%, 2025-2027 年归母净利润有望实现 0.39 亿元、0.93 亿元、1.38 亿元 (2025-2027 年前值预测为 0.43 亿元、0.81 亿元、1.25 亿元), 同比增长分别为 85.7%、137.5% 和 48.7%。2025-2027 年对应的 EPS 分别约 0.29 元、0.69 元和 1.02 元, 对应的 PE 估值分别为 165 倍、70 倍和 47 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品研发及推广不及预期风险;
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元
营业收入	750	822	1024	1277	
收入同比 (%)	10.5%	9.7%	24.6%	24.7%	
归属母公司净利润	21	39	93	138	
净利润同比 (%)	-63.7%	85.7%	137.5%	48.7%	
毛利率 (%)	68.1%	68.4%	69.4%	69.5%	
ROE (%)	1.5%	2.8%	6.2%	8.4%	
每股收益 (元)	0.16	0.29	0.69	1.02	
P/E	251.13	165.42	69.64	46.84	
P/B	3.96	4.59	4.31	3.95	
EV/EBITDA	61.90	181.63	72.00	49.35	

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	993	1028	1150	1355	营业收入	750	822	1024	1277
现金	267	299	304	363	营业成本	239	260	313	390
应收账款	272	232	281	343	营业税金及附加	6	7	8	10
其他应收款	4	6	7	9	销售费用	250	288	328	396
预付账款	8	8	9	10	管理费用	109	115	143	179
存货	230	284	334	406	财务费用	0	0	0	0
其他流动资产	211	199	215	225	资产减值损失	-24	0	0	0
非流动资产	756	777	794	808	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	6	8	10	13
固定资产	284	289	296	297	营业利润	7	46	109	162
无形资产	82	87	90	93	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	385	397	404	413	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1749	1805	1944	2163	利润总额	6	46	109	162
流动负债	282	300	346	427	所得税	-14	7	16	24
短期借款	98	98	98	98	净利润	20	39	93	138
应付账款	64	83	103	133	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	121	119	145	196	归属母公司净利润	21	39	93	138
非流动负债	86	86	86	86	EBITDA	85	35	87	126
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	0.29	0.69	1.02
其他非流动负债	86	86	86	86					
负债合计	368	386	431	513					
少数股东权益	14	14	14	14					
股本	135	135	135	135					
资本公积	1077	1077	1077	1077					
留存收益	155	194	287	424					
归属母公司股东权益	1366	1405	1498	1636					
负债和股东权益	1749	1805	1944	2163					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-79	95	66	118	成长能力				
净利润	21	39	93	138	营业收入	10.5%	9.7%	24.6%	24.7%
折旧摊销	72	46	50	53	营业利润	-87.0%	551.6%	137.5%	48.7%
财务费用	2	4	4	4	归属于母公司净利	-63.7%	85.7%	137.5%	48.7%
投资损失	-6	-8	-10	-13	盈利能力				
营运资金变动	-187	14	-71	-65	毛利率 (%)	68.1%	68.4%	69.4%	69.5%
其他经营现金流	226	25	164	203	净利率 (%)	2.8%	4.7%	9.0%	10.8%
投资活动现金流	32	-59	-56	-54	ROE (%)	1.5%	2.8%	6.2%	8.4%
资本支出	-185	-54	-58	-57	ROIC (%)	2.6%	-0.6%	1.9%	3.5%
长期投资	203	-13	-8	-10	偿债能力				
其他投资现金流	14	8	10	13	资产负债率 (%)	21.1%	21.4%	22.2%	23.7%
筹资活动现金流	53	-4	-4	-4	净负债比率 (%)	26.7%	27.2%	28.5%	31.1%
短期借款	98	0	0	0	流动比率	3.52	3.43	3.33	3.18
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.67	2.45	2.33	2.20
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	7	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.46	0.53	0.59
其他筹资现金流	-52	-4	-4	-4	应收账款周转率	2.75	3.54	3.65	3.72
现金净增加额	6	31	5	60	应付账款周转率	3.75	3.12	3.04	2.92

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李婵, 医疗行业研究员, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引起的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形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, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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。