

下半年业绩有望逐步改善，看好 AQ-400 上市后快速放量

核心观点

展望下半年，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，公司渠道库存将逐步降低至合理水平，业绩有望逐步改善，考虑下半年业绩基数相对较低，2025全年业绩增速预计将呈现前低后高的节奏。公司新一代旗舰机型AQ-400已于2025年7月在国内获批上市，搭载EDOF（景深）、3D成像、高光谱等功能，25Q4开始有望逐步放量，助力公司加速提升三级医院的市场份额，或驱动明年业绩加速增长。

事件

公司发布 2025 年半年报

2025H1 公司营收为 2.60 亿元（-26%），归母净利润为-4077 万元（-820%），扣非归母净利润为-5175 万元（上年同期为-135 万元），基本每股收益为-0.30 元/股（上年同期为 0.04 元/股）。

简评

上半年业绩符合预期，国内受渠道去库存影响短期业绩承压

公司 2025H1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 2.60 亿元（-26%）、-4077 万元（-820%）和-5175 万元（上年同期为-135 万元），业绩符合预期。2025Q2 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.37 亿元（-26%）、-1197 万元（-513%）和-2075 万元（上年同期为-110 万元）。二季度业绩延续一季度的下滑趋势，主要由于公司在国内市场执行渠道去库存策略，导致国内收入下滑显著，海外产品准入以及市场推广进展顺利、收入取得一定增长；上半年利润端变动幅度较大，主要由于公司收入同比显著下滑，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，使得费用率阶段性有所提升，进而对利润造成一定影响。

分业务来看，2025H1 内窥镜设备收入为 2.40 亿元，同比下降 29.63%；内窥镜诊疗耗材收入为 966 万元，同比增长 40.10%；内窥镜维修服务收入为 933 万元，同比增长 122.29%。内窥镜诊疗耗材和内窥镜维修业务收入体量较低，增速波动较大。

澳华内镜 (688212. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

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 10 月 13 日

当前股价：49.80 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
-4.23/-6.59	8.90/-2.67	5.31/-14.27
12 月最高/最低价 (元)		56.87/38.10
总股本 (万股)		13,466.53
流通 A 股 (万股)		13,466.53
总市值 (亿元)		67.06
流通市值 (亿元)		67.06
近 3 月日均成交量 (万)		196.54
主要股东		
顾小舟		16.14%

股价表现



展望下半年，招投标有望持续回暖，新品 AQ-400 上市后有望快速放量

展望下半年，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，公司渠道库存预计将逐步降低至合理水平，业绩有望逐步改善，考虑下半年业绩基数相对较低，2025 全年业绩增速预计将呈现前低后高的节奏。公司新一代旗舰机型 AQ-400 已于 2025 年 7 月在国内获批上市，搭载 EDOF（景深）、3D 成像、高光谱等功能，25Q4 开始有望逐步放量，助力公司加速提升在三级医院的市场份额，或驱动明年业绩加速增长。

毛利率受收入结构变化影响有所下降，费用下滑主要受冲回已计提股份支付费用的影响

2025 年上半年，公司毛利率为 62.39%，同比下降 9.07 个百分点，主要由于公司境外收入占比提升（境外业务毛利率偏低），此外国内产品结构也有所变化（高毛利率的产品型号收入占比下降），综合导致整体毛利率有所下滑。销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 38.51%、19.35% 和 28.35%，分别同比提升 3.83pct、2.75pct 和 3.65pct，销售费用、管理费用和研发费用分别同比下降 18%、14% 和 15%，主要系公司预计 2025 年运营结果不能满足限制性股票归属条件，上半年冲回已计提股份支付费用，费用率提升主要系费用降幅小于营收降幅。财务费用率为-0.31%，同比下降 0.20pct，主要系受汇率波动影响所致的汇兑收益增加所致。2025H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-1.01 亿元（上年同期为-1.29 亿元），较上期有所转好，主要由于公司收紧账期、加大催收力度。存货周转天数为 446.87 天，同比增加 58.60 天，预计主要受经销商渠道去库存的影响。其余财务指标基本正常。

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，公司下一代旗舰机型 AQ-400 已于 2025 年 7 月在国内上市，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，公司持续布局内窥镜机器人系统、一次性内镜等新产品，有望成为新的盈利增长点。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 7.31 亿元、9.71 亿元和 12.78 亿元，同比增速分别为-3%、33% 和 32%，归母净利润分别为 0.07 亿元、0.97 亿元和 1.58 亿元，同比增速分别为-65%、1200% 和 64%，利润增速预测波动较大，主要由于公司仍处于费用高投入阶段，且利润率跟营收规模有关，导致利润率波动较大，随着公司营收规模增长，25-27 年净利率预计呈逐步提升趋势。维持“买入”评级。

风险提示

1) 行业政策风险：部分行业政策具有不可预测性，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，存在本报告给出的盈利预测达不到的风险；国内医疗设备集采造成公司毛利率水平下降的风险；地缘政治风险。

2) 研发和技术相关的风险：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。

3) 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 镜体在国内上市后带来的竞争风险；

4) 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。

5) 其他风险：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。

图表1： 预测及比率

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	750	731	971	1278
增长率(%)	11%	-3%	33%	32%
归属母公司股东净利润	21	7	97	158
增长率(%)	-64%	-65%	1200%	64%
每股收益(EPS)	0.16	0.06	0.72	1.18
市盈率(P/E)	332	936	72	44

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 09 月 30 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	1007	1185	1421
现金	245	267	285	291	286
应收账款	194	322	261	359	480
其他应收款	5	4	6	6	9
预付账款	6	8	9	12	16
存货	200	230	287	347	448
其他流动资产	359	162	159	169	184
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	1681	1772	1925
流动负债	142	282	214	263	340
短期借款	0	98	0	0	0
应付账款	56	82	90	112	145
其他流动负债	86	102	124	151	195
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	296	341	415
少数股东权益	15	14	15	15	16
股本	134	135	135	135	135
资本公积	1069	1077	1077	1077	1077
留存收益	177	155	159	205	283
归属母公司股东权益	1380	1366	1370	1416	1494
负债和股东权益	1595	1749	1681	1772	1925
利润表（百万元）					
营业收入	678	750	731	971	1,278
营业成本	178	239	266	332	429
营业税金及附加	6	6	6	8	10
营业费用	232	250	226	272	358
管理费用	91	109	102	121	153
研发费用	147	164	153	175	204
财务费用	-3	0	2	-1	-1
资产减值损失	-18	-24	-20	-26	-34
信用减值损失	-8	-14	-11	-14	-19
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	7	98	159
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	8	98	159
所得税	-7	-14	0	0	0
净利润	61	20	8	98	159
少数股东损益	3	-1	0	1	1
归属母公司净利润	58	21	7	97	158

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	37	-79	116	83	169
净利润	61	20	8	98	159
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	34	-124	-164
其他经营现金流	47	17	-4	28	96
投资活动现金流	-28	32	9	-23	-91
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	9	-23	-91
筹资活动现金流	4	53	-107	-54	-83
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	-5	-50	-80
现金净增加额	14	6	18	6	-5

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

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。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

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