

2025 年 10 月 31 日

澳华内镜（688212.SH）

业绩逐步改善，AQ-400 新品有望贡献增量

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2025 年三季度报告，2025Q1-3 实现营收 4.23 亿元（-16%，同比增速，下同）；归母净利润-0.56 亿元（-250%）；扣非归母净利润-0.68 亿元（-560%）；2025Q3 单季度，公司实现营收 1.62 亿元（+10%），实现归母净利润-0.15 亿元（-148%），实现扣非归母净利润-0.16 亿元（-201%）。

◆ **国内市场逐步恢复，海外市场持续突破。**在国内终端市场方面，医疗设备行业终端招标有所复苏，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。同时，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，目前公司的海外销售区域以欧洲和 ROW 区域为主，持续完善海外市场布局：1）一是欧洲市场：公司于 2018 年收购德国 WISAP，拥有一支本土化生产、营销、售后团队，近年来业绩表现较好，同时公司也在加快高端产品在欧洲市场准入工作，已陆续获得阶段性成果；2）二是 ROW 区域，比如巴西、韩国、马来西亚、泰国、缅甸等区域从 0 到 1，逐步完成高端机型覆盖。

◆ **AQ-400 新品重磅上市，主机性能升级明显。**AQ-400 推出了全新软镜和成像技术，并且主机性能也有了明显的升级。具体来看：（1）3D 成像技术，将双镜头成像系统整合进纤细镜身，可精确模拟人类双眼的立体视觉，并通过算法修正视差，还原更真实的临床细节，赋能临床诊疗。（2）EDOF 功能，景深拓展技术，将近距离拍摄的图像与远距离拍摄的图像结合在一起，生成具有更宽景深的图像，从而使整个图像区域内都具有更高的清晰度和更丰富的细节，确保连续进行广泛的观察，减少了在检查过程中频繁切换观察模式的需要。（3）AQ400 搭载高光谱光学染色平台，不仅可通过 5-LED 实现白光和 4 种 CBI 分光染色模式；更可通过高光谱功能大幅拓展波段数量，更细致区分不同深度血管和组织。（4）AQ400 实现了一体化主机，整合了图像处理器、光源及相关操控模块，可以简化安装及调试步骤。同时轻巧机身更便于移动诊疗、应急救援等多场景应用。AQ-4003D 超高清软镜系统有望凭借多维度技术突破与性能升级，构建起差异化竞争优势，既能解决临床诊疗中的实际痛点，也进一步完善了公司高端产品矩阵；未来该产品有望加速渗透国内三级医院市场、推进海外高端市场准入，成为驱动公司业务增长的核心引擎，助力国产高端内镜替代进程再提速。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.09/0.86/1.31 亿元，增速分别为-59%/900%/52%。考虑到国内设备招投标逐步改善，公司 AQ-300 产品销售持续推进，同时，随着新产品 AQ-400 上市，有望为公司增加新的营收增长点，维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，研发进度不及预期风险。

医药 | 医疗器械III

增持(维持)

投资评级

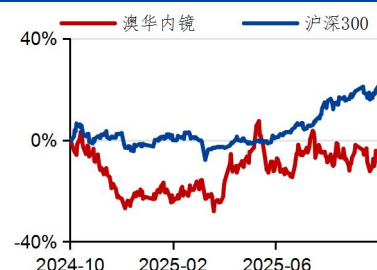
股价(2025-10-30)

47.31 元

交易数据

总市值（百万元）	6,371.01
流通市值（百万元）	6,371.01
总股本（百万股）	134.67
流通股本（百万股）	134.67
12 个月价格区间	53.88/39.29

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.8	-18.23	-31.26
绝对收益	-5.85	-4.77	-10.16

分析师

刘颖然

 SAC 执业证书编号：S0910525060002
 liuhaoran@huajinsc.cn

分析师

苏雪儿

 SAC 执业证书编号：S0910525030002
 suxueer@huajinsc.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	678	750	779	941	1,135
YoY(%)	52.3	10.5	3.9	20.8	20.6
归母净利润(百万元)	58	21	9	86	131
YoY(%)	166.4	-63.7	-58.9	900.4	51.8
毛利率(%)	73.8	68.1	62.5	64.0	65.0
EPS(摊薄/元)	0.43	0.16	0.06	0.64	0.97
ROE(%)	4.4	1.5	0.6	5.8	8.1
P/E(倍)	110.1	303.2	738.5	73.8	48.6
P/B(倍)	4.6	4.7	4.7	4.4	4.0
净利率(%)	8.5	2.8	1.1	9.2	11.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1008	993	927	1033	1230
现金	245	267	39	119	57
应收票据及应收账款	194	274	245	259	383
预付账款	6	8	8	12	11
存货	200	230	357	308	480
其他流动资产	364	213	278	335	299
非流动资产	587	756	695	727	750
长期投资	4	5	5	5	5
固定资产	254	284	303	337	359
无形资产	83	82	82	80	77
其他非流动资产	245	385	305	305	308
资产总计	1595	1749	1622	1760	1980
流动负债	142	282	193	236	323
短期借款	0	98	53	31	133
应付票据及应付账款	56	82	60	120	97
其他流动负债	86	102	79	85	94
非流动负债	58	86	51	61	64
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	86	51	61	64
负债合计	200	368	244	296	387
少数股东权益	15	14	14	13	11
股本	134	135	135	135	135
资本公积	1069	1077	1077	1077	1077
留存收益	177	157	162	213	277
归属母公司股东权益	1380	1366	1364	1450	1581
负债和股东权益	1595	1749	1622	1760	1980

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	37	-79	-15	210	-131
净利润	61	20	9	85	129
折旧摊销	46	60	52	50	59
财务费用	-3	0	3	4	7
投资损失	-4	-6	-4	-5	-5
营运资金变动	-120	-182	-89	87	-313
其他经营现金流	57	29	13	-11	-8
投资活动现金流	-28	32	-111	-114	-29
筹资活动现金流	4	53	-130	12	4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.16	0.06	0.64	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	-0.59	-0.11	1.56	-0.97
每股净资产(最新摊薄)	10.25	10.14	10.13	10.77	11.74

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	678	750	779	941	1135
营业成本	178	239	292	339	397
营业税金及附加	6	6	5	7	8
营业费用	232	250	249	263	318
管理费用	91	109	93	108	119
研发费用	147	164	148	160	182
财务费用	-3	0	3	4	7
资产减值损失	-26	-38	-20	-24	-27
公允价值变动收益	8	4	5	6	6
投资净收益	4	6	4	5	5
营业利润	54	7	7	81	128
营业外收入	0	0	2	2	1
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	54	6	8	82	128
所得税	-7	-14	-0	-2	-1
税后利润	61	20	9	85	129
少数股东损益	3	-1	-0	-1	-2
归属母公司净利润	58	21	9	86	131
EBITDA	92	65	61	133	189

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	52.3	10.5	3.9	20.8	20.6
营业利润(%)	378.1	-87.0	-0.1	1052.5	57.5
归属于母公司净利润(%)	166.4	-63.7	-58.9	900.4	51.8
获利能力					
毛利率(%)	73.8	68.1	62.5	64.0	65.0
净利率(%)	8.5	2.8	1.1	9.2	11.5
ROE(%)	4.4	1.5	0.6	5.8	8.1
ROIC(%)	3.7	0.9	0.6	5.6	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	12.5	21.1	15.0	16.8	19.6
流动比率	7.1	3.5	4.8	4.4	3.8
速动比率	5.5	2.4	2.7	2.8	2.1
营运能力					
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	3.0	3.7	3.5
应付账款周转率	3.4	3.5	4.1	3.8	3.7
估值比率					
P/E	110.1	303.2	738.5	73.8	48.6
P/B	4.6	4.7	4.7	4.4	4.0
EV/EBITDA	63.1	94.8	102.2	45.4	33.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

刘颖然、苏雪儿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn