

ERCP 机器人临床试验取得阶段性进展，有望成为第二增长曲线

核心观点

近期公司 ERCP 手术机器人临床试验取得阶段性进展，试验验证了 ERCP 手术机器人在安全性、高效性和易操作性等方面的优势，该产品预计 2027-2028 年在国内获批上市，中长期有望成为公司第二增长曲线。展望 Q4，公司渠道库存有望逐步降低至正常水平，AQ-400 新产品有望开始贡献收入增量，预计收入在去年低基数下有望实现较好的增长，净利润有望实现扭亏为盈，全年净利润预计为正值。展望明年，公司渠道库存预计将保持正常水平，叠加 AQ-400 新产品在三级医院的快速放量，收入和净利润在今年低基数的基础上有望实现快速增长。

事件

公司官方公众号披露 ERCP 手术机器人科研临床试验阶段性成果

近期，公司 ERCP 手术机器人在通过型检后迎来新突破，联合南京大学医学院附属鼓楼医院王雷教授完成的科研临床试验取得阶段性成果。

简评

ERCP 手术机器人阶段性临床表现优异，27-28 年有望在国内获批上市

本次试验验证了 ERCP 手术机器人在安全性、高效性和易操作性等方面的优势。本次研究共纳入 26 例胆总管结石患者，在整个临床试验中，所有手术均平稳完成，未报告任何与手术或设备相关的不良事件，为产品在临床的广泛应用奠定了坚实的安全基础。本次平均手术时长为 39.62 分钟，最短耗时仅 17 分钟，中位插管时间仅为 2.5 分钟，体现了系统的高效性。所有计划的取石操作及引流管放置操作均获成功，成功率达到 100%。ERCP 手术机器人通过物理隔绝与遥操作技术，可以帮助医生远离辐射、保障医生安全，有效解决了 ERCP 传统操作中医生需暴露于 X 射线辐射下的临床痛点，数据显示，医生所受辐射剂量从常规操作下的约 1.245 μ Sv 大幅降低至 0.099 μ Sv。该系统的另一大优势在于其易用性、不改变医生使用习惯，显著缩短了学习曲线。数据显示，插管时间随手术例数增加而显著缩短。

澳华内镜 (688212.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

李虹达

lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期：2025 年 12 月 15 日

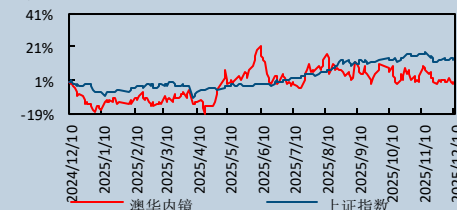
当前股价：47.00 元

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
-2.49/-0.06	-9.62/-12.06	2.62/-12.01
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)		63.29
流通市值 (亿元)		63.29
近 3 月日均成交量 (万)		214.48
主要股东		
顾小舟		16.02%

股价表现



目前公司已正式启动规模更大、覆盖更广的多中心注册临床试验，若临床及注册环节进展顺利，公司 ERCP 手术机器人有望于 2027-2028 年在国内获批上市，贡献新的业绩增长点。此外，国外医生传统术式学习曲线更长且对职业安全辐射防护要求更高，内窥镜机器人系统在海外推广具有优势，公司后续会根据项目进度启动海外注册和推广工作。公司临床试验进展全球领先，若未来大规模临床试验开展顺利、医生认可度高、可实现大规模销售，有望为公司贡献较多的收入和估值。

ERCP 手术机器人有望降低手术门槛，驱动 ERCP 手术渗透率逐步提升

ERCP(经内镜逆行性胰胆管造影)技术作为胆胰疾病诊治的重要手段，一直是消化内镜领域技术含量最高、操作难度最大的技术之一。传统 ERCP 手术面临两大突出难题：医生需要暴露在 X 射线辐射环境中操作以及技术学习曲线陡峭。根据《中国外科 ERCP 医师培训专家共识意见（2022 年版）》，我国 ERCP 每年需求量为 80-100 万例，全国每年 ERCP 手术量不足 30 万例，ERCP 手术率远低于发达国家水平，主要由于 ERCP 技术学习门槛高、培训周期长，导致目前培养的医生数量难以满足临床需求。根据《2020 年中国消化内镜诊疗技术调查报告》，2019 年我国三级医院有 ERCP 操作间的比例为 53.73%，二级医院有 ERCP 操作间的比例仅为 7.98%，全国能够开展 ERCP 手术的医师数仅 4279 名，ERCP 手术量仅 20.05 万例。

ERCP 手术机器人可有效解决传统 ERCP 手术中医生暴露于 X 射线辐射下、体力负担重等核心痛点，同时操作流程简化，学习曲线更短，有利于推动 ERCP 技术普及，缓解行业医生培养周期长、手术渗透率低的现状。

新品 AQ-400 上市后有望快速放量，明年业绩有望加速增长

展望 Q4，公司渠道库存有望逐步降低至正常水平，AQ-400 新产品有望开始贡献收入增量，预计收入在去年低基数下有望实现较好的增长，净利润有望实现扭亏为盈，全年净利润预计为正值。展望明年，公司渠道库存预计将保持正常水平，叠加 AQ-400 新产品在三级医院的快速放量，收入和净利润在今年低基数的基础上有望实现快速增长。

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 7.10 亿元、9.31 亿元和 12.34 亿元，同比增速分别为-5.24%、31.06%和 32.51%，归母净利润分别为 0.09 亿元、0.97 亿元和 1.59 亿元，同比增速分别为-58.76%、1013.97%和 64.23%，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	710	931	1234
增长率(%)	10.54%	-5.24%	31.06%	32.51%
归属母公司股东净利润	21	9	97	159
增长率(%)	-63.68%	-58.76%	1013.97%	64.23%
每股收益（元/股）	0.16	0.06	0.72	1.18
市盈率(P/E)	301	730	66	40

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 12 月 10 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	1002	1174	1408
现金	245	267	296	313	310
应收账款	194	322	254	344	463
其他应收款	5	4	5	6	8
预付账款	6	8	9	11	15
存货	200	230	279	332	430
其他流动资产	359	162	158	168	182
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	1676	1761	1912
流动负债	142	282	209	251	327
短期借款	0	98	0	0	0
应付账款	56	82	88	107	140
其他流动负债	86	102	121	144	187
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	291	329	402
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	1371	1416	1494
负债和股东权益	1595	1749	1676	1761	1912
利润表 (百万元)					
营业收入	678	750	710	931	1,234
营业成本	178	239	259	317	412
营业税金及附加	6	6	6	8	10
营业费用	232	250	220	261	345
管理费用	91	109	99	116	148
研发费用	147	164	149	168	197
财务费用	-3	0	2	-1	-1
资产减值损失	-18	-24	-19	-25	-33
信用减值损失	-8	-14	-10	-14	-18
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	8	97	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	9	97	159
所得税	-7	-14	0	0	0
净利润	61	20	9	97	159
少数股东损益	3	-1	0	1	1
归属母公司净利润	58	21	9	97	159

现金流量表 (百万元)

经营活动现金流	37	-79	128	93	172
净利润	61	20	9	97	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	44	-113	-161
其他经营现金流	47	17	-4	27	96
投资活动现金流	-28	32	9	-22	-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	-22	-91
筹资活动现金流	4	53	-108	-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	-6	-50	-80
现金净增加额	14	6	29	17	-3

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。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

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