



25年内镜海外收入高增, 收入同比逐季改善

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报, 2025年实现营业收入23.09亿元(+14.65%), 归属于上市公司股东的净利润1.97亿元(+38.54%), 扣除非经常性损益后的净利润1.80亿元(+63.41%), 25年医疗终端需求复苏, 多产品线战略进入收获期。
- **25年业绩逐季向好, 经营态势持续改善。** 分季度看, 2025Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为4.30/5.34/4.95/8.50亿元, 单季度归母净利润分别为0.08/0.39/-0.14/1.64亿元。2025年, 随着国内医疗终端需求复苏, 医疗设备招标普遍增长, 公司各产品线国内合计中标金额取得历史新高, 公司整体经营态势持续向好。从费用率方面来看, 销售/管理/研发/财务费用率分别为29.26%/6.33%/21.47%/-1.43%。公司全年仍保持较高研发投入强度, 研发费用达4.96亿元, 对短期利润存在影响, 但为公司的中长期发展提供重要助力。
- **内窥镜业务高速增长, 新兴业务崭露头角。** 分产品看, 彩超收入约12.37亿元(+4.52%), 内窥镜及镜下治疗器具收入约10.14亿元(+27.42%)。2025年, 公司对高端超声平台S80/P80系列进行了技术升级, 并发布了声析妇科大模型技术与第六代人工智能产前超声筛查技术凤眼S-Fetus 6.0。在消化与呼吸内镜领域, 全新的4K iEndo智慧内镜平台HD-650实现批量稳定上市, 推动国产内镜迈向诊疗一体化新台阶。微创外科与心血管介入等新兴业务表现亮眼, 核心产品4K三维荧光内窥镜摄像系统SV-M4K200系列在2025年实际销售8个月内终端采购成交超过百套; MUS产品国内临床植入量跻身行业前列, 累计导入医院近800家。
- **研发助力创新升级, 产品矩阵持续丰富。** 25年公司及子公司累计已拥有境内外各项专利共计1150项, 拥有软件著作权共330项。公司秉承“创新科技, 畅享健康”的理念, 坚持高比例研发投入, 2025年研发投入达4.96亿元, 占营业收入比例为21.47%, 不断强化技术创新, 为多产品线高端化发展提供核心动能。
- **盈利预测:** 预计2026~2028年归母净利润分别为3.1、3.9、4.8亿元, 对应EPS为0.73、0.9、1.11元, 对应PE为39、31、25倍。
- **风险提示:** 汇率波动风险; 新产品研发、注册及认证风险; 海外业务拓展不及预期风险; 市场竞争导致产品价格大幅下降的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2308.91	2654.56	3051.32	3510.79
增长率	14.65%	14.97%	14.95%	15.06%
归属母公司净利润(百万元)	197.28	314.55	388.94	478.74
增长率	38.54%	59.44%	23.65%	23.09%
每股收益EPS(元)	0.46	0.73	0.90	1.11
净资产收益率ROE	6.05%	8.92%	10.10%	11.26%
PE	62	39	31	25
PB	3.74	3.46	3.17	2.87

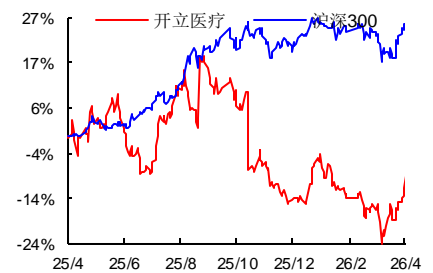
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.33
流通A股(亿股)	2.68
52周内股价区间(元)	23.43-36.61
总市值(亿元)	121.98
总资产(亿元)	44.06
每股净资产(元)	7.54

相关研究

盈利预测

关键假设：

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2026-2028 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 超声：国内外业务持续拓展，公司在超高端、高端及中低端平台的研发持续发力。公司对高端超声平台 S80/P80 系列进行了技术升级，并发布了声析妇科大模型技术与第六代人工智能产前超声筛查技术凤眼 S-Fetus 6.0。随着产品线的逐步发力，以及医疗设备以旧换新的提振，预计 26-28 年收入增速分别为 10%、11%、14%，后续成本优化，预计毛利率将会略有回升，因此预计毛利率 26-28 年在 56-58%。
- 2) 医用内窥镜：公司软镜及硬镜业务双双发力，在消化呼吸领域，推出了 HD-650。在微创外科，推出了 SV-M4K200 系列。医疗设备以旧换新 25 年开始加速落地，以及海外取证后收入增长明显。预计 26-28 年销量增速分别为 22%、20%、16%。预计毛利率保持较为稳定。
- 3) 配件：公司配件业务主要是超声及内窥镜业务的相关配件。预计 26-28 年销量增速分别为 5%、5%、5%。预计毛利率较为稳定。

表 1：公司业务分拆收入预测

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
超声诊断系列	营业收入	1237	1361	1511	1726
	YOY	4.5%	10.0%	11.0%	14.3%
	毛利率	56.4%	56.7%	57.0%	57.3%
医用内窥镜	营业收入	1,014	1,232	1,476	1,717
	YOY	27.4%	21.6%	19.8%	16.3%
	毛利率	68.6%	68.5%	68.5%	68.5%
配件	营业收入	39	41	43	46
	YOY	86.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	65.8%	65.8%	65.8%	65.8%
其他业务	营业收入	19.39	20	21	22
	YOY	36.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	69.6%	69.6%	69.6%	69.6%
合计	营业总收入	2,309	2,655	3,051	3,511
	YOY	14.7%	15.0%	14.9%	15.1%
	毛利率	62.0%	62.4%	62.8%	63.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2308.91	2654.56	3051.32	3510.79	净利润	197.28	314.55	388.94	478.74
营业成本	877.69	997.91	1135.88	1299.63	折旧与摊销	91.96	74.21	85.58	93.57
营业税金及附加	21.27	23.89	27.46	31.60	财务费用	-32.91	-50.00	-49.00	-48.00
销售费用	675.49	722.77	795.05	890.46	资产减值损失	-42.21	-40.00	-40.00	-40.00
管理费用	146.26	160.89	185.02	212.77	经营营运资本变动	-206.90	-247.58	-115.82	-144.56
财务费用	-32.91	-50.00	-49.00	-48.00	其他	-55.38	53.03	-72.51	105.14
资产减值损失	-42.21	-40.00	-40.00	-40.00	经营活动现金流净额	-48.16	104.22	197.19	444.89
投资收益	2.20	5.00	5.00	5.00	资本支出	-198.84	-110.00	-105.00	-100.00
公允价值变动损益	0.16	5.00	5.00	5.00	其他	-9.62	15.85	10.00	10.00
其他经营损益	92.02	100.00	100.00	100.00	投资活动现金流净额	-208.46	-94.15	-95.00	-90.00
营业利润	165.28	328.66	406.15	499.68	短期借款	-31.48	-30.73	-20.00	-10.00
其他非经营损益	-1.09	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	-0.03	5.00	10.00	5.00
利润总额	164.19	327.66	405.15	498.68	股权融资	3.11	0.00	0.00	0.00
所得税	-33.09	13.11	16.21	19.95	支付股利	-77.46	-39.46	-62.91	-77.79
净利润	197.28	314.55	388.94	478.74	其他	15.44	22.85	49.00	48.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-90.41	-42.34	-23.91	-34.79
归属母公司股东净利润	197.28	314.55	388.94	478.74	现金流量净额	-344.14	-32.26	78.28	320.10
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1427.13	1394.87	1473.14	1793.24	成长能力				
应收和预付款项	345.95	362.52	427.41	493.00	销售收入增长率	14.65%	14.97%	14.95%	15.06%
存货	763.60	891.65	1145.62	1252.68	营业利润增长率	35.97%	98.85%	23.58%	23.03%
其他流动资产	279.34	278.92	285.17	292.40	净利润增长率	38.54%	59.44%	23.65%	23.09%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	43.16%	57.30%	25.46%	23.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1085.18	1149.78	1198.02	1233.27	毛利率	61.99%	62.41%	62.77%	62.98%
无形资产和开发支出	253.77	227.87	201.97	176.07	三费率	34.16%	31.40%	30.51%	30.06%
其他非流动资产	251.35	248.43	245.51	242.60	净利率	8.54%	11.85%	12.75%	13.64%
资产总计	4406.31	4554.04	4976.85	5483.26	ROE	6.05%	8.92%	10.10%	11.26%
短期借款	230.73	200.00	180.00	170.00	ROA	4.48%	6.91%	7.82%	8.73%
应付和预收款项	612.10	700.66	807.44	917.90	ROIC	9.49%	13.15%	14.75%	17.16%
长期借款	39.97	44.97	54.97	59.97	EBITDA/销售收入	9.72%	13.29%	14.51%	15.53%
其他负债	261.02	83.68	83.68	83.68	营运能力				
负债合计	1143.82	1029.32	1126.09	1231.56	总资产周转率	0.53	0.59	0.64	0.67
股本	432.71	432.71	432.71	432.71	固定资产周转率	4.26	3.69	3.31	3.38
资本公积	1145.53	1145.53	1145.53	1145.53	应收账款周转率	6.80	6.75	6.91	6.84
留存收益	1791.41	2066.51	2392.54	2793.49	存货周转率	1.06	1.05	1.05	1.06
归属母公司股东权益	3262.49	3524.72	3850.75	4251.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.00%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3262.49	3524.72	3850.75	4251.70	资产负债率	25.96%	22.60%	22.63%	22.46%
负债和股东权益合计	4406.31	4554.04	4976.85	5483.26	带息债务/总负债	23.67%	23.80%	20.87%	18.67%
					流动比率	2.76	3.25	3.37	3.52
					速动比率	2.01	2.26	2.21	2.37
					股利支付率	39.26%	12.54%	16.17%	16.25%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	224.33	352.87	442.73	545.25	每股收益	0.46	0.73	0.90	1.11
PE	61.83	38.78	31.36	25.48	每股净资产	7.54	8.15	8.90	9.83
PB	3.74	3.46	3.17	2.87	每股经营现金	-0.11	0.24	0.46	1.03
PS	5.28	4.60	4.00	3.47	每股股利	0.18	0.09	0.15	0.18
EV/EBITDA	47.24	30.01	23.72	18.66					
股息率	0.63%	0.32%	0.52%	0.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
