

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

创新无止“镜”，国产软镜龙头势不可挡

——澳华内镜（688212.SH）深度报告

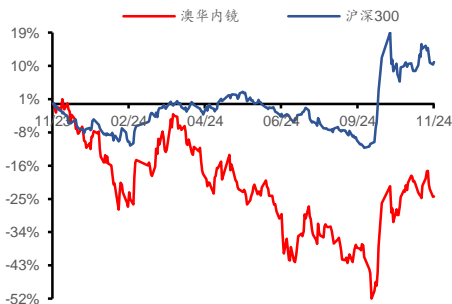
增持（首次）

行业：医药生物
日期：2024年11月20日分析师：王真真
Tel：021-53686246
E-mail：wangzhenzhen@shzq.com
SAC 编号：S0870524030001
分析师：尤靖宜
Tel：021-53686160
E-mail：youjingyi@shzq.com
SAC 编号：S0870524090004

基本数据

最新收盘价（元） 50.13
12mth A 股价格区间（元） 32.00-67.73
总股本（百万股） 134.59
无限售 A 股/总股本 100.00%
流通市值（亿元） 67.47

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

软镜市场前景广阔，澳华突破外资封锁，市占率实现较快增长。我国消化道肿瘤高发，据国家癌症中心数据，2022 年我国胃癌、结直肠癌和食管癌的发病总人数占我国新发恶性肿瘤病例的比例为 25.77%；而内镜取活检是确诊的“金标准”。受早筛需求旺盛与内镜制造技术精进的双轮驱动，据 Future Market Insights 预计，2033 年我国医疗软镜市场规模有望增长至 13.9 亿美元。奥林巴斯、富士和宾得三家日企凭借技术及渠道等优势长期垄断市场，其中奥林巴斯一家独大。国产软镜厂商持续进行研发创新，不断实现零的突破；据医招采数据，按销售数量看，2023 年澳华的消化内镜市占率达 11.88%，较 2021 年提升了 7.20 个百分点。

AQ-300 差异化优势显著，冲刺三级医院水到渠成。作为率先闯入 4K 领域的 AQ-300 超高清内镜系统，在图像、染色、操控性、智能化等方面实现创新与升级，其配备 5LED 光源、白光+4 种 CBI 的多光谱染色模式，搭载超大钳道治疗内镜、100 倍光学放大镜、十二指肠镜、智能辅助设备等多款性能领先的细镜产品，进一步提升公司在高端市场竞争能力。依托于 AQ-300 系统的持续推广，带动公司中高端系列产品在三级医院的销量稳步提升；2023 年，公司营业收入同比增长 52.29%，归母净利润同比增长 167.04%，业绩表现亮眼。

聚焦研发创新，新品呈现井喷态势，构筑未来发展驱动力。公司围绕内镜诊疗领域进行了系统性的产品布局，并长期坚持底层技术创新；公司于 2013/2018/2022/2023 年分别推出 AQ-100/AQ-200/AQ-300/AQ-200 Elite 系列产品，更新迭代速度日益提升，功能性和可操作性显著提高。2023 年新品发布会，澳华一举官宣了 17 款细镜产品，涵盖支气管镜、鼻咽喉镜及经皮胆道镜等；其中不乏 1.8mm 全球最细复式软镜、61% 超大钳径比内镜等“高含金量”的新品。我们认为，“系统升级迭代+镜种布局齐全+在研管线储备丰富”，三管齐下，未来有望驱动公司业绩持续增长。

■ 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润同比增速分别为 0.68%/31.64%/40.29%，2024 年 11 月 19 日收盘价对应 PE 分别为 116/88/63 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

市场竞争风险；原材料采购受限风险；应收账款回收风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	678	804	1019	1294
年增长率	52.3%	18.5%	26.8%	27.0%
归母净利润	58	58	77	108
年增长率	167.0%	0.7%	31.6%	40.3%
每股收益 (元)	0.43	0.43	0.57	0.80
市盈率 (X)	116.62	115.82	87.98	62.72
市净率 (X)	4.89	4.84	4.77	4.63

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年11月19日收盘价）

目 录

1.澳华内镜：剑指高端，尽显锋芒.....	5
1.1 深耕软镜领域，打破外资垄断.....	5
1.2 AQ-300 顺利入院，驱动业绩增长提速.....	6
2.软镜发展驶入快车道，国产品牌强势崛起.....	7
2.1 软镜市场增速可观，4K 消化内镜成高端市场竞争关键 ...	7
2.2 肿瘤早诊早治渐成共识，释放内镜诊疗需求.....	9
2.3 国产企业迎头追赶，与进口性能差距缩小.....	11
3.创新无止“镜”，澳华在竞争中脱颖而出.....	12
3.1 聚焦软镜，纵向打造深度产品矩阵.....	12
3.2 AQ-300 媲美外资竞品，高端市场加速突破.....	14
3.3 坚持全球化战略布局，在研管线储备丰富.....	16
4.盈利预测.....	19
5.风险提示.....	20

图

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：2020~2024Q1-3 公司营收、归母净利润及其增速（单 位：亿元、%）.....	6
图 3：2021~2024H1 公司各项业务收入占比情况（单 位：%）.....	6
图 4：2019~2024Q1-3 公司销售毛利率及净利率..... （单位：%）.....	7
图 5：2019~2024Q1-3 公司销售、管理、财务费用率（单 位：%）.....	7
图 6：2024~2029E 全球各区域软镜市场规模增速.....	7
图 7：2023 年我国软镜系统品牌销售金额市占率..... （单位：%）.....	8
图 8：2023 年我国消化内镜系统品牌销售数量市占率（单 位：%）.....	8
图 9：软性内镜的下一代：4K.....	9
图 10：2022 年我国前十大恶性肿瘤发病情况估计——男女合 计发病顺位（单位：万例）.....	9
图 11：2022 年我国前十大恶性肿瘤死亡情况估计——男女合 计死亡顺位（单位：万例）.....	9
图 12：日本食管癌、胃癌不同临床分期的五年生存率（单 位：%）.....	10
图 13：我国与部分发达国家胃镜开展率(1/10 万)..... （单位：人）.....	11
图 14：我国与部分发达国家肠镜开展率(1/10 万)..... （单位：人）.....	11
图 15：公司多层次产品矩阵.....	13
图 16：2024 年公司具备差异化竞争优势的重磅新品.....	13

图 17: 5 LED+4 种 CBI 分光染色技术真正实现「高画质+高精度」	15
图 18: 2019~2024H1 公司境外收入及增速 (单位: 亿元、%)	17
图 19: 公司携 AQ-300 亮相国际展会	17
图 20: 2019~2024Q1-3 公司研发费用及研发费用率 (单位: 亿元、%)	17
图 21: 2021~2024H1 公司新增发明专利和实用新型专利数量 (单位: 个)	17

表

表 1: 公司 2023 年股权激励方案业绩考核目标	5
表 2: 进口、国产软镜系统部分技术参数对比	11
表 3: 公司 AQ-300 与奥林巴斯 EVIS X1 产品性能对比	14
表 4: 公司在研项目情况 (截至 2024H1)	18
表 5: 收入拆分与预测	19
表 6: 可比公司估值比较	20

1. 澳华内镜：剑指高端，尽显锋芒

1.1 深耕软镜领域，打破外资垄断

三十年沉淀，成就国产软镜龙头。公司成立于1994年，主要从事医用软镜设备及内镜诊疗手术耗材研发、生产和销售。基于在内镜诊疗领域多年的专业技术积累和系统性布局，公司产品已应用于消化科、呼吸科、耳鼻喉科、妇科、急诊科等临床科室。目前，公司已突破内镜光学成像、图像处理、镜体设计、电气控制等领域的多项关键技术，具备较强的竞争优势，在国外厂商处于市场垄断地位的软镜领域占有一席之地，产品已进入德国、英国、韩国等发达国家市场。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

股权结构清晰，新一轮激励计划设定高业绩考核目标。公司实际控制人顾康和顾小舟系父子关系，截至2024Q3，两人分别持有公司12.59%和16.15%的股份；同时两人实际控制的小洲光电持有澳华2.33%的股份，股权较为集中。2023年10月，公司发布新一轮限制性股票激励计划草案，激励对象共计113人（后调整为112人），授予权益合计500.00万股，约占草案公告日公司股本总额的3.73%，授予价格为31.08元/股。业绩考核目标A（公司层面归属比例100%）要求2024-2026年公司营业收入分别不低于9.9/14/20亿元，净利润分别不低于1.2/1.8/2.7亿元。我们认为，新一轮激励奠定公司未来经营目标，有望充分调动员工积极性和创造性。

表 1：公司 2023 年股权激励方案业绩考核目标

归属期	考核年度	业绩考核目标 A/公司层面归属比例 100%		业绩考核目标 B/公司层面归属比例 80%	
		营收 (亿元)	净利润 (亿元)	营收 (亿元)	净利润 (亿元)
第一个归属期	2024	9.9	1.2	9.0	1.1
第二个归属期	2025	14	1.8	12.5	1.6
第三个归属期	2026	20	2.7	17.5	2.4

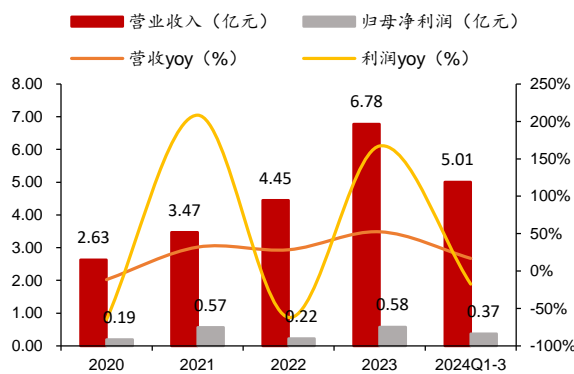
资料来源：公司 2023 年限制性股票激励计划（草案），上海证券研究所注：“净利润”指标以经审计的合并报表的归母净利润，并剔除公司全部在有效期内的股权激励及员工持股计划（若有）所涉及的股份支付费用、商誉减值影响的数值作为计算依据

1.2 AQ-300 顺利入院，驱动业绩增长提速

大环境扰动下收入短期承压，静候业绩回暖。依托于 AQ-300 4K 超高清内镜系统的持续推广，国内大型医疗终端客户数量不断增长，带动中高端系列产品销量的稳步提升；2023 年，公司实现营业收入 6.78 亿元，同比增长 52.29%，归母净利润 0.58 亿元，同比增长 167.04%，表现亮眼。2024Q1-3 公司品牌力持续提升，不断拓宽对各等级医院的覆盖度；实现营业收入 5.01 亿元，同比增长 16.79%，归母净利润 0.37 亿元，同比下滑 17.45%。公司 2024Q2、Q3 单季度收入同比增速较此前明显放缓，Q3 仅呈现个位数增长，公司预计 2024 年运营结果不能满足限制性股票归属条件，我们认为这主要系今年前三季度医疗行业整顿及部分医院等待设备更新政策落地导致终端医院采购延迟，医疗设备招标活动同比明显减少所致。从市场角度看，内镜的诊疗需求并没有减少，医院采购放缓是短期现象，随着 9 月设备更新相关资金陆续下发，部分地方的项目开始实施，以及医院采购回归常态化，我们看好市场复苏下公司业绩的持续释放。

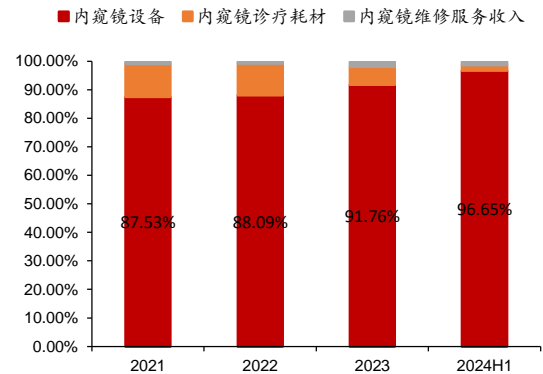
公司营业收入主要由内镜设备、内镜诊疗耗材、内镜维修服务三部分构成，其中内镜设备收入占总收入的比重逐年提升，2024H1 达到 96.65%。

图 2：2020~2024Q1-3 公司营收、归母净利润及其增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：2021~2024H1 公司各项业务收入占比情况（单位：%）

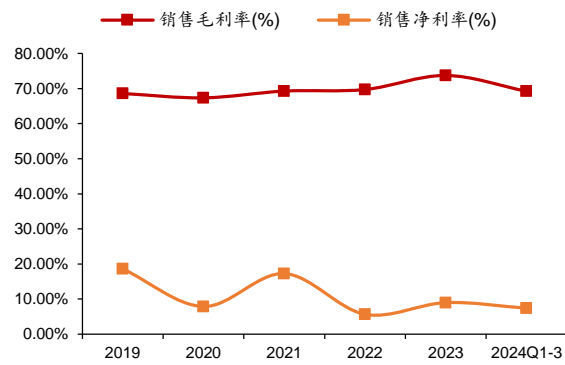


资料来源：Wind，上海证券研究所

毛利率稳定，净利率波动较大。近年来公司毛利率整体较为稳定，2024Q1-3 达 69.25%，较 2023 年有所下滑但仍维持较高水平。2024Q1-3 公司销售费用率同比下降近 4 个百分点，但目前仍处高位；2022 年公司营销团队持续扩张，招募了一批有三级医院网络资源和经验的销售精英，2023 年公司通过加强与医院及专家的学术交流来进行产品推广。高费用投入反映到销售额的产出还需一定的时间，所以 22-23 年公司销售费用率呈现一个冲高态势，但长期随着收入放量，我们认为，销售费用率有望回归到相对合

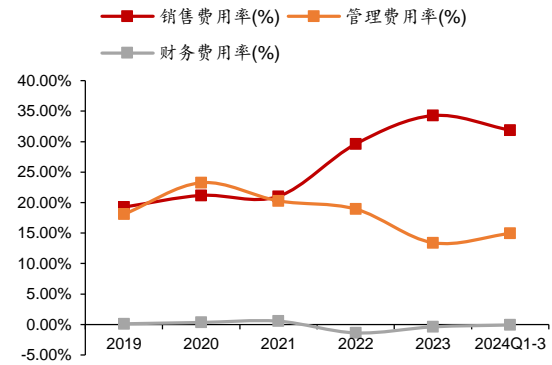
理的水平。管理费用率已经在 2020 年较高的水平上有所回落，2024Q1-3 为 14.94%；从整个管理团队目前的配置而言，后续效率有望提高。总体而言，我们认为，未来随着 AQ-300 临床持续放量，费用率会有一定改善，净利率也会进入相对稳定的阶段。

图 4：2019~2024Q1-3 公司销售毛利率及净利率
(单位：%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：2019~2024Q1-3 公司销售、管理、财务费用率
(单位：%)



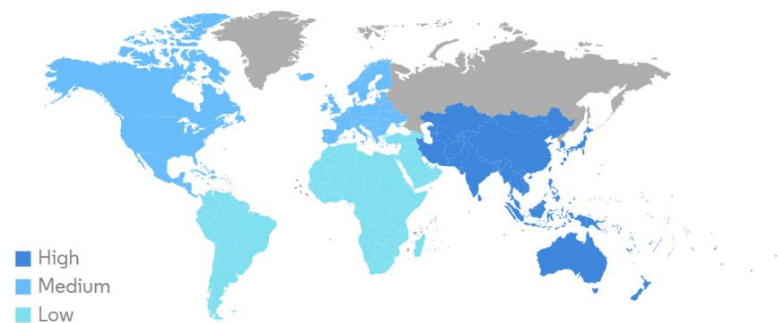
资料来源：Wind，上海证券研究所

2. 软镜发展驶入快车道，国产品牌强势崛起

2.1 软镜市场增速可观，4K 消化内镜成高端市场竞争关键

受益于消化系统疾病高发及肿瘤早期筛查逐渐普及，软镜市场规模持续增长。据 Future Market Insights 数据，2023 年全球医用软镜市场规模为 89.8 亿美元，预计 2033 年将增长至 167.3 亿美元，2023-2033 年 CAGR 为 6.42%。我国软镜市场受需求与内镜制造技术发展的双轮驱动，已步入快速发展时期。2023 年我国医用软镜市场规模为 6.3 亿美元，预计 2033 年将达到 13.9 亿美元，2023-2033 年 CAGR 为 8.25%。

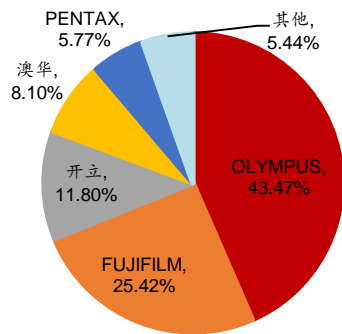
图 6：2024~2029E 全球各区域软镜市场规模增速



资料来源：Mordor Intelligence，上海证券研究所

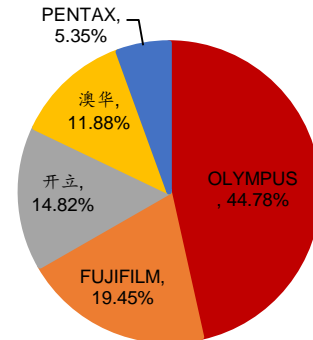
日企占据软镜市场主导地位，澳华市占率提升显著。奥林巴斯、富士和宾得三家日企凭借技术及渠道等优势长期垄断国内软镜市场；其中奥林巴斯一家独大，据医招采数据，按销售金额看，2023年其市占率达43.47%。近年来，国产软镜厂商在持续进行技术研发创新及政策扶持下实现零的突破，2023年开立医疗与澳华内镜的市占率分别为11.80%和8.10%。按销售数量看，2023年澳华的消化内镜市占率较2021年提升7.20个百分点。

图 7：2023 年我国软镜系统品牌销售金额市占率（单位：%）



资料来源：医招采，上海证券研究所

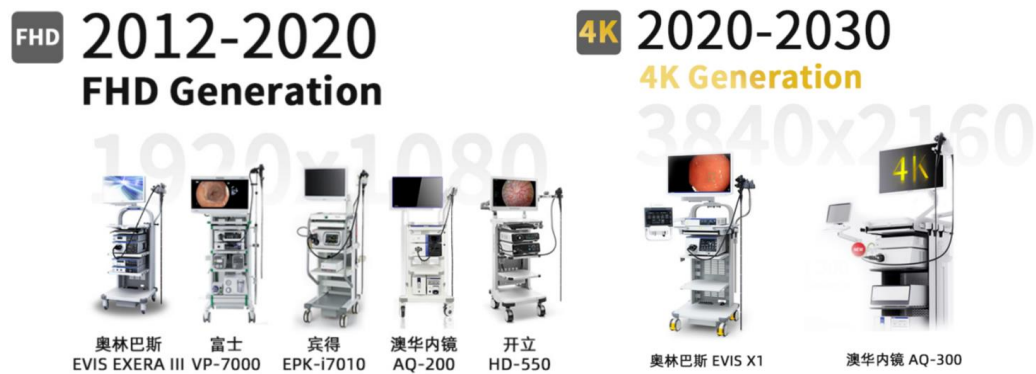
图 8：2023 年我国消化内镜系统品牌销售数量市占率（单位：%）



资料来源：医招采，上海证券研究所

消化内镜迈入 4K 时代，国产企业有望破冰高端市场。即使是高达百万级别的医学影像成像，在面对临床内镜下取活检、精度要求高的手术等情况时，仍然呈现较大的局限性。在硬镜 4K 已是标配的情况下，软镜 4K 可谓是大势所趋。据动脉网，基于更高的分辨率，4K 超高清内镜可观察到细微血管、神经及筋膜层次，还可观察到传统高清内镜难以探查的病变区及活检部位细节；可真实再现影像色彩，对于解剖层面及血管拥有更高的辨识度。软镜市场中，消化内镜占比超过 65%；因此全球企业都把重点放在 4K 消化内镜的商业化上。2020 年 4 月，奥林巴斯宣布推出 EVIS X1 内窥镜系统（欧洲与亚洲部分区域上市）；2023 年 5 月，EVIS X1 和其他两款兼容的胃肠道内窥镜获得 FDA 批准；根据奥林巴斯 2025 财年一季报，EVIS X1 销售势头强劲，在北美实现 62% 的增长。2022 年 11 月，澳华内镜上市了全新一代 4K 超高清内镜系统 AQ-300，成为国内首家推出 4K 软镜的企业。2023 年 10 月，宾得医疗 INSPIRA™ 4K 视频处理器在美上市。

图 9：软性内镜的下一代：4K

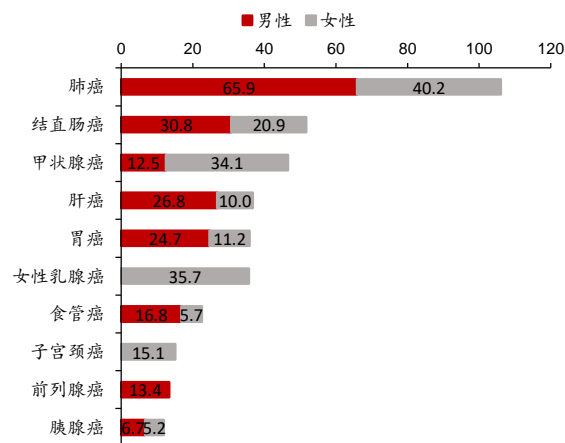


资料来源：器械之家，上海证券研究所

2.2 肿瘤早诊早治渐成共识，释放内镜诊疗需求

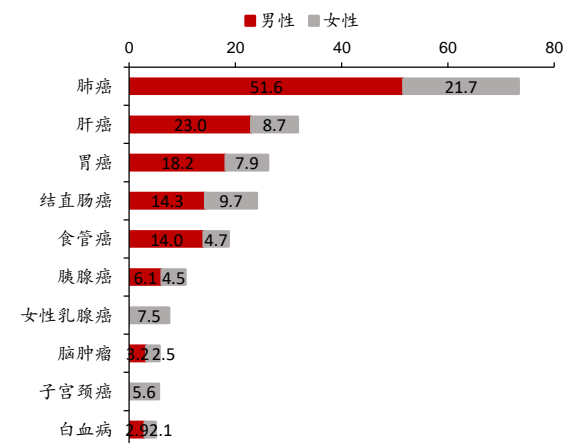
我国消化道肿瘤呈现较高的发病和死亡水平。据国家癌症中心数据显示，2022 年我国消化道肿瘤中的胃癌、结直肠癌和食管癌的发病人数为 124.35 万人，占我国新发恶性肿瘤病例的比例为 25.77%。男性癌症发病前十位中，结直肠癌、胃癌和食道癌分别位列第二位、第四位和第五位，占比分别为 14.68%、11.77%和 7.99%，累计发病人数 72.18 万人；女性癌症发病前十位中，结直肠癌、胃癌和食道癌分别位列第四位、第六位和第十位，占比分别为 9.14%、4.89%和 2.47%，累计发病人数 37.80 万人。据中华肿瘤杂志数据显示，2022 年我国恶性肿瘤死亡顺位中，消化道肿瘤在大多数地区居死亡前 5 位。

图 10：2022 年我国前十大恶性肿瘤发病情况估计——男女合计发病顺位（单位：万例）



资料来源：中华肿瘤杂志，上海证券研究所

图 11：2022 年我国前十大恶性肿瘤死亡情况估计——男女合计死亡顺位（单位：万例）



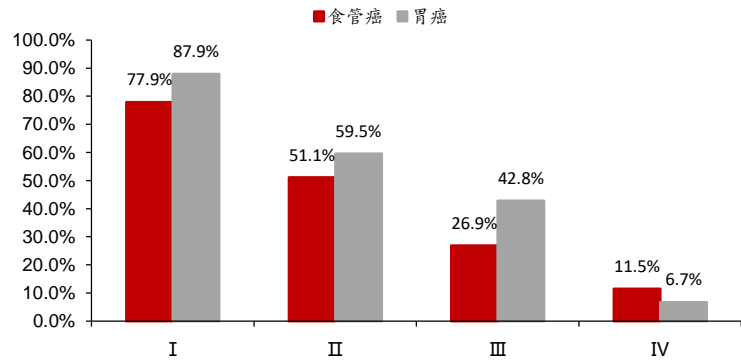
资料来源：中华肿瘤杂志，上海证券研究所

消化系恶性肿瘤发展进程缓慢，早筛窗口期长、可行性强；而内镜取活检是确诊的“金标准”。以胃癌早筛为例，根据《中国胃癌筛查与早诊早治指南(2022,北京)》，胃癌患者的生存时间与其请务必阅读尾页重要声明

临床诊断发现的早晚密切相关；胃癌早期症状不明显，多数患者在确诊时已处于中晚期，即使接受手术治疗的患者 5 年生存率仍 <30%，而早期患者经过及时治疗 5 年生存率可 >90%。2003-2015 年，我国胃癌 5 年相对生存率有所升高，从 27.4% 提升至 35.1%，但仍然明显低于日本（80.1%）和韩国（75.4%）。民众对于胃癌及其筛查的认知程度低等现状制约着我国胃癌筛查与早诊早治工作的效果与收益。

2018 年 4 月，“国家消化道肿瘤筛查及早诊早治计划”正式启动；据中华健康管理学杂志数据显示，项目启动后计划争取每年筛查 1,000 万至 2,000 万人，并计划依托筛查在 2030 年实现我国胃肠道早癌诊断率提高到 20%，胃肠道癌 5 年生存率提高至 50%。自此开展消化道内镜肿瘤筛查进入黄金发展期，从而有利于软镜的普及与销售推广。

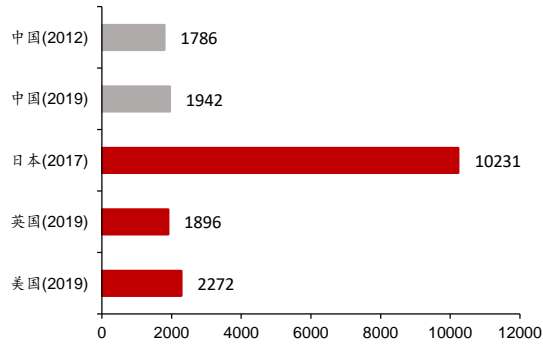
图 12：日本食管癌、胃癌不同临床分期的五年生存率（单位：%）



资料来源：立鼎产业研究网，上海证券研究所

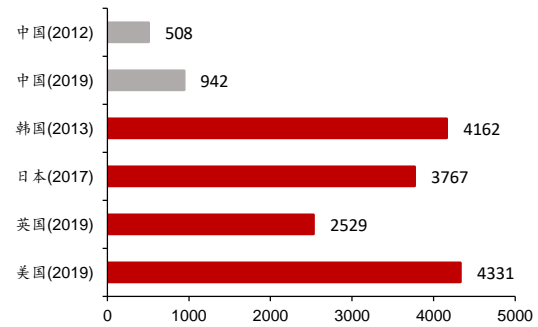
我国消化内镜学科发展迅猛，但胃镜、结肠镜开展率较发达国家仍存在一定差距。据《2020 中国消化内镜技术普查》数据显示，2012-2019 年，我国开展消化内镜诊疗的医疗机构数量增长率为 21.9%；消化内镜诊疗例数增长 34.62%；消化内镜设备保有量大幅度提升，其中消化内镜主机数量增长率达 39.3%。此外，据第二次全国消化内镜普查结果，我国消化道重点早癌检出率大幅提升，分别达到食管癌 18.62%，胃癌 17.21%，结肠癌 16.80%，与消化内镜技术的创新突破实现正相关。但我国消化内镜开展率增长空间仍较大。通过对美国(2019)、日本(2017)和英国(2019)每 10 万人消化内镜开展率对比来看：1) 胃镜：日本的胃镜开展率最高，每 10 万人有 10,231 人，中国 2019 年的开展量已超过英国、接近美国，但与日本相比还差距较大；2) 肠镜：美国(2019)的开展率最高，每 10 万人有 4,331 人开展，而中国(2019)每 10 万仅 942 人开展，差距巨大。

图 13：我国与部分发达国家胃镜开展率(1/10 万)
(单位：人)



资料来源：2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告，公司 2023 年报，上海证券研究所

图 14：我国与部分发达国家肠镜开展率(1/10 万)
(单位：人)



资料来源：2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告，公司 2023 年报，上海证券研究所

2.3 国产企业迎头追赶，与进口性能差距缩小

软镜具有较高的技术壁垒。医用软性电子内镜制造集精密加工制造、图像处理算法、软件开发应用、光学系统设计等技术为一体；软镜常经由人体天然腔道深入体内，镜体较长且需具备一定柔性，光电信号传输距离较远，镜体插入部直径较小且功能集成丰富，对设计工艺及制造技术的要求更高。

国产软镜性能稳步提升，核心技术陆续突破。此前国产软镜与进口品牌的技术差距主要体现在光学技术、镜体操纵性与视野范围三个方面，分别对应光学放大、可变硬度与视场角等性能指标。国内厂商历经多年研发，核心关键技术实现一次次突破。澳华内镜 AQ-300 产品搭载了可变硬度肠镜、光学放大镜，标配有 170 度超大广角肠镜；其 4K 超高清放大内镜可以在不需要缩放的情况下呈现达到 500 万像素的真实有效图像，比之 1080p 全高清在有效像素方面有了跨越式的增长。此外，据思宇 MedTech，在“钳径比”这一指标上，常规的细镜钳径比通常在 30%-50%，而澳华内镜凭借 61%的钳径比成为这一领域的佼佼者。2023 年，澳华内镜发布新品支气管镜 VBC-T50，仅 4.9mm 的外径下搭载了 3.0mm 的大钳道，钳径比高达 61%，参数十分亮眼。4.9mm 的直径使其能够轻松进入狭窄的呼吸道，探索过去难以触及的区域，为临床应用提供更多选择。

表 2：进口、国产软镜系统部分技术参数对比

性能指标	说明	奥林巴斯	澳华内镜	开立医疗
光学放大	可将病灶区图像进行无像素损失的放大，对于医生的筛查诊断具有重要意义	EC 内窥镜拥有 520 倍光学放大，可实现细胞水平的在体观察	4K 超高清放大内镜可以在不需要缩放的情况下呈现达到 500 万像素的真实有效图像	2022 年推出可变焦内镜 EG-550Z，具备光学放大功能，实现对 3mm 物距内的病灶细节进行放大观察，可以

可变硬度	通过旋转内镜软硬度调节环提升软镜灵活性，以适应不同病人的病理需求并满足医生的不同操作偏好	智能弯曲技术、可变硬度技术运用到镜体上，将柔软度大大升级	AQ-300 搭载了可变硬度肠镜	实现 85 倍的图像放大倍率 2022 年推出国内首条带有刚度可调和精确传导功能的 EC-P560 系列电子下消化道内窥镜
视场角	视场角的大小决定了光学仪器的视野范围，视场角越大，视野就越宽阔	170 度宽视野角度已应用于 EVIS LUCERA ELITE 290 系列所有结肠镜；宽视野角度内镜可点亮图像周边及 30 度更宽视野	AQ-300 标配 170 度超大广角肠镜	与 HD-580 系列主机（2023 年获批上市）一同推出的全新系列内镜，胃镜视野角可达 145 度，肠镜具有 170 度视野角大视野
钳径比	大钳道与操控性、灵活性有强关联性；小直径则与患者舒适性及手术方案选择息息相关；钳道越大，镜身越细，钳径比就越优越	推出多款电子支气管镜，并具有不同尺寸的外径与钳道内镜参数，其中 BF-MP290F 在 3.0mm 的外径之下搭配了 1.7mm 的钳道，性能出色，钳径比极高，应用场景灵活	支气管镜 VBC-T50 参数十分亮眼，仅 4.9mm 的外径下搭载了 3.0mm 的大钳道，钳径比高达 61%	与普通结肠镜 12.5mm 的外径比较，推出的 EC-P550S 外径仅有 9.5mm

资料来源：立鼎产业研究网，澳华内镜公众号，澳华内镜投资者关系活动记录表，开立医疗产品注册获批公告，思宇 MedTech，奥林巴斯中国公众号，真不同医疗器械，上海证券研究所

3. 创新无止“镜”，澳华在竞争中脱颖而出

3.1 聚焦软镜，纵向打造深度产品矩阵

和临床紧密结合，持续推进产品技术迭代。公司采用以临床需求为导向和前瞻性预判相结合的研发模式，坚持以用户为中心进行产品开发设计，目前公司主要产品的迭代周期为 4-5 年。2013 年公司推出首台具有分光染色(CBI)功能的电子内镜系统 AQ-100；2018 年推出自主研发的全高清光通内镜系统 AQ-200，创新性地采用激光传输和无线供电技术。2022 年公司推出首款 4K 超高清内镜系统 AQ-300，搭载首款 4K 超高清消化内镜，光学放大可至 100 倍，在外资品牌下一代新产品推向中国市场前抓住了空白窗口期。2023 年公司发布全新 AQ-200 Elite 内镜系统，进一步拓展了可适配内镜的范围，适用于多个科室。

新品井喷，产品管线取得多项进展，提升科室覆盖度。在 2023 年度新品发布会上，澳华一举官宣了 17 款细镜产品，新品涵盖了支气管镜、鼻咽喉镜以及经皮胆道镜等；多平台兼容适配，灵活满足不同科室的诊疗需求。其中，不乏 1.8mm 全球最细复式软镜、2.8mm 全球最细经皮胆道镜、61% 超大钳径比内镜等“高含金量”新品。全新 UHD 系列十二指肠镜在制造工艺以及产品构造上实现了双重革新，为 ERCP 诊疗提供了更好的支持与服务。2024H1 公司相继推出电子经皮胆道镜以及电子膀胱镜，从消化科、呼吸科领域迈入了肝胆外科以及泌尿领域；此外，还发布了电子

输尿管肾盂镜，超细外径的镜体可以进入狭窄的输尿管，助力泌尿结石的治疗。

图 15：公司多层次产品矩阵



资料来源：公司 2024 半年报，上海证券研究所

图 16：2024 年公司具备差异化竞争优势的重磅新品

1 640倍细胞内镜

- 把倍数再扩大，将观察维度推进至更微观的层级。最终内镜的放大技术冲破重重桎梏，抵达640倍的细胞级尺度，让人类能够真正实现肉眼直接在镜下观察到细胞。
- 在细胞内镜下，细胞的排列形态清晰可见，有助于提升活检的精度。

3 高光谱智能影像平台

- 平台将波段的数量扩展到26个，由于不同波长的光穿透组织的深度不同，在照射组织时，可获得多层光学反馈画面，形成「超立方」信息集。
- 通过对信息集中单个、多个光谱的对比分析配合极算力，平台就能够智能捕捉到微小差异，并在极短的时间内实时优化镜下画面，让显示更精确，呈现更细致。

4 140倍光学放大内镜

- 在此前100倍光学放大的基础上再进一步，将放大倍数提高到140倍，可更好地观察更微小黏膜结构的改变。
- 通过精准捕捉病变组织的改变及状态，医生能够更快判断疾病分型，提高诊断效率，具有重大的应用价值。

2 超细胃镜最细可达5.4mm

- 最细达5.4mm的头端直径，能够轻松突破狭窄节段并明确狭窄远端可能存在的病变情况，让老人、管腔狭窄患者等群体也可接受内镜诊疗，免受开刀之苦。
- 同时它可经鼻腔插入体内进行检查，与普通经口胃镜相比，具有不引起呕吐反应、无需全麻、过程保持清醒、并发症少等优势。

5 4K双焦内镜系列

- 双焦内镜的近焦模式可达到65倍大效果，适合对重点部位进行细致观察；远焦模式则可观察体内整体情况，并快速判断背景黏膜状态。而通过4K图像的清晰显示效果，对于潜在的病变组织也有着更好的可见性。
- 而在效率方面，快捷地一键切换近远焦，可以让医师在复杂的诊疗中免去频繁调节的繁琐，让诊疗效率有质的飞跃。

资料来源：公司公众号，上海证券研究所

挑战行业瓶颈，弥补国产空白。澳华 1.8mm 超细内镜发布前，市面上复式软镜的极限尺寸为 2.2mm。此外，在内镜双焦点技术领域，国产企业进展相对较慢，仅奥林巴斯推出的 GIF-HQ290 消请务必阅读尾页重要声明

化内镜具备双焦点技术。在临床应用中，双焦内镜优势突出，内镜医生仅需轻触按钮就可以轻松完成近距离详细观察黏膜细节和远距离观察整体状况之间的场景切换。2023年澳华内镜自主研发的UHD系列双焦内镜正式发布，可搭载AQ-300使用；在3840*2160的高分辨下，可呈现达到500万像素的真实有效图像，实现国产高性能医疗设备领域的创新。针对传统复用型内镜交叉感染风险大这一痛点，同年，澳华又官宣上市了分体式上消化道内镜，更大程度保证了洗消的功用和效率。

3.2 AQ-300 媲美外资竞品，高端市场加速突破

AQ-300 在图像、染色、操控性、智能化等方面实现创新与升级。作为率先闯入4K领域的超高清内镜系统，其主要亮点在于：
 1) 4K 内镜系统，分辨率可达 3840*2160 像素；2) 可实现 4 种 CBI 模式，能够适应不同部位的诊疗需求；3) 搭载可变硬度肠镜、光学放大镜、十二指肠镜等；4) 采取智能平板控制的全新人机交互模式，大尺寸显示屏给用户便捷的操作和直观的信息展示；5) 可选配 55 寸/32 寸医用显示器，并具备防眩光屏幕，为医生提供更舒适的体验；6) 实时双画面显示，可适应临床的多种应用场景，既支持外部设备接入，也支持双光显示；7) 第五代手柄性能更优，可有效减轻医生手部的疲劳感；8) 标配有 170 度超大广角肠镜；9) 治疗胃镜具备 3.2mm 钳道、肠镜 4.2mm 钳道，足以匹配手术所需等等。

表 3：公司 AQ-300 与奥林巴斯 EVIS X1 产品性能对比

项目	澳华内镜 AQ-300	奥林巴斯 EVIS X1
画质清晰度	4K	4K
冷光源	5 LED	5 LED
信号传输方式 (主机和镜体间)	激光传输、无线供电	模拟信号、数字信号传输
图像处理技术	1.4 种 CBI 分光染色模式（利用血红蛋白吸收特定波长光的组织特性，通过特定波长的复合光，实现对浅表血管、深层血管及浅表纤维结构的光学染色） 2. 自适应复合强化算法（通过亮度校正、色度拉伸、纹理强化等综合作用强化并重塑白光下真实的临床效果） 3. 多尺度结构增强算法（结合多个尺度的信息进行图像增强）	1.NBI 窄带成像技术（利用血红蛋白吸收的特定蓝色和绿色波长，增强毛细血管网络和粘膜形态的可视化）； 2.TXI 纹理和色彩增强成像技术（优化粘膜表面的结构、色调和亮度）； 3.RDI 红色双色成像技术（提高深层血管和出血点的可见性）； 4.BAI-MAC 具有对比度强度的亮度调节成像技术（可提高图像较暗部分的亮度）
双聚焦功能	有	有
手柄功能	全新 5 代手柄（根据人机工程学与临床反馈，优化虎口弧度的设计，让握持更舒适结合轻量的防滑材质，让长时间的手持得更轻松、省力、稳定）	ErgoGrip（提高用户舒适度和瞄准镜操作，易于触及的角度控制旋钮和开关，重量比 EVIS EXERA™ III 控制部分轻）
3D 功能	无	ScopeGuide 技术（在手术过程中提供结肠镜位置和配置的实时 3D 图像）
其他辅助功能	智能平板，全新交互	预冻结功能（自动缓冲连续、快速的一系列

	实时监控，辅助诊断	程序图像，并将最清晰的图像保存在所需的视图中)
显示器/触控面板功能	55/32 寸超大医用监视器 双画面，两种染色模式同时观察	触控面板允许用户从一台设备启动所有程序和设置并控制图像数据
胃镜钳道直径	3.2mm	2.8mm
胃镜视场角	NA	140°
肠镜钳道直径	4.2mm	3.7mm
肠镜视场角	170°	160°(近端)/ 170°

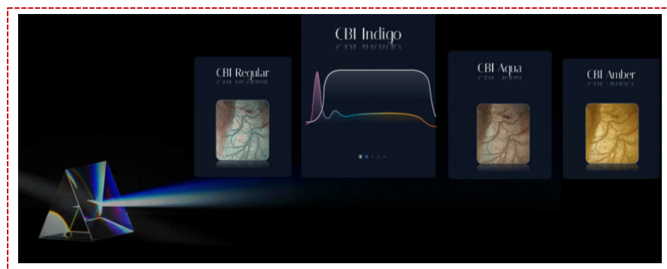
资料来源：公司公众号，公司官网，公司 2024 半年报，奥林巴斯官网，上海证券研究所

内镜创新，软件高于硬件。研究软镜巨头奥林巴斯的产品升级之路发现，其在图像处理和信息提取技术上不断创新。2005 年，奥林巴斯推出窄带成像技术（NBI），该技术可使早期癌症的病变特征在特殊蓝光照射下更明显。除窄带成像技术外，奥林巴斯还拥有双焦点放大技术、自体荧光技术（AFI）、远红外成像技术（IRI）等多个专利，并将 3D、4K、AI 等技术应用于内镜。

AQ-300 三大图像算法确保高质量图像细腻度、色彩还原度。公司长期不断对图像算法进行的探索与研究，终于在 AQ-300 上实现了突破，使之在 4K 分辨率下可呈现出超清晰度的图像。多尺度结构增强算法结合多个尺度的信息进行图像增强，强调黏膜结构和细微血管的同时减少图像噪点，使得冻结图像清晰可靠。全新分光染色算法通过全新算法进行特征提取，可进一步增大正常组织与病灶的视觉差异性。此外，自适应复合强化算法通过亮度校正、色度拉伸、纹理强化等综合作用，使 AQ-300 在复杂的体内自然腔道中，能够强化并重塑白光下真实的临床效果。

图 17：5 LED+4 种 CBI 分光染色技术真正实现「高画质+高精度」

- 「CBI Regular模式」使用窄带蓝光+窄带绿光，图像对比度高，可近距离观测黏膜表层病变。
- 「CBI Indigo模式」使用白光+窄带蓝光，可进一步对橙红粉等体内常见颜色进行颜色距离拉伸，提升病灶检出率。
- 「CBI Aqua模式」使用窄带蓝光+宽谱绿光+白光，同时配备了图像增强技术，适合用于临床上大范围的扫查。
- 「CBI Amber模式」使用红光+绿光+琥珀光，用于观测黏膜深层血管或有浅层血水遮挡的出血点。



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

高举高打，构建优质经销商体系，国内全范围、广覆盖。相较于 AQ-200，AQ-300 产品配置更高，定价也更高，主攻三级医院，对经销商的资质要求也更高。为了实现更好地市场推广，公司重新招募一批拥有丰富的高等级医院资源、渠道、经验的经销

商。目前，AQ-300 经销商招募已基本完成，后期会持续补强和优化。截至 2023 年，公司销售人员团队 363 人，占公司总人数的 33.24%，专业学术服务能力不断提高。

三级医院为内镜采购主体，AQ-300 带动中高端系列产品销量稳步提升。据招标网数据显示，2024H1，在医用内镜市场中采购需求旺盛的单位还是以三级医疗机构为主，成交量最多，占成交总额的 59.13%。公司积极拓展“全国、省级、地级市”三个层级的三甲标杆医院，基于“医工结合”理念，先后与多家标杆医院建立合作并辐射周边基层医院。同时，公司参与各级学术会议，加强产学研医合作，有效拓展国内大型医疗终端客户数量。2022 年，公司 AQ-200 主机、镜体在三级医院装机数量分别为 26 台、101 根，服务的三级医院客户数量 25 家。2023 年，公司中高端机型主机、镜体在三级医院装机（含中标）数量分别是 96 台，316 根，装机（含中标）三级医院 73 家。公司 AQ-200 于 2018Q4 上市，2019 年实现收入基本翻番，AQ-300 放量节奏有望更快。

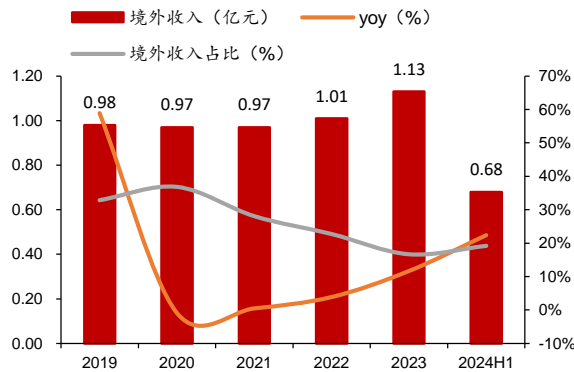
3.3 坚持全球化战略布局，在研管线储备丰富

公司海外市场采取多元化措施，即多产品、多渠道、多品类。

1) 多产品：海外市场以 AQ-100、VME 系列、AC-1 等产品为主，2023 上半年 AQ-200 完成 MDR 检测并获得 CE 注册证书；2024 上半年 AQ-300 于欧盟获批；同时在欧盟地区、巴西、韩国、俄罗斯等多个国家或地区，公司一系列有竞争力的机型获批上市，极大丰富海外市场的产品品类。**2) 多渠道：**海外以欧洲市场为主，公司于 2018 年收购德国 WISAP 作为在欧洲的营销中心，拥有一支本土化生产、营销、售后团队，WISAP 过去几年表现稳健；其他地区采取代理方式，未来会考虑复制 WISAP 模式。**3) 多品类：**欧美等地区动物镜市场发展相对较快，未来海外市场除了人用产品外，兽用产品也会逐渐补齐。2024H1，公司境外收入 0.68 亿元，同比增长 22.40%。

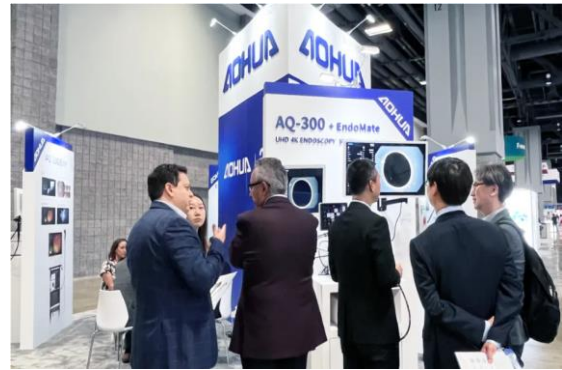
澳华制造，踏上“一带一路”。我国与“一带一路”沿线国家的医疗器械合作日益紧密；据海关总署数据统计，2022 年我国医疗器械出口“一带一路”国家贸易金额预计达 1609.7 亿元，占总出口额的 33.6%。2024 年 4 月，由国家卫健委国际交流与合作中心主办、南京鼓楼医院承办、澳华内镜支持的“一带一路”国家消化内镜诊疗技术培训班在南京成功开幕，来自埃及、肯尼亚、埃塞俄比亚和蒙古多个成员国的 8 名消化内镜医生参加了本次培训。我们认为，此类培训有利于提升胃肠镜检查在一带一路国家的渗透，为公司新兴市场的开拓奠定基础。

图 18：2019~2024H1 公司境外收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

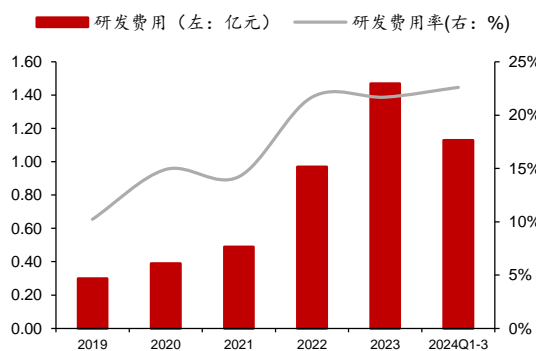
图 19：公司携 AQ-300 亮相国际展会



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

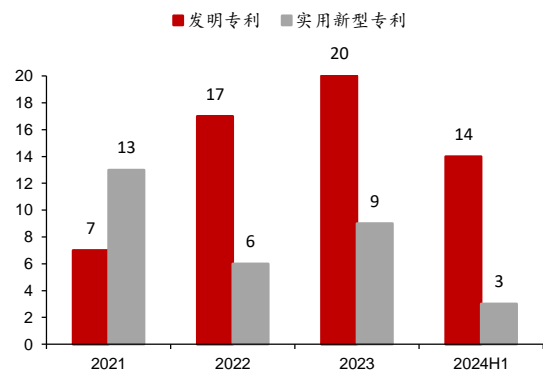
掌握多项核心技术，持续巩固创新能力。公司在全国设立 4 大研发中心，具备光学成像、图像处理、镜体设计、电气控制等方面的创新研发能力及电子内窥镜关键零部件和整机系统的制造能力。AQ-100 和 AQ-200 系列产品被中国医学装备协会列入优秀国产医疗设备名录，AQ-100、AQ-200 及 AQ-300 系列产品均被上海市工信委列入上海市创新产品推荐目录。公司注重研发和创新，持续投入，不断加强内镜技术的布局；2019-2023 年公司研发费用 CAGR 为 48.78%。2024H1，公司研发投入 0.87 亿元，同比增长 25.48%，占营收比例达 24.70%；拥有研发人员 268 人，占总人数比例为 21.46%。我们认为，高研发投入为公司技术领先优势的持续，确立了雄厚的基础。

图 20：2019~2024Q1-3 公司研发费用及研发费用率（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 21：2021~2024H1 公司新增发明专利和实用新型专利数量（单位：个）



资料来源：公司历年年报及中报，上海证券研究所

紧跟内镜发展趋势，在研管线项目未来可期。截至 2024H1，公司至少有 8 个在研项目处于推进状态，包括 3D 消化内镜、内窥镜机器人系统及动物镜内镜系统等等，技术均拟达到国际或者国

内领先水平。3D 内镜可满足医生从“看得清”到“看得深”的要求转变，既能清晰地看到人体组织的表层，又能看到组织器官的纵深关系。据众成医械，2023H1 我国 3D 内镜公立医院市场，进口品牌中标金额占比为 88.54%；国产企业正抓紧布局中。近年来，内镜正朝高分辨率、微型化、智能化方向发展，随着 3D 内镜的商业化表现得到验证，我们认为，未来“3D+4K”相结合的内镜有望成为市场主流。在动物医疗领域，各宠物诊所的服务正逐渐由普通的诊断开药，转变为包含 IVD、影像检查在内的精准化诊疗模式。以国内宠物医疗连锁标杆企业新瑞鹏来看，旗下宠物医院配备有内窥镜设备。随着宠物医疗在整个宠物消费的占比不断提高，相关器械赛道充满想象空间。未来公司充满前景的在研项目陆续上市，有望进一步打开业绩“天花板”。

表 4：公司在研项目情况（截至 2024H1）

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
4K 超高清软性内窥镜系统	1.定焦系统国内发布上市；2.100 倍放大内镜发布上市；3.十二指肠镜发布上市；4.支气管内镜、鼻咽喉内镜、胆道镜、肾盂镜、膀胱镜发布上市；5.新款更细插入部外径的胃镜发布上市；6.多款内镜完成型式检测送检；7.双焦内镜、分体内镜国内上市；8.新增多款产品型号原理验证中	AQ-300 定焦内镜、普通放大器内镜、十二指肠镜、呼吸内镜、胆道镜、泌尿内镜等系列产品全系获证并上市	国际领先水平	AQ-300 超高清光通内镜系统产品具有超高清 4K 图像处理 and 显示功能，攻克了 4K 图像处理的技术难题，搭配的多款多科室细镜具可满足消化科、泌尿科、呼吸科等多科室临床医生对病灶更细致的观察等多术式需求场景
AQ-200 系统升级及配套开发	1.完成 AQL-200L 多 LED 光源国际注册和上市；2.完成 AQL-200 Elite 国内国际注册和上市；3.完成 AQ-200 注册变更，兼容 AQL-200 氙灯、AQL-200L、AQL-200 Elite 多款光源并上市	多款 LED 冷光源	国内领先水平	提升 AQ-200 系统图像效果及性能，提高产品使用寿命
3D 消化内镜开发	1.完成了设计开发验证；2.设计开发 3D 成像算法、效果测试；3.送检样品制备中	产品注册上市	国际领先水平	填补 3D 软性内窥镜市场空白，为临床诊疗提供新技术手段
内窥镜机器人系统	1.完成动物实验；2.完成送检样机的 EMC 摸底测试	产品注册上市	国际领先水平	复杂、精密消化道内窥镜下手术实施及应用
配套设备开发及其他	1.多项升级方案已完成注册，并导入生产	完成升级导入和相关注册变更	国内领先水平	AQ-100 系统性能提升
内窥镜耗材产品的研究与开发	1.部分产品已完成注册 2.部分产品设计已完成 3.完成新产品调研工作和核心技术攻关	设计开发新一代非血管支架置入器	国内领先水平	消化道内窥镜诊疗耗材
动物镜内镜系统的研究与开发	1、完成新款动物镜 OR-160 主机设计；2.完成新动物镜硬镜 CH200 设计；3.完成软镜 VET-2812R、VET6028R 导产；4.完成新一代动物主机设计方案定型	开发全高清动物镜平台，兼容软硬镜系统	国内领先水平	便携式全高清软硬镜兼容一体机解决方案
其他	多款内镜产品设计开发中；部分产品进入量产阶段	获得注册证	国内领先水平	多科室内窥镜产品及相关手术诊疗耗材

资料来源：公司 2024 半年报，上海证券研究所

4. 盈利预测

内镜设备收入：公司产品在国产软镜领域具有较强的竞争力，拥有深厚而全面的技术积淀。近年来公司陆续推出十二指肠镜、超细内镜、超细经皮胆道镜、UHD 双焦内镜以及分体式上消化道内镜等多个产品，进一步丰富了公司产品线，提高了科室覆盖度。高端产品 AQ-300 敲开三级医院大门，CBI 模式+4K 放大功能媲美外资竞品。未来随着 AQ-300 放量提速，公司设备收入有望实现较快增长；我们预计 2024-2026 年设备收入同比增速分别为 20.89%/27.96%/27.82%。

内镜诊疗耗材收入：公司收购杭州精锐、常州佳森两个公司，主营业务分别是内镜下活检钳和清洗刷等系列内镜耗材及非血管医用腔道内支架，与公司软镜业务具有较强的相关性和协同性。目前耗材收入整体体量较小，公司持续储备耗材研发项目，做差异化耗材，未来耗材收入有望稳定增长；我们预计 2024-2026 年耗材收入同比增速分别为-10.00%/10.00%/13.00%。

内镜维修服务收入：随着公司软镜系统在各等级医院装机量的持续提升，会带动未来相关的维修服务需求；我们预计 2024-2026 年维修服务收入同比增速分别为-5.00%/10.00%/13.00%。

营业收入&毛利率：在软镜设备销售放量的带动下，我们预计 2024-2026 年公司营收同比增速分别为 18.52%/26.81%/27.00%。毛利率虽 2024 年有所下滑，但未来随着高端产品 AQ-300 销售占比提升，毛利率有望呈现稳中有升态势；预计 2024-2026 年毛利率分别为 69.92%/70.34%/70.91%。

表 5：收入拆分与预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	347.05	445.26	678.08	803.64	1019.10	1294.25
yoy%	31.82%	28.30%	52.29%	18.52%	26.81%	27.00%
毛利率%	69.29%	69.73%	73.78%	69.92%	70.34%	70.91%
营业成本（百万元）	106.59	134.80	177.77	241.71	302.21	376.50
内镜设备收入（百万元）	303.77	392.22	622.20	752.16	962.44	1230.19
yoy%	31.59%	29.12%	58.63%	20.89%	27.96%	27.82%
毛利率%	71.58%	72.95%	75.85%	71.25%	71.55%	72.00%
内镜设备成本（百万元）	86.33	106.09	150.28	216.25	273.81	344.45
内镜诊疗耗材收入（百万元）	39.94	49.35	42.57	38.31	42.14	47.62
yoy%	31.51%	23.56%	-13.73%	-10.00%	10.00%	13.00%
毛利率%	52.25%	46.07%	47.90%	45.90%	46.25%	46.50%
内镜诊疗耗材成本（百万元）	19.07	26.61	22.18	20.73	22.65	25.48
内镜维修服务收入（百万元）	3.34	3.68	12.35	11.73	12.91	14.58
yoy%	75.84%	10.22%	235.20%	-5.00%	10.00%	13.00%
毛利率%	64.39%	43.02%	61.66%	67.55%	63.55%	63.25%

内镜维修服务成本（百万元）	1.19	2.1	4.73	3.81	4.70	5.36
其他业务			0.96	1.44	1.61	1.85
yoy%				50.00%	12.00%	15.00%
毛利率%			40.70%	35.45%	35.25%	35.00%
其他业务成本（百万元）			0.57	0.93	1.04	1.21

资料来源：Wind，上海证券研究所

我们采用 P/E 作为估值指标，选取 A 股业务相似的医疗器械企业作为可比公司，包括开立医疗、海泰新光、迈瑞医疗。根据可比公司 PE 值，考虑到澳华高端产品 AQ-300 性能媲美奥林巴斯竞品 EVIS-X1，具有较强的市场竞争力；且公司研发实力雄厚，产品矩阵日益完善。短期公司销售费用率、研发费用率较高，考虑到未来公司业绩的成长性，我们认为可给予公司一定的估值溢价；首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300633.SZ	开立医疗	35.46	153.44	1.06	0.71	1.21	1.61	33.45	49.64	29.29	22.01
688677.SH	海泰新光	37.05	44.69	1.20	1.32	1.81	2.21	30.88	28.14	20.51	16.74
300760.SZ	迈瑞医疗	269.87	3,272.02	9.56	10.95	13.01	15.45	28.23	24.64	20.74	17.47
	平均							30.85	34.14	23.51	18.74
688212.SH	澳华内镜	50.13	67.47	0.43	0.43	0.57	0.80	116.62	115.82	87.98	62.72

资料来源：Wind，上海证券研究所（注：2024-2026 年可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期，收盘价日期为 241119）

5. 风险提示

市场竞争风险：与行业龙头相比，公司国内市占率较低；如果将来公司不能持续扩大市场份额，将对公司的经营业绩构成不利影响。同时，软镜行业广阔的市场空间和良好的经济回报正在吸引更多的企业参与市场竞争。

原材料采购受限风险：公司内窥镜设备的镜头、光源等部分材料的主要供应商系美国、日本原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，将可能在短期对公司的生产经营产生一定不利影响。

应收账款回收风险：截至 2024H1，公司应收账款账面价值占总资产的比例为 17.27%；随着公司营业收入和业务规模的增长，应收账款余额增加，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。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	245	436	403	410
应收票据及应收账款	194	212	278	351
存货	200	275	350	432
其他流动资产	370	300	225	144
流动资产合计	1008	1223	1256	1338
长期股权投资	4	4	4	5
投资性房地产	43	43	42	42
固定资产	254	283	321	342
在建工程	31	16	23	19
无形资产	83	81	82	83
其他非流动资产	171	154	156	159
非流动资产合计	587	581	629	651
资产总计	1595	1803	1885	1990
短期借款	0	130	130	130
应付票据及应付账款	56	74	97	118
合同负债	1	8	8	10
其他流动负债	84	112	141	172
流动负债合计	142	324	376	430
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	58	64	67	72
非流动负债合计	58	64	67	72
负债合计	200	388	443	502
股本	134	135	135	135
资本公积	1069	1075	1075	1075
留存收益	177	185	207	249
归属母公司股东权益	1380	1394	1416	1458
少数股东权益	15	22	26	30
股东权益合计	1395	1416	1442	1488
负债和股东权益合计	1595	1803	1885	1990

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	37	33	4	22
净利润	61	65	81	111
折旧摊销	55	32	34	36
营运资金变动	-85	-63	-99	-113
其他	7	0	-11	-13
投资活动现金流量	-28	70	22	53
资本支出	-153	-51	-80	-57
投资变动	122	85	95	100
其他	3	35	7	11
筹资活动现金流量	4	88	-59	-67
债权融资	0	129	3	5
股权融资	15	6	0	0
其他	-11	-46	-62	-72
现金净流量	14	191	-33	8

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	678	804	1019	1294
营业成本	178	242	302	376
营业税金及附加	6	7	9	12
销售费用	232	257	332	419
管理费用	91	123	161	196
研发费用	147	183	234	294
财务费用	-3	-4	-6	-5
资产减值损失	-18	-5	0	0
投资收益	4	6	8	11
公允价值变动损益	8	5	10	10
营业利润	54	43	69	103
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	54	43	69	103
所得税	-7	-22	-12	-8
净利润	61	65	81	111
少数股东损益	3	6	4	4
归属母公司股东净利润	58	58	77	108

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	73.8%	69.9%	70.3%	70.9%
净利率	8.5%	7.2%	7.5%	8.3%
净资产收益率	4.2%	4.2%	5.4%	7.4%
资产回报率	3.6%	3.2%	4.1%	5.4%
投资回报率	4.2%	3.8%	4.6%	6.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	52.3%	18.5%	26.8%	27.0%
EBIT 增长率	694.7%	-24.5%	58.1%	57.1%
归母净利润增长率	167.0%	0.7%	31.6%	40.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.43	0.57	0.80
每股净资产	10.25	10.36	10.52	10.84
每股经营现金流	0.28	0.25	0.03	0.16
每股股利	0.30	0.37	0.41	0.48
营运能力指标				
总资产周转率	0.44	0.47	0.55	0.67
应收账款周转率	4.23	3.98	4.18	4.13
存货周转率	0.94	1.02	0.97	0.96
偿债能力指标				
资产负债率	12.5%	21.5%	23.5%	25.2%
流动比率	7.11	3.78	3.34	3.11
速动比率	5.48	2.81	2.29	1.98
估值指标				
P/E	116.62	115.82	87.98	62.72
P/B	4.89	4.84	4.77	4.63
EV/EBITDA	74.90	90.16	67.49	48.19

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。