

澳华内镜 (688212.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

内镜销售快速增长，4K 新产品有望逐步放量

业绩简述

4月24日，公司发布2022年年度报告及2023年第一季度报告。2022年公司实现收入4.45亿元，同比+28%；实现归母净利润0.22亿元，同比-62%；实现扣非归母净利润0.10亿元，同比-80%。分季度来看，2022Q4实现收入1.64亿元，同比+40%；归母净利润0.13亿元，同比-64%；扣非归母净利润0.05亿元，同比-81%。2023Q1公司实现收入1.25亿元，同比+54%；归母净利润0.17亿元，同比+386%；扣非归母净利润0.16亿元，同比+807%。

经营分析

内镜设备收入稳步增长，国内业务拓展迅速。2022年公司国内市场的内窥镜设备业务成为公司业务增长的核心支撑。全年内窥镜设备实现收入3.92亿元，同比+29%；诊疗耗材实现收入4935万元，同比+24%；内镜维修服务实现收入368万元，同比+10%。境内业务实现收入3.44亿元，同比+38%，国内营销布局逐步完善。**研发及营销投入快速提升，重磅项目推进顺利。**2022年公司净利率达到5.6%，同比-11.6pct，净利率下滑主要系公司加大了对研发及营销方面的投入。全年销售费用率29.6%，同比+8.6pct，公司为新产品AQ-300在高等级医院销售做了较多的前期推广工作；研发费用率21.7%，同比+7.5pct，全年研发投入9654万元，同比+96%，研发团队2022年末达到210人，实现进一步扩大。

一季度毛利率提升显著，AQ-300新产品初现成果。2023年Q1公司毛利率达到76.2%，同比+6.8pct，预计AQ-300新产品的上市销售对公司利润率提升起到了较大作用。AQ-300超高清4K内镜系统在国内目前已顺利完成初步获证上市，未来支气管镜、鼻咽喉镜、泌尿镜、胆道镜等全系产品都将逐步上市获批，预计有望快速打破高等级医院外资垄断的格局，加速行业国产替代趋势。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在国产软性内窥镜领域的产品竞争力，预计2023-2025年公司归母净利润分别为0.83、1.53、2.43亿元，同比增长283%、84%、58%，EPS分别为0.62、1.15、1.82元，现价对应PE为105、57、36倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发不达预期风险；产品推广不达预期风险；海外贸易摩擦风险；汇率波动风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人：何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：65.20 元

相关报告：

- 《澳华内镜公司点评：收入保持稳步增长，研发销售投入大幅上升》，2023.1.30
- 《三季度收入快速增长，研发及销售投入加大-澳华内镜2022 三季...》，2022.10.25
- 《营销及研发投入加大，品牌创新能力持续提升-澳华内镜2022 中...》，2022.8.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	347	445	682	1,005	1,411
营业收入增长率	31.82%	28.30%	53.12%	47.38%	40.47%
归母净利润(百万元)	57	22	83	153	243
归母净利润增长率	208.16%	-61.93%	282.97%	84.16%	58.36%
摊薄每股收益(元)	0.428	0.163	0.624	1.149	1.819
每股经营性现金流净额	0.50	-0.31	0.50	0.58	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.57%	1.71%	6.15%	10.36%	14.43%
P/E	88.30	402.13	104.54	56.77	35.85
P/B	4.03	6.89	6.43	5.88	5.17

来源：公司年报、国金证券研究所

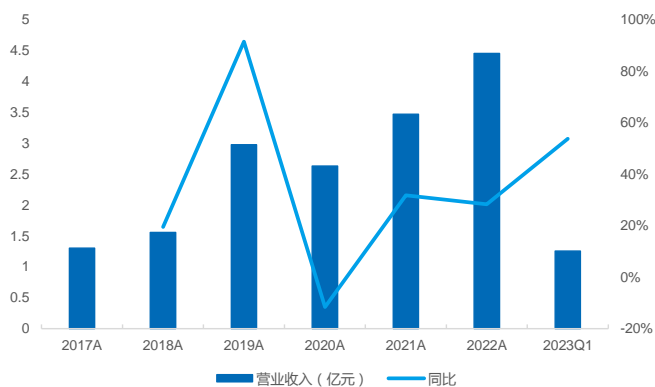
内镜设备收入稳步增长，国内业务拓展迅速

2022 年公司积极开拓市场渠道，加大产品推广和研发投入力度，收入端依然实现了稳健增长，其中国内市场的内窥镜设备业务成为公司业务增长的核心支撑。

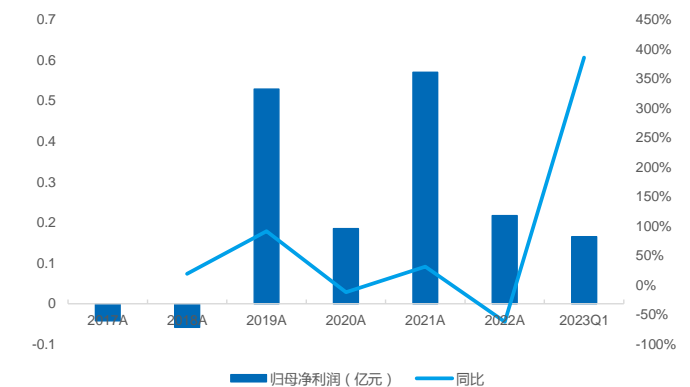
2022 年主营业务中，公司内窥镜设备实现收入 3.92 亿元，同比+29%；内窥镜诊疗耗材实现收入 4935 万元，同比+24%；内窥镜维修服务实现收入 368 万元，同比+10%。全年公司主机产品销售量达到 3056 台，内镜镜体销售 4824 根，设备类产品销售稳步增长。

分地区来看，公司境内业务实现收入 3.44 亿元，同比+38%，22 年公司国内营销布局逐步完善，销售增长迅速；公司境外销售实现收入 1.01 亿元，同比+4%，占总收入比例达到 23%。

图表1：2017A-2023Q1 公司营业收入及增速



图表2：2017A-2023Q1 公司归母净利润及增速

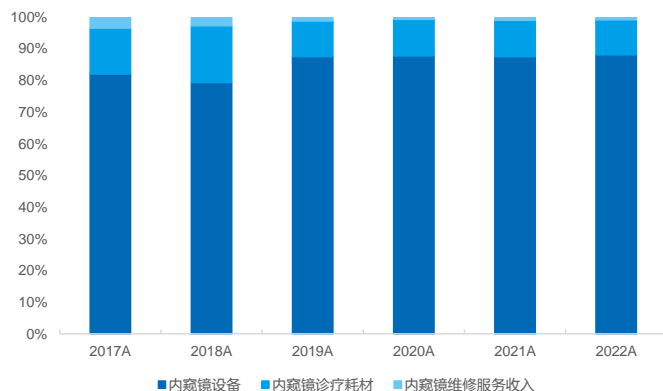


来源：公司公告，国金证券研究所

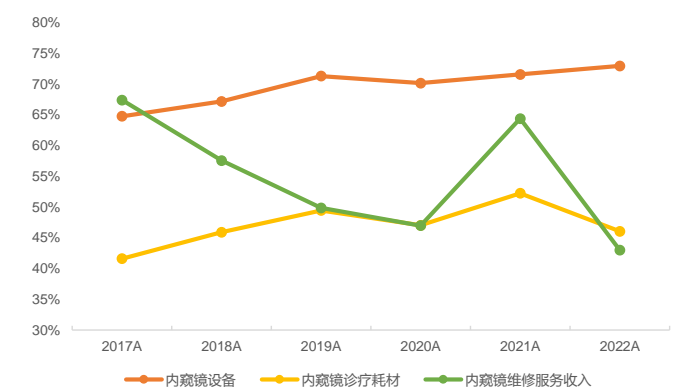
来源：公司公告，国金证券研究所

从产品毛利率来看，2022 年公司内窥镜设备实现毛利率为 73.0%，同比+1.4pct，预计产品销售结构变化带来设备毛利率持续提升；内窥镜诊疗耗材实现毛利率 46.1%，同比-6.2pct；内窥镜维修服务实现毛利率为 43.0%，同比-21.4pct。

图表3：2017-2022 公司收入结构变化



图表4：2017-2022 公司各业务毛利率变化



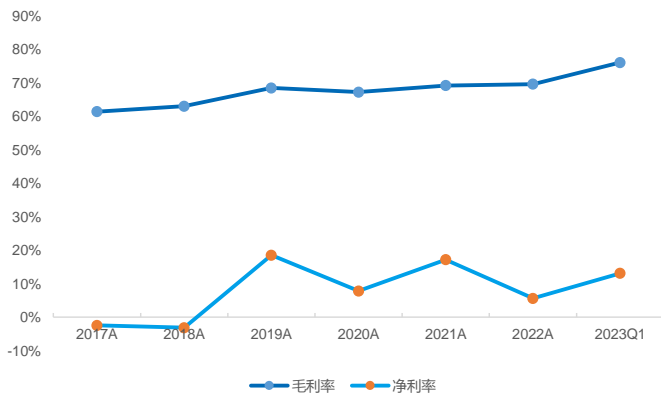
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

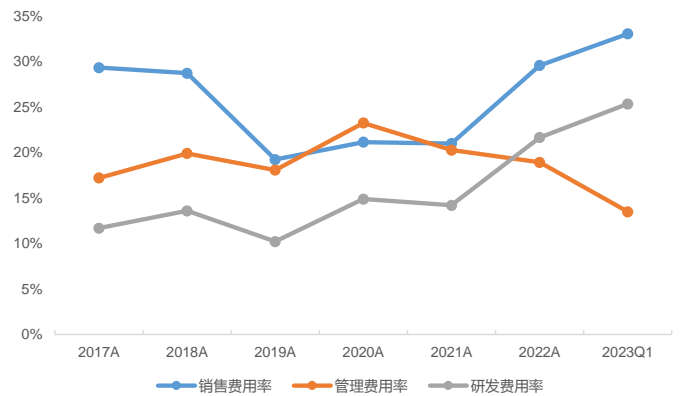
研发及营销投入快速提升，重磅项目推进顺利

2022 年公司综合毛利率达到 69.7%，同比+0.4pct；净利率达到 5.6%，同比-11.6pct，净利率下滑主要系公司为快速获得市场份额而加大了对研发及营销方面的投入。公司全年销售费用率 29.6%，同比+8.6pct，公司为新产品 AQ-300 在高等级医院销售做了较多的前期推广工作；管理费用率 18.9%，同比-1.4pct；研发费用率 21.7%，同比+7.5pct。公司全年研发投入 9654 万元，同比+96%，研发团队 2022 年末达到 210 人，实现进一步扩大。4K 超高清软性内窥镜系统、3D 消化内镜开发及内窥镜机器人系统等项目推进顺利，未来有望进一步扩大公司研发与技术方面的竞争优势。

图表5: 2017A-2023Q1 公司利润率变化



图表6: 2017A-2023Q1 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

一季度毛利率提升显著, AQ-300 新产品初现成果

2023 年一季度公司综合毛利率达到 76.2%, 同比+6.8pct; 净利率达到 13.1%, 同比+8.8pct, 预计 AQ-300 新产品的上市销售对公司利润率提升起到了较大作用。

新产品 AQ-300 超高清 4K 内镜系统在国内目前已顺利完成初步获证上市, 此外放大内镜已完成国内注册, 十二指肠镜目前已完成型式检验, 未来支气管镜、鼻咽喉镜、泌尿镜、胆道镜等全系产品都将逐步上市获批, 预计将逐步迎来新产品的装机放量, 快速打破高等级医院外资垄断的格局, 加速行业国产替代趋势。

风险提示

新产品研发不达预期风险: 若公司不同板块在研产品推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

海外贸易摩擦风险: 若海外贸易摩擦导致公司产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升, 将可能对公司业绩增长产生影响。

汇率波动风险: 由于公司存在部分境外销售业务, 若人民币兑美元汇率发生较大波动, 将可能对公司收入及利润造成一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	263	347	445	682	1,005	1,411
增长率		31.8%	28.3%	53.1%	47.4%	40.5%
主营业务成本	-86	-107	-135	-181	-256	-351
%销售收入	32.6%	30.7%	30.3%	26.5%	25.4%	24.9%
毛利	177	240	310	501	749	1,060
%销售收入	67.4%	69.3%	69.7%	73.5%	74.6%	75.1%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-8	-11
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-56	-73	-132	-191	-251	-332
%销售收入	21.2%	21.0%	29.6%	28.0%	25.0%	23.5%
管理费用	-61	-70	-84	-116	-156	-198
%销售收入	23.3%	20.3%	18.9%	17.0%	15.5%	14.0%
研发费用	-39	-49	-97	-136	-201	-282
%销售收入	14.9%	14.2%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	19	45	-6	53	133	238
%销售收入	7.2%	12.9%	n.a	7.7%	13.3%	16.8%
财务费用	-1	-2	6	3	0	-2
%销售收入	0.3%	0.5%	-1.4%	-0.4%	0.0%	0.2%
资产减值损失	-3	-7	-11	-4	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	8	22	23	24
投资收益	1	1	6	10	10	10
%税前利润	4.0%	1.6%	35.9%	10.1%	5.5%	3.5%
营业利润	25	58	11	93	176	282
营业利润率	9.5%	16.6%	2.6%	13.7%	17.5%	20.0%
营业外收支	0	0	6	6	6	6
税前利润	24	58	17	99	182	288
利润率	9.3%	16.6%	3.8%	14.6%	18.1%	20.4%
所得税	-4	2	8	-15	-27	-43
所得税率	15.3%	-3.6%	-47.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	21	60	25	84	155	245
少数股东损益	2	3	3	1	2	2
归属于母公司的净利润	19	57	22	83	153	243
净利率	7.0%	16.4%	4.9%	12.2%	15.2%	17.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	177	767	230	123	172	234
应收款项	36	70	135	151	222	312
存货	101	97	180	183	259	356
其他流动资产	22	63	474	493	519	547
流动资产	336	997	1,019	949	1,172	1,449
%总资产	54.1%	73.9%	69.8%	62.5%	65.3%	69.0%
长期投资	6	7	3	3	3	3
固定资产	146	183	238	364	401	413
%总资产	23.5%	13.6%	16.3%	23.9%	22.4%	19.7%
无形资产	124	140	144	163	180	195
非流动资产	285	352	442	569	623	650
%总资产	45.9%	26.1%	30.2%	37.5%	34.7%	31.0%
资产总计	621	1,349	1,460	1,519	1,794	2,098
短期借款	0	3	7	0	83	99
应付款项	29	19	55	46	65	89
其他流动负债	24	37	68	72	108	153
流动负债	53	59	130	118	255	341
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	31	48	35	45	58
负债	76	90	178	153	300	399
普通股股东权益	534	1,249	1,268	1,351	1,478	1,680
其中：股本	100	133	133	133	133	133
未分配利润	65	117	112	195	322	524
少数股东权益	11	10	14	15	17	19
负债股东权益合计	621	1,349	1,460	1,519	1,794	2,098

比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.185	0.428	0.163	0.624	1.149	1.819
每股净资产	5.343	9.364	9.510	10.133	11.082	12.601
每股经营现金净流	0.715	0.496	-0.314	0.499	0.578	1.148
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.200	0.300
回报率						
净资产收益率	3.46%	4.57%	1.71%	6.15%	10.36%	14.43%
总资产收益率	2.98%	4.23%	1.49%	5.48%	8.54%	11.56%
投入资本收益率	2.95%	3.67%	-0.69%	3.27%	7.19%	11.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.58%	31.82%	28.30%	53.12%	47.38%	40.47%
EBIT 增长率	-69%	136.05%	-113.39%	-978.02%	153.34%	78.15%
净利润增长率	-65%	208.16%	-61.93%	282.97%	84.16%	58.36%
总资产增长率	3.59%	117.25%	8.23%	4.01%	18.14%	16.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.8	53.2	80.7	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	414.8	339.6	375.1	370.0	370.0	370.0
应付账款周转天数	115.3	67.0	88.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	180.2	159.0	140.7	132.4	96.1	71.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.45%	-64.34%	-51.98%	-43.09%	-38.65%	-38.13%
EBIT 利息保障倍数	20.9	23.5	1.0	-17.9	680.6	109.8
资产负债率	12.28%	6.70%	12.22%	10.05%	16.71%	19.01%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	21	60	25	84	155	245
少数股东损益	2	3	3	1	2	2
非现金支出	27	40	52	37	44	51
非经营收益	-1	-8	-25	-35	-36	-34
营运资金变动	25	-25	-95	-19	-86	-109
经营活动现金净流	72	66	-42	67	77	153
资本开支	-57	-90	-76	-156	-89	-69
投资	1	-46	-390	0	0	0
其他	0	1	5	10	10	10
投资活动现金净流	-56	-135	-460	-146	-79	-59
股权募资	0	691	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-23	83	16
其他	0	-33	-34	-1	-30	-46
筹资活动现金净流	0	659	-34	-24	53	-30
现金净流量	15	590	-537	-104	51	64

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-18	买入	38.81	38.81~50.47
2	2022-08-25	买入	46.45	N/A
3	2022-10-25	买入	78.23	N/A
4	2023-01-30	买入	76.79	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402