

澳华内镜(688212)

报告日期: 2023 年 04 月 24 日

商业化验证，高增长可期

——澳华内镜 2022 年报及 2023 一季报点评

投资要点

2023 年 4 月 24 日，公司披露 2022 年度年报及 2023 年一季报，2022 年营业收入 4.45 亿元，同比增长 28.3%；归母净利润 0.22 亿元，同比下降 61.9%；2023Q1 营业收入 1.25 亿元，同比增长 53.8%；归母净利润 0.17 亿元，同比增长 385.7%。2023Q1 收入高增长驱动主要为公司加强市场推广，新产品 AQ-300 等销售收入上升。

□ 澳华内镜：新品商业化能力初步验证，2023 年收入高增长可期

2023Q1 营业收入 1.25 亿元，同比增长 53.8%；归母净利润 0.17 亿元，同比增长 385.7%，收入高增长驱动主要为公司加强市场推广，新产品 AQ-300 等销售收入上升。公司 AQ-300 在 2022 年 11 月份上市后，市场推广加速，并在 2023Q1 带来较好的收入贡献，市场接受程度也得以验证，随 2023 年 AQ-300 的进一步推广，我们认为公司 2023 年全年收入高增长可期。

□ 成长性：专注软管式内窥镜，2022-2025 年收入 CAGR 有望达 42.7%

(1) 疫情缓解后恢复趋势鲜明，全年收入增长可期。2023Q1 得益于公司 AQ-300 新品推广加速，以及疫情缓解后公司生产、发货以及终端需求，即院内招标恢复等，公司 2023Q1 收入实现 53.8% 的同比增长，环比来看，也远高于 2022Q4 的 39.5% 的增速。我们认为，2023Q1 新品放量拉动收入高增长，说明 AQ-300 商业化能力已初步验证，全年收入高增长可期；(2) 高端产品放量拉动，2022-2025 年收入 CAGR 有望达 42.7%，高于行业。我们拆分内窥镜行业收入情况，2021-2026 年我国消化内镜市场规模 CAGR 有望达 12%（具体拆分详见深度报告《澳华内镜深度：聚焦软镜领域，创新引领增长》）其中，澳华内镜受益于产品提升带来的国产化率提升，以及渠道扩张带来的量价齐升，2018 年 AQ-200 高端产品推出，渠道逐渐由二级医院向空间更大的三级医院（尤其是三甲医院）切换。2022 年 11 月，公司 4K 软性内窥镜系统 AQ-300 上市，也是国内首家上市的 4K 超高清软性内窥镜系统，主要面向三级医院进行销售。我们认为，随公司 AQ-300 等高端内镜产品销量的快速增长，公司内窥镜收入将快速提升，2022-2025 年收入 CAGR 有望达 42.7%。

□ 盈利能力：净利率有望维持 13%-16% 的相对较高水平

2023Q1，公司毛利率 76.2%，同比提升 6.8pct，环比提升 6.1pct；净利率 13.1%，同比提升 8.8pct，环比提升 4.1pct。我们认为，利润率的提升主要由于疫后恢复带来的生产、供货恢复、新品开始量产，以及 2022Q4 的推广费用投入在 2023Q1 带来较大的收入增长。我们认为 2023 全年，(1) 公司毛利率仍将维持较高水平，公司产品处于由中端向高端切换的量价齐升阶段，2022 年 AQ-200 等产品的毛利率仍将保持相对稳定，有望维持 70% 左右的高毛利率水平；(2) 规模效应下，期间费用率或将下降，对应净利率水平 13%-16%。2022 年公司净利率 5.6%，主要为公司自 2022 年下半年开始进行 AQ-300 的推广试用，销售团队搭建、经销商扩展带来持续的支出，2023Q1 随公司团队搭建逐步稳定，各项费用环比均有所下降。我们认为，2023-2025 年规模效应下，公司期间费用率或将下降，公司有望维持 13%-16% 的较高净利率区间。

□ 盈利预测及估值

基于以上假设，我们预计，公司 2023-2025 年收入分别为 6.76/10.06/12.93 亿元，分别同比增长 51.93%、48.78%、28.44%；公司 2023-2025 年归母净利润分别为 90.01/131.33/191.83 百万元，分别同比增长 314.52%、45.90%、46.07%，对应 EPS 分别为 0.68、0.98、1.44 元，对应 2023 年 97 倍 PE（13 倍 PS），维持“增持”评级。

□ 风险提示：产品研发及商业化不及预期的风险；行业政策变动的风险；行业竞争加剧的风险；疫情波动的风险。

投资评级：增持(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

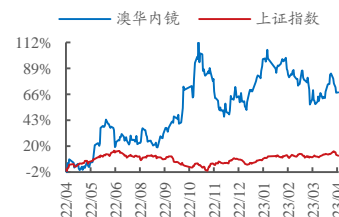
研究助理：司清蕊

siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 65.20
总市值(百万元)	8,693.77
总股本(百万股)	133.34

股票走势图



相关报告

- 1 《符合预期，重视收入兑现——澳华内镜点评报告》
2022.10.24
- 2 《聚焦软镜领域，创新引领增长——澳华内镜深度报告》
2022.09.19

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	445.26	676.48	1006.48	1292.71
(+/-) (%)	28.30%	51.93%	48.78%	28.44%
归母净利润	21.72	90.01	131.33	191.83
(+/-) (%)	-61.93%	314.52%	45.90%	46.07%
每股收益(元)	0.16	0.68	0.98	1.44
P/E	400	97	66	45

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1019	1082	1236	1468
现金	230	680	640	673
交易性金融资产	443	0	0	0
应收账款	128	135	217	278
其它应收款	7	5	9	14
预付账款	7	9	14	19
存货	180	235	338	465
其他	23	18	18	20
非流动资产	442	450	488	518
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3	5	5	5
固定资产	172	200	226	251
无形资产	65	69	74	76
在建工程	66	66	66	65
其他	135	109	117	122
资产总计	1460	1532	1724	1986
流动负债	130	126	183	251
短期借款	0	0	0	0
应付款项	50	56	80	118
预收账款	0	0	0	0
其他	80	70	103	133
非流动负债	48	34	38	40
长期借款	0	0	0	0
其他	48	34	38	40
负债合计	178	160	221	291
少数股东权益	14	14	14	14
归属母公司股东权益	1268	1358	1489	1681
负债和股东权益	1460	1532	1724	1986

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(42)	62	5	74
净利润	25	90	131	192
折旧摊销	34	21	23	25
财务费用	(6)	(4)	(6)	(5)
投资损失	(6)	(3)	(3)	(4)
营运资金变动	(1)	(10)	(43)	(21)
其它	(87)	(32)	(98)	(113)
投资活动现金流	(460)	390	(50)	(46)
资本支出	(55)	(38)	(37)	(37)
长期投资	4	(2)	0	1
其他	(409)	430	(13)	(10)
筹资活动现金流	(34)	(2)	5	5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(34)	(2)	5	5
现金净增加额	(537)	450	(40)	32

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	445	676	1006	1293
营业成本	135	206	299	387
营业税金及附加	4	6	8	11
营业费用	132	169	252	310
管理费用	84	122	181	220
研发费用	97	115	171	220
财务费用	(6)	(4)	(6)	(5)
资产减值损失	11	8	19	24
公允价值变动损益	8	6	7	5
投资净收益	6	3	3	4
其他经营收益	8	13	14	12
营业利润	11	78	105	147
营业外收支	6	2	3	4
利润总额	17	80	108	151
所得税	(8)	(10)	(23)	(41)
净利润	25	90	131	192
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	22	90	131	192
EBITDA	47	95	125	171
EPS (最新摊薄)	0.16	0.68	0.98	1.44

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	28.30%	51.93%	48.78%	28.44%
营业利润	-80.33%	582.68%	35.92%	39.41%
归属母公司净利润	-61.93%	314.52%	45.90%	46.07%
获利能力				
毛利率	69.73%	69.59%	70.25%	70.06%
净利率	5.64%	13.31%	13.05%	14.84%
ROE	1.71%	6.78%	9.14%	12.00%
ROIC	1.55%	6.13%	8.23%	10.96%
偿债能力				
资产负债率	12.22%	10.43%	12.82%	14.65%
净负债比率	4.05%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.81	8.61	6.75	5.85
速动比率	6.43	6.74	4.90	4.00
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.45	0.62	0.70
应收账款周转率	4.52	5.10	5.47	4.78
应付账款周转率	4.12	3.89	4.41	3.91
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.68	0.98	1.44
每股经营现金	-0.31	0.47	0.04	0.55
每股净资产	9.51	10.18	11.17	12.61
估值比率				
P/E	400.35	96.58	66.20	45.32
P/B	6.86	6.40	5.84	5.17
EV/EBITDA	170.62	84.37	64.78	47.15

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>