

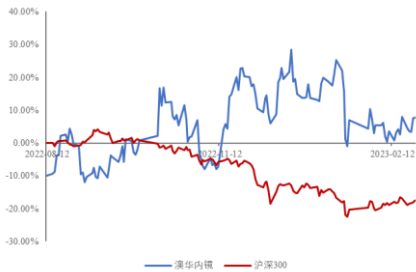
AQ-300 推出，助力公司在三级医院快速放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-4-26

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 67.90 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 82.20/31.81 |
| 总股本（百万股） | 133.34 |
| 流通股本（百万股） | 91.49 |
| 流通股比例（%） | 68.61 |
| 总市值（亿元） | 91 |
| 流通市值（亿元） | 62 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

事件：

公司发布 2022 年年报，2022 年全年实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 28.3%；实现归母净利润 2171.53 万元，同比下滑 61.93%；实现扣非归母净利润 969.21 万元，同比下滑 79.69%。

同时公司发布 2023 年一季报：2023Q1 实现营收 1.25 亿元，同比增长 53.77%；归母净利润 1655 万元，同比增长 385.71%；扣非归母净利润 1592 万元，同比增长 806.55%。

事件点评

● 23Q1 营业收入增速持续提升，盈利能力也有所改善

2022 年下半年以来，公司收入端呈现逐季增速提升的态势，2022Q1/Q2/Q3/Q4 公司单季度收入分别为 0.82/0.86/1.13/1.64 亿元 (yoy+13.8%/+14.1%/+38%/39%)，2023Q1 收入端实现 1.25 亿元，同比增速达到 53.77%。2022 年下半年，一方面与疫情放开，营销活动能够顺利展开有关，另一方面，设备贴息贷款政策的促进，使得终端医疗机构预算更充足，而且公司在产品升级上不仅推出了 AQ200L，2022 年底也推出了 AQ300，产品性能进一步提升，在国产替代的大背景下，对经销商、医院、医生的吸引力都在加强。

从财务数据上看，2023Q1 公司销售毛利率达到 76.17%，销售净利率约 13.13%，我们预计随着公司销售团队成型，后续的人员增速放缓，公司的销售净利率仍有进一步提升的趋势。

● AQ-300 推出后，公司内镜设备领域竞争力进一步提升

AQ-300 是公司继 2018 年 AQ-200 后推出的又一重磅内镜系统，目标客户以国内三级医院为主，在硬件和软件上均较 AQ-200 有更多的提升。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，服务三级医院客户 25 家，预计 AQ-300 将在 2023 年实现快速上量，进一步提升公司在高端市场竞争能力。

另外，公司曾于 2022 年 1 月发布股票激励计划，业绩考核目标为收入端 2022~2024 分别不低于 4.4、6.6、9.9 亿元，净利润端 2023、2024 年分别不低于 0.8、1.2 亿元，2023 年收入考核目标增速约 50%，我们认为 AQ300 在 2023 年上半年完成快速铺货，2023 年下半年将大量在终端医疗机构装机使用，公司完成股权激励计划目标是大概率事件。

● 投资建议

结合公司最新公告，我们预计公司 2023-2025 年收入端有望分别实现 6.94 亿元、10.26 亿元、14.76 亿元，同比增长分别为 55.9%、47.7%

和 43.9%，2023-2025 年归母净利润有望实现 0.96 亿元、1.45 亿元、2.26 亿元，同比增长分别为 341.4%、50.8%和 56.4%。2023-2025 年对应的 EPS 分别约 0.72 元、1.08 元和 1.70 元，对应的 PE 估值分别为 93 倍、61 倍和 39 倍，考虑到公司是国产软镜设备的龙头公司，品牌价值凸显，AQ-300 上市带动公司盈利能力大幅改善，维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品研发及推广不及预期风险；
 市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 445 | 694 | 1026 | 1476 |
| 收入同比 (%) | 28.3% | 55.9% | 47.7% | 43.9% |
| 归属母公司净利润 | 22 | 96 | 145 | 226 |
| 净利润同比 (%) | -61.9% | 341.4% | 50.8% | 56.4% |
| 毛利率 (%) | 69.7% | 72.2% | 73.0% | 73.7% |
| ROE (%) | 1.7% | 7.0% | 9.6% | 13.0% |
| 每股收益 (元) | 0.16 | 0.72 | 1.08 | 1.70 |
| P/E | 409.31 | 92.58 | 61.39 | 39.26 |
| P/B | 6.89 | 6.51 | 5.88 | 5.12 |
| EV/EBITDA | 263.82 | 73.29 | 45.88 | 29.20 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 1019 | 1104 | 1297 | 1593 | 营业收入 | 445 | 694 | 1026 | 1476 |
| 现金 | 230 | 210 | 184 | 221 | 营业成本 | 135 | 193 | 277 | 389 |
| 应收账款 | 128 | 179 | 274 | 390 | 营业税金及附加 | 4 | 6 | 8 | 12 |
| 其他应收款 | 7 | 8 | 14 | 19 | 销售费用 | 132 | 174 | 246 | 340 |
| 预付账款 | 7 | 10 | 14 | 20 | 管理费用 | 84 | 104 | 144 | 192 |
| 存货 | 180 | 231 | 344 | 476 | 财务费用 | -6 | -3 | -3 | -2 |
| 其他流动资产 | 466 | 466 | 466 | 466 | 资产减值损失 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 442 | 493 | 541 | 585 | 公允价值变动收益 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 投资净收益 | 6 | 7 | 10 | 15 |
| 固定资产 | 172 | 184 | 193 | 198 | 营业利润 | 11 | 102 | 178 | 295 |
| 无形资产 | 65 | 73 | 79 | 86 | 营业外收入 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 202 | 233 | 266 | 298 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1460 | 1597 | 1838 | 2178 | 利润总额 | 17 | 102 | 178 | 295 |
| 流动负债 | 130 | 161 | 241 | 330 | 所得税 | -8 | -4 | 18 | 44 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 25 | 107 | 161 | 251 |
| 应付账款 | 50 | 57 | 89 | 121 | 少数股东损益 | 3 | 11 | 16 | 25 |
| 其他流动负债 | 80 | 103 | 152 | 209 | 归属母公司净利润 | 22 | 96 | 145 | 226 |
| 非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 | EBITDA | 32 | 118 | 190 | 297 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.16 | 0.72 | 1.08 | 1.70 |
| 其他非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 | | | | | |
| 负债合计 | 178 | 209 | 289 | 378 | | | | | |
| 少数股东权益 | 14 | 24 | 41 | 66 | | | | | |
| 股本 | 133 | 133 | 133 | 133 | | | | | |
| 资本公积 | 1019 | 1019 | 1019 | 1019 | | | | | |
| 留存收益 | 116 | 212 | 356 | 582 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 1268 | 1364 | 1508 | 1734 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1460 | 1597 | 1838 | 2178 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | -42 | 65 | 57 | 115 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 22 | 96 | 145 | 226 | 营业收入 | 28.3% | 55.9% | 47.7% | 43.9% |
| 折旧摊销 | 41 | 40 | 45 | 48 | 营业利润 | -80.3% | 801.0% | 74.3% | 65.6% |
| 财务费用 | 1 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利 | -61.9% | 341.4% | 50.8% | 56.4% |
| 投资损失 | -6 | -7 | -10 | -15 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -95 | -75 | -139 | -169 | 毛利率 (%) | 69.7% | 72.2% | 73.0% | 73.7% |
| 其他经营现金流 | 112 | 182 | 299 | 421 | 净利率 (%) | 4.9% | 13.8% | 14.1% | 15.3% |
| 投资活动现金流 | -460 | -84 | -82 | -78 | ROE (%) | 1.7% | 7.0% | 9.6% | 13.0% |
| 资本支出 | -76 | -91 | -93 | -92 | ROIC (%) | -1.0% | 5.8% | 8.3% | 11.6% |
| 长期投资 | -390 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 5 | 7 | 10 | 15 | 资产负债率 (%) | 12.2% | 13.1% | 15.7% | 17.4% |
| 筹资活动现金流 | -34 | 0 | 0 | 0 | 净负债比率 (%) | 13.9% | 15.0% | 18.6% | 21.0% |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 7.81 | 6.88 | 5.39 | 4.83 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 6.38 | 5.38 | 3.90 | 3.32 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 22 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.30 | 0.43 | 0.56 | 0.68 |
| 其他筹资现金流 | -56 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 3.48 | 3.88 | 3.74 | 3.78 |
| 现金净增加额 | -537 | -20 | -26 | 37 | 应付账款周转率 | 2.70 | 3.39 | 3.12 | 3.20 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.16 | 0.72 | 1.08 | 1.70 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | -0.31 | 0.48 | 0.43 | 0.87 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.51 | 10.23 | 11.31 | 13.01 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 409.31 | 92.58 | 61.39 | 39.26 |
| | | | | | P/B | 6.89 | 6.51 | 5.88 | 5.12 |
| | | | | | EV/EBITDA | 263.82 | 73.29 | 45.88 | 29.20 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李婵，研究助理，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。