

澳华内镜(688212)

报告日期: 2023年08月14日

商业化验证, 高增长可期

——澳华内镜 2023 年半年报点评

投资要点

2023年8月14日, 公司披露2023年半年报, 2023H1营业收入2.89亿元, 同比增长72.7%; 归母净利润0.38亿元, 同比增长651%; 其中2023Q2营业收入1.64亿元, 同比增长90.8%; 归母净利润0.22亿元。2023Q2收入高增长驱动主要为公司加强市场推广、新产品AQ-300等快速放量带来。

□ 澳华内镜: 新品商业化能力初步验证, 2023年收入高增长可期

公司AQ-300在2022年11月份上市后, 市场推广加速, 并在2023H1带来较好的收入贡献, 市场接受程度也得以验证, 随2023-25年AQ-300的进一步迭代与推广, 我们认为公司2023-25年收入增长持续性可期。

□ 成长性: 专注软管式内窥镜, 新品放量下收入有望高增长

(1) 新品商业化能力初步验证, 全年收入增长可期。2023H1得益于公司AQ-300新品推广加速, 收入实现72.7%的同比增长, 其中2023Q2低基数影响下, 收入同比增长90.8%。我们认为, 2023H1新品放量拉动收入高增长, 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年我国消化软镜市场规模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等高端内窥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%。(3) 研发费用高增长, 新品加速迭代下或将带来长期成长空间。2023H1公司研发费用0.70亿元, 相比2022H1的0.37亿元, 同比增长88.5%, 主要为公司AQ-300平台兼容镜体种类持续拓展, 其中定焦系统、放大内镜、十二指肠镜等均已发布上市; 双焦内镜、分体胃肠镜、支气管内镜、鼻咽喉镜、泌尿镜、外壳胆道镜等正在型检, 多个新增产品型号在研。我们认为, 随公司内镜平台的持续迭代以及镜种的持续完善, 有望拉动公司长期收入增长。

□ 盈利能力: 净利率有望维持13%-16%的相对较高水平

根据wind数据, 2023H1公司毛利率76.28%, 同比提升5.2pct; 净利率13.06%, 同比提升9.7pct。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2022年的推广费用投入在2023H1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%。2023H1规模效应下, 公司管理费用率13.91% (-10.3pct) 大幅下滑, 虽然新品推广下, 公司销售费用率34.17% (+5.4pct)、研发费用率24.08% (+2.0pct) 有所上升, 但整体期间费用率仍呈现下降状态, 2023H1净利率13.06% (+9.7pct)。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0.67、0.98、1.43元, 对应2023年82倍PE (11倍PS), 维持“增持”评级。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
 执业证书号: S1230523080006
 siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥ 55.08 |
| 总市值(百万元) | 7,378.24 |
| 总股本(百万股) | 133.96 |

股票走势图



相关报告

- 《商业化验证, 高增长可期》
2023.04.25
- 《符合预期, 重视收入兑现——澳华内镜点评报告》
2022.10.24
- 《聚焦软镜领域, 创新引领增长——澳华内镜深度报告》
2022.09.19

□ **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; 需求波动的风险。

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 | 0.67 | 0.98 | 1.43 |
| P/E | 340 | 82 | 56 | 38 |

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 | 1083 | 1237 | 1468 |
| 现金 | 230 | 681 | 641 | 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 |
| 金额资产类 | 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 | 1725 | 1987 |
| 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 | 1359 | 1490 | 1682 |
| 负债和股东权益 | 1460 | 1532 | 1725 | 1987 |

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 | 0.67 | 0.98 | 1.43 |

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% | 9.13% | 11.99% |
| ROIC | 1.55% | 6.13% | 8.22% | 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 | 6.75 | 4.91 | 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 | 0.67 | 0.98 | 1.43 |
| 每股经营现金 | -0.31 | 0.47 | 0.04 | 0.55 |
| 每股净资产 | 9.51 | 10.14 | 11.12 | 12.55 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 339.77 | 81.97 | 56.18 | 38.46 |
| P/B | 5.79 | 5.43 | 4.95 | 4.39 |
| EV/EBITDA | 170.62 | 70.55 | 54.22 | 39.44 |

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>