

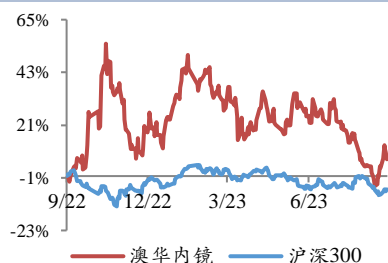
中报业绩符合业绩，AQ-300 打开高端市场

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-04

收盘价（元）	56.70
近 12 个月最高/最低（元）	82.20/50.80
总股本（百万股）	134
流通股本（百万股）	90
流通股比例（%）	67.51
总市值（亿元）	74
流通市值（亿元）	50

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 2023 年中报，实现营业收入 2.9 亿元（yoy+72.7%），实现归母净利润 3,808 万元（yoy+651.5%），实现扣非归母 3332 万元（yoy+2,033.8%）。经营活动现金流净额-2979 万元。业绩符合预期。

其中，2023 年第二季度，实现营业收入 1.64 亿元（yoy+90.80%），实现归母净利润 2,153 万元（yoy+1,196.71%），实现扣非归母 1,740 万元（yoy+9,023.91%）。经营活动现金流净额 101.50 万元，单 Q2 的经营净现金流环比有所改善。

➤ 事件点评

● 营业收入连续四个季度保持高速增长，毛利率水平逐季走高

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%）。2023 年以来，2023Q1/Q2 收入端实现 1.25/1.64 亿元，同比增速达到 53.77%/90.80%。公司 2022 年底推出的 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，我们预计在接下来的几个季度 AQ-300 仍是公司收入增长的主要驱动因素。

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%，2023Q2 公司销售毛利率达到 76.36%，销售净利率约 13.00%，2023Q2 销售毛利率较 2023Q1 进一步提升，我们预计随着公司销售团队成型，前期的销售推广效果突显，公司的销售净利率也将会有所提升。

● 公司仍将大力进行研发投入，积累深厚，管线丰富，新产品不断推出

2023 年上半年，公司研发费用约 6,960.15 万元，同比增长约 88.54%，研发费用占收入比约 24.08%。公司从 2019 年到 2022 年，研发费用收入占比从 10.23%提升至 21.68%。

新产品推出上，2023 年 5 月，公司推出了全新十二指肠内镜，该产品具有清晰的视野与更大的抬钳角度，可以更清晰地观察和辨认十二指肠情况。2023 年 8 月，公司发布了 17 款全新超细内镜产品，其中包括 1.8mm 全球最细复式软镜、2.8mm 全球最细经皮胆道镜、61%超大钳径比的内镜等“高含金量”的新品。

在研管线方面，设备方面，其中 3D 消化内镜、内窥镜机器人系统、动物镜内镜系统等产品也在研发过程中，AQ-300 系列、AQ-200 系统升级及配套也在同步开展；内窥镜耗材方面，公司也在设计开发新一代非血管支架置入器。公司先后承担或参与了 3 项国家科技部重点研发计划及 6 项省市级科研项目，形成了图像处理、内窥镜镜体设计与集成、

安全隔离等 3 大类核心技术，在内窥镜成像领域具有较深的技术积累。

● 投资建议

结合公司最新公告，我们维持盈利预测不变，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 1.69 元，对应的 PE 估值分别为 77 倍、51 倍和 33 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	1.69
P/E	409.31	76.71	50.86	32.53
P/B	6.89	5.39	4.87	4.24
EV/EBITDA	263.82	60.44	37.87	24.08

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	1594	营业收入	445	694	1026	1476
现金	230	210	184	222	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	1598	1838	2179	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	1.69
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	134	134	134					
资本公积	1019	1019	1019	1019					
留存收益	116	212	356	582					
归属母公司股东权	1268	1364	1509	1735					
负债和股东权益	1460	1598	1838	2179					

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	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%	65.5%
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	1	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)					估值比率				
每股收益	0.16	0.72	1.08	1.69	P/E	409.31	76.71	50.86	32.53
每股经营现金流薄)	-0.31	0.48	0.43	0.86	P/B	6.89	5.39	4.87	4.24
每股净资产	9.51	10.19	11.27	12.95	EV/EBITDA	263.82	60.44	37.87	24.08

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述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。