

澳华内镜 (688212. SH)

业绩表现亮眼，销售及研发投入力度加大

买入

核心观点

前三季度业绩表现亮眼。2023 年前三季度公司实现营业收入 4.29 亿元 (+52.65%)，归母净利润 0.45 亿元 (+426.53%)，扣非归母净利润 0.37 亿元 (+752.70%)。其中 23Q3 单季营业收入 1.40 亿元 (+23.00%)，归母净利润 710.77 万元 (+102.23%)，扣非归母净利润 394.3 万元 (+40.39%)。公司前三季度营收及利润实现高速增长，主要得益于新产品 AQ-300 上市后持续放量，单三季度业绩增速有所放缓，估计主要系受到行业整顿的影响。

盈利能力提升，销售及研发投入力度加大。2023 年前三季度公司毛利率 75.64% (+6.1pp)，归母净利率 10.54% (+7.5pp)，盈利能力提升得益于高端新品 AQ-300 的持续推广；销售费用率 35.81% (+8.2pp)，管理费用率 13.60% (-8.7pp)，研发费用率 24.75% (+3.6pp)，销售费用率提升主要因公司持续加大新产品推广、完善营销体系，研发费用率提升主要因公司持续推动产品迭代以及新产品开发。

推出上市后第二次股权激励，彰显发展信心。2023 年 10 月 13 日，公司推出上市后第二次股权激励，激励对象包括核心销售和研发人员等，业绩目标（公司层面归属比例 100%）为 2024-26 年收入不低于 9.9/14/20 亿元或净利润不低于 1.2/1.8/2.7 亿元，业绩复合增速超 40%，彰显公司发展信心。

投资建议：AQ-300 有望加快软镜进口替代，维持“买入”评级。

公司前三季度业绩高增长，单三季度在行业整顿的大背景下仍维持较快增速，看好 AQ-300 后续放量及行业整顿渐进尾声后经销商的信心恢复，维持盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润 0.8/1.4/2.0 亿元，同比增速 272.8%/72.7%/43.8%，当前股价对应 PE=100/58/40x。随着 AQ-300 持续放量，公司业绩有望持续高增长。

风险提示：市场推广不及预期风险；竞争加剧风险；汇率波动风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	347	445	664	997	1,329
(+/-%)	31.8%	28.3%	49.0%	50.3%	33.3%
净利润(百万元)	57	22	81	140	201
(+/-%)	208.2%	-61.9%	272.6%	72.6%	43.7%
每股收益(元)	0.43	0.16	0.60	1.04	1.50
EBIT Margin	12.9%	-1.3%	8.2%	13.5%	16.1%
净资产收益率(ROE)	4.6%	1.7%	6.0%	9.5%	12.2%
市盈率(PE)	141.9	372.7	100.5	58.2	40.5
EV/EBITDA	124.5	375.7	106.2	51.7	34.9
市净率(PB)	6.48	6.38	6.06	5.54	4.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌珑
021-60375487 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	81.90 - 89.34 元
收盘价	62.98 元
总市值/流通市值	8436/5697 百万元
52 周最高价/最低价	84.00/50.20 元
近 3 个月日均成交额	92.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《澳华内镜 (688212.SH) ——旗舰产品快速放量，国产软镜龙头加速进口替代》——2023-06-18

前三季度业绩表现亮眼。2023年前三季度公司实现营业收入4.29亿元(+52.65%)，归母净利润0.45亿元(+426.53%)，扣非归母净利润0.37亿元(+752.70%)。其中23Q3单季营业收入1.40亿元(+23.00%)，归母净利润710.77万元(+102.23%)，扣非归母净利润394.3万元(+40.39%)。公司前三季度营收及利润实现高速增长，主要得益于新产品AQ-300上市后持续放量，单三季度业绩增速有所放缓，主要系受到行业整顿的影响。

图1：澳华内镜营业收入及增速（单位：亿元、%）



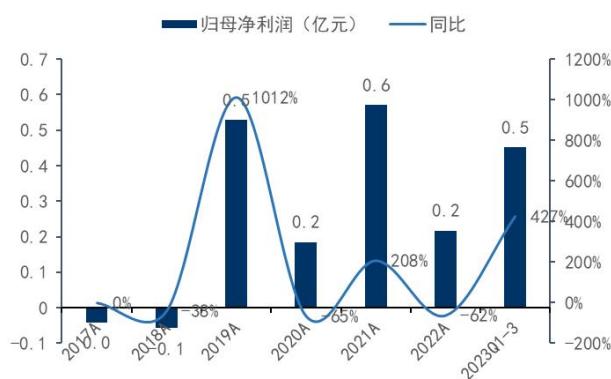
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：澳华内镜单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



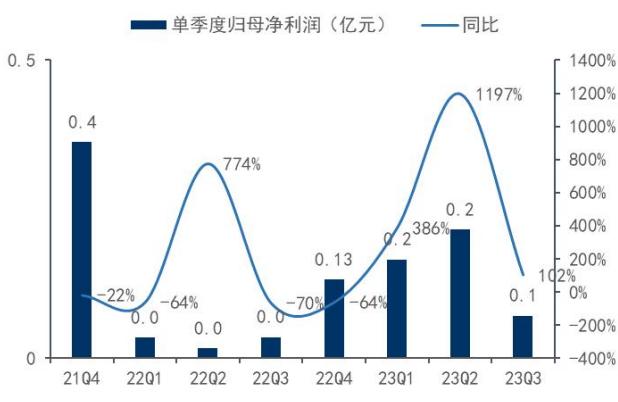
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：澳华内镜归母净利润及增速（单位：亿元、%）



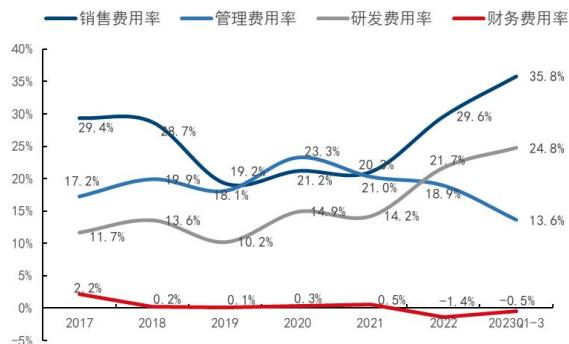
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：澳华内镜单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力提升，销售及研发投入力度加大。2023年前三季度公司毛利率75.64%(+6.1pp)，归母净利率10.54%(+7.5pp)，盈利能力提升得益于高端新品AQ-300的持续推广；销售费用率35.81%(+8.2pp)，管理费用率13.60%(-8.7pp)，研发费用率24.75%(+3.6pp)，销售费用率提升主要因公司持续加大新产品推广、完善营销体系，研发费用率提升主要因公司持续推动产品迭代以及新产品开发。

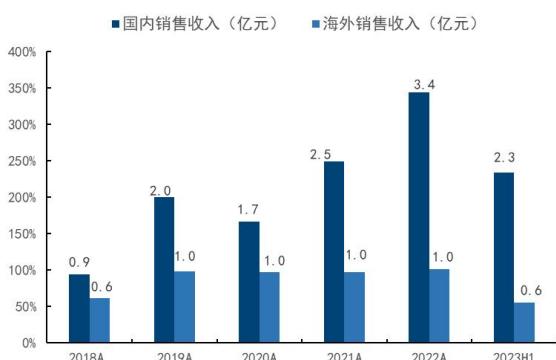
图5: 澳华内镜费用率情况 (%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

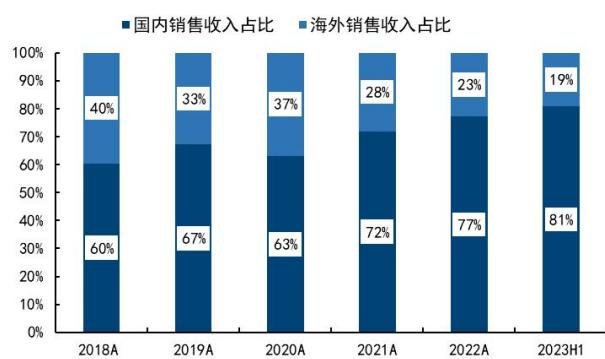
图6: 澳华内镜利润率情况 (%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内收入占比提升，产品布局持续丰富。分地区看，公司国内销售收入近年来提升显著，23H1 实现国内收入 2.3 亿元 (+85.7%)，占比提升至 81%，新产品 AQ-300 性能媲美进口，有望助力公司进一步拓展国内高等级医院市场，加速进口替代。此外，公司不断推动核心软镜产品的优化和升级，同时在 3D 消化内镜、内窥镜机器人等领域均有在研产品布局，有望促进产品多元化和高端化发展，助力公司持续成长。

图7: 澳华内镜分地区营收情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 澳华内镜分地区营收占比情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 澳华内镜主要在研项目情况

项目名称	预计总投资额	阶段性成果	技术水平	应用前景
4K 超高清软性内窥镜系统	1.74 亿元	定焦系统国内发布上市；放大内镜发布上市；十二指肠镜发布上市；完成双焦内镜、分体胃肠镜、支气管内镜、鼻咽喉内镜、泌尿内镜、外壳胆道内镜等产品型式检测；新增产品型号原理验证中	国际领先	超高清 4K 图像处理和显示，搭配多款多科室细镜具完成临床医生对病灶的细致观察等场景
3D 消化内镜开发	2000 万元	完成了设计开发，3D 成像效果测试	国际领先	填补 3D 软性内窥镜市场空白
内窥镜机器人系统	8000 万元	主要设备已完成动物试验，进入型式检测阶段	国际领先	复杂、精密消化道内窥镜下手术实施及应用

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

推出上市后第二次股权激励，彰显发展信心。2023年10月13日，公司推出上市后第二次股权激励，激励对象包括核心销售和研发人员等，**业绩目标**（公司层面归属比例100%）为2024-26年收入不低于9.9/14/20亿元或净利润不低于1.2/1.8/2.7亿元，业绩复合增速超40%，彰显公司发展信心。

投资建议：AQ-300有望加快软镜进口替代，维持“买入”评级。公司前三季度业绩高增长，单三季度在行业整顿的大背景下仍维持较快增速，看好AQ-300后续放量及行业整顿渐进尾声后经销商的信心恢复，维持盈利预测，预计2023-25年归母净利润0.8/1.4/2.0亿元，同比增速272.8%/72.7%/43.8%，当前股价对应PE=100/58/40x。随着AQ-300持续放量，公司业绩有望持续高增长。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	总市值 亿元	归母净利润（亿元）						PE			ROE	PEG	投资评级
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)		
688212.SH	澳华内镜	81	0.2	0.8	1.4	2.0	374.4	100.4	58.1	40.4	1.7%	0.9	买入	
300633.SZ	开立医疗	183	3.7	5.0	6.5	8.4	49.5	36.4	28.1	21.8	13.5%	1.2	无评级	
688271.SH	联影医疗	948	16.6	21.0	26.4	31.6	57.2	45.2	35.9	30.0	9.5%	1.9	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：总市值以2023/10/25计算，开立医疗为Wind一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	767	230	276	331	398	营业收入	347	445	664	997	1329
应收款项	70	135	142	239	336	营业成本	107	135	181	259	330
存货净额	97	180	215	307	422	营业税金及附加	3	4	5	8	11
其他流动资产	16	30	44	61	86	销售费用	73	132	185	277	360
流动资产合计	997	1019	1121	1382	1686	管理费用	70	84	112	156	202
固定资产	183	238	298	355	399	研发费用	49	97	126	163	212
无形资产及其他	62	65	63	62	60	财务费用	2	(6)	(5)	(2)	1
投资性房地产	100	135	135	135	135	投资收益	1	6	25	25	25
长期股权投资	7	3	4	5	6	资产减值及公允价值变动	(4)	1	8	5	0
资产总计	1349	1460	1621	1939	2286	其他收入	(31)	(93)	(126)	(163)	(212)
短期借款及交易性金融负债	3	7	71	183	256	营业利润	58	11	92	167	239
应付款项	15	50	50	71	105	营业外净收支	(0)	6	0	0	0
其他流动负债	41	73	85	130	175	利润总额	58	17	92	167	239
流动负债合计	59	130	206	384	536	所得税费用	(2)	(8)	9	25	36
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	3	2	2	2
其他长期负债	31	48	59	71	84	归属于母公司净利润	57	22	81	140	201
长期负债合计	31	48	59	71	84	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	90	178	265	455	620	净利润	57	22	81	140	201
少数股东权益	10	14	16	17	19	资产减值准备	(0)	2	4	2	2
股东权益	1249	1268	1341	1467	1647	折旧摊销	21	28	25	31	36
负债和股东权益总计	1349	1460	1621	1939	2286	公允价值变动损失	4	(1)	(8)	(5)	0
						财务费用	2	(6)	(5)	(2)	1
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(25)	(110)	(30)	(126)	(144)
每股收益	0.43	0.16	0.60	1.04	1.50	其它	3	(3)	(2)	(0)	0
每股红利	0.03	0.19	0.06	0.10	0.15	经营活动现金流	59	(62)	70	42	95
每股净资产	9.36	9.51	10.01	10.95	12.30	资本开支	0	(80)	(78)	(84)	(81)
ROIC	6%	1%	6%	11%	14%	其它投资现金流	(46)	(397)	0	0	0
ROE	5%	2%	6%	10%	12%	投资活动现金流	(46)	(474)	(79)	(85)	(82)
毛利率	69%	70%	73%	74%	75%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	-1%	8%	14%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	5%	12%	17%	19%	支付股利、利息	(3)	(25)	(8)	(14)	(20)
收入增长	32%	28%	49%	50%	33%	其它融资现金流	583	50	64	112	73
净利润增长率	208%	-62%	273%	73%	44%	融资活动现金流	577	(1)	56	98	53
资产负债率	7%	13%	17%	24%	28%	现金净变动	590	(537)	46	55	66
股息率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	177	767	230	276	331
P/E	141.9	372.7	100.5	58.2	40.5	货币资金的期末余额	767	230	276	331	398
P/B	6.5	6.4	6.1	5.5	4.9	企业自由现金流	0	(171)	(34)	(64)	(6)
EV/EBITDA	124.5	375.7	106.2	51.7	34.9	权益自由现金流	0	(121)	34	50	66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032