

澳华内镜 (688212.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

三级医院装机拓展迅速,毛利率持续提升

业绩简评

2024年4月9日,公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入6.78亿元,同比+52%;归母净利润5785万元,同比+167%;实现扣非归母净利润4449万元,同比+361%;分季度来看,2023Q4公司实现收入2.49亿元,同比+52%;归母净利润1267万元,同比-3%;实现扣非归母净利润722万元,同比+36%。

经营分析

三级医院内镜装机快速拓展,毛利率持续提升。依托于AQ-300 4K超高清内镜系统的持续推广,公司国内大型医疗终端客户数量不断增长,2023年中高端机型主机、镜体在三级医院装机(含中标)数量分别是96台,316根,装机三级医院73家。在主营业务中,公司内窥镜设备实现收入6.22亿元,同比+59%;内窥镜设备毛利率75.9%,同比+2.9pct,高端产品收入占比持续提升。

研发投入快速增长,产品管线取得多项进展。公司全年销售费用率34.3%,同比+4.7pct;管理费用率13.4%,同比-5.5pct;研发投入1.47亿元,同比+52.3%,占营收比例达到21.7%。研发管线取得多项进展,发布包括十二指肠镜、超细内镜、超细经皮胆道镜、AQ-200 Elite内镜系统、UHD双焦内镜以及分体式上消化道内镜等多个产品。研发效率较高,产品有望保持行业优势。

股权激励设置高速增长目标,激发核心团队积极性。2023年10月公司发布新一期股票激励计划,归属比例100%的业绩目标要求2024-2026年公司收入达到9.9、14.0、20.0亿元,同比增长50%、41%、43%;剔除股份支付费用、商誉减值影响的净利润达到1.2、1.8、2.7亿元,同比增长50%、50%、50%,每年度收入或净利润需达到两个条件之一,高增长目标彰显了公司对未来经营的信心。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在国产软性内窥镜领域的竞争力,预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.01、1.72、2.85亿元,同比增长75%、70%、66%,EPS分别为0.76、1.29、2.13元,现价对应PE为78、46、28倍,维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;海外贸易摩擦风险;汇率波动风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):59.06元

相关报告:

- 《澳华内镜公司点评:全年销售高速增长,引领国产内镜份额提升》,2024.1.30
- 《澳华内镜公司点评:内镜新产品持续放量,研发投入快速提升》,2023.10.25
- 《澳华内镜公司点评:新一期激励计划发布,激发核心团队积极性》,2023.10.13



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	445	678	1,005	1,422	2,043
营业收入增长率	28.30%	52.29%	48.18%	41.55%	43.67%
归母净利润(百万元)	22	58	101	172	285
归母净利润增长率	-61.93%	166.42%	75.40%	69.98%	65.50%
摊薄每股收益(元)	0.163	0.432	0.757	1.287	2.130
每股经营性现金流净额	-0.31	0.28	0.57	0.62	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.71%	4.19%	6.85%	10.60%	15.25%
P/E	402.13	143.62	78.01	45.89	27.73
P/B	6.89	6.02	5.34	4.86	4.23

来源:公司年报、国金证券研究所

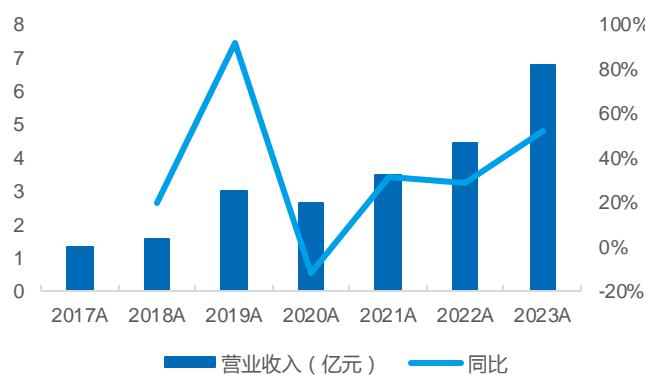
三级医院内镜装机快速拓展，毛利率持续提升

依托于AQ-300 4K超高清内镜系统的持续推广，公司国内大型医疗终端客户数量不断增长，2023年中高端机型主机、镜体在三级医院装机（含中标）数量分别是96台，316根，装机三级医院73家。

在主营业务中，公司内窥镜设备实现收入6.22亿元，同比增长+59%；内窥镜诊疗耗材实现收入4257万元，同比-14%；内窥镜维修服务实现收入1235元，同比增长+235%。

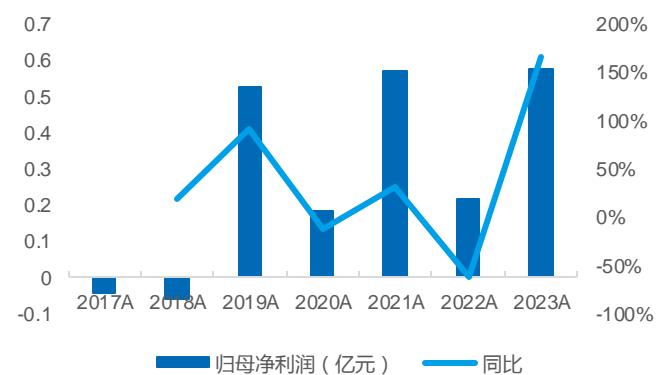
分地区来看，公司境内业务实现收入5.64亿元，同比+64%；境外业务实现收入1.13亿元，同比+12%。公司目前在海外设立多个营销支持中心，为德国、英国、韩国等国家和地区的客户提供解决方案。

图表1：2017-2023公司营业收入及增速



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

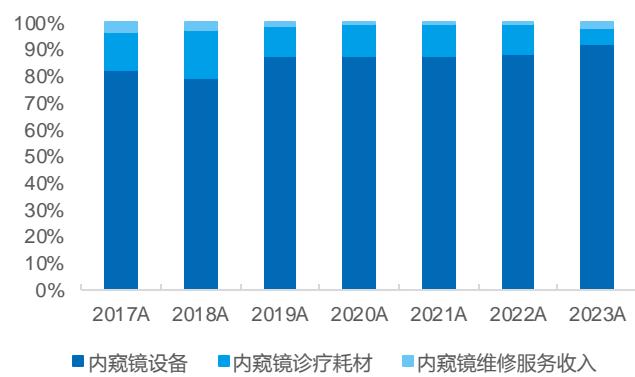
图表2：2017-2023公司归母净利润及增速



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

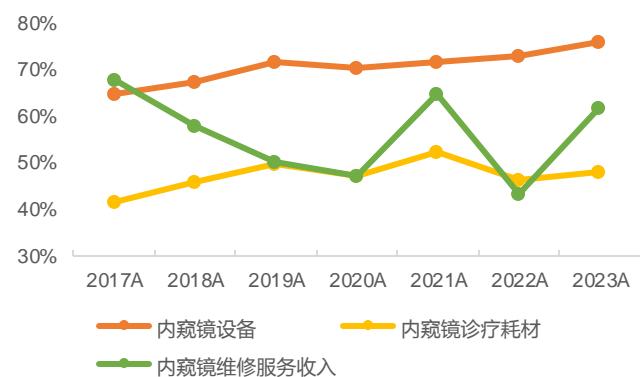
从分板块毛利率来看，内窥镜设备毛利率75.9% (+2.9pct)，主要系AQ-300系列高端产品收入占比提升及整体销售规模增长；内窥镜诊疗耗材毛利率47.9% (+1.8pct)；内窥镜维修服务毛利率61.7% (+18.6pct)。

图表3：2017-2023公司收入结构变化



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表4：2017-2023公司各业务毛利率变化



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

研发投入快速增长，产品管线取得多项进展

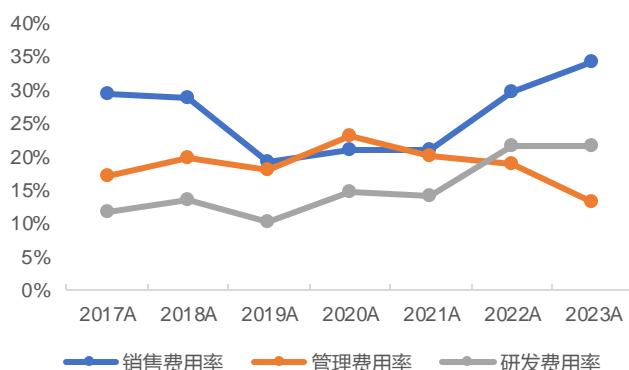
2023年公司综合毛利率达到73.8%，同比+4.1pct；全年净利率达到9.0%，同比+3.3pct。公司全年销售费用率34.3%，同比+4.7pct；管理费用率13.4%，同比-5.5pct；研发投入1.47亿元，同比+52.3%，占营收比例达到21.7%。2023年公司研发管线取得多项进展，发布包括1)全新UHD系列十二指肠镜；2)超细内镜、超细经皮胆道内镜、支气管镜等多款细镜；3)全新AQ-200 Elite内镜系统；4)UHD系列双焦内镜；5)分体式上消化道内镜。整体研发效率较高，内镜产品有望保持行业优势。

图表5: 2017-2023 公司利润率变化



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 2017-2023 公司费用率变化



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

股权激励设置高速增长目标, 激发核心团队积极性。

2023年10月公司发布了2023年新一期股票激励计划,归属比例100%的业绩目标要求2024-2026年公司收入达到9.9、14.0、20.0亿元,同比增长50%、41%、43%;剔除股份支付费用、商誉减值影响的净利润达到1.2、1.8、2.7亿元,同比增长50%、50%、50%,每年度收入或净利润需达到两个条件之一,高增长目标彰显了公司对未来经营的信心。

风险提示

新产品研发不达预期风险:若公司不同板块在研产品推进缓慢,或研发项目失败而中止,将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险:如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低,导致产品上市后推广进场缓慢,将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

海外贸易摩擦风险:若海外贸易摩擦导致公司产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升,将可能对公司业绩增长产生影响。

汇率波动风险:由于公司存在部分境外销售业务,若人民币兑美元汇率发生较大波动,将可能对公司收入及利润造成一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	货币资金	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	347	445	678	1,005	1,422	2,043	应收账款	767	230	245	262	248	349
增长率			28.3%	52.3%	48.2%	41.5%	存货	70	135	199	222	314	451
主营业务成本			-107	-135	-178	-256	其他流动资产	97	180	200	274	380	536
%销售收入	30.7%	30.3%	26.2%	25.5%	25.0%	24.6%	流动资产	63	474	365	374	388	405
毛利	240	310	500	749	1,066	1,541	%总资产	73.9%	69.8%	63.2%	65.7%	67.9%	72.8%
%销售收入	69.3%	69.7%	73.8%	74.5%	75.0%	75.4%	长期投资	7	3	47	47	47	47
营业税金及附加	-3	-4	-6	-9	-13	-18	固定资产	183	238	286	325	349	357
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	%总资产	13.6%	16.3%	17.9%	18.9%	17.8%	14.9%
销售费用	-73	-132	-232	-301	-398	-531	无形资产	140	144	157	173	189	203
%销售收入	21.0%	29.6%	34.3%	30.0%	28.0%	26.0%	非流动资产	352	442	587	591	629	651
管理费用	-70	-84	-91	-131	-178	-245	%总资产	26.1%	30.2%	36.8%	34.3%	32.1%	27.2%
%销售收入	20.3%	18.9%	13.4%	13.0%	12.5%	12.0%	资产总计	1,349	1,460	1,595	1,723	1,961	2,393
研发费用	-49	-97	-147	-221	-313	-450	短期借款	3	7	8	0	1	52
%销售收入	14.2%	21.7%	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%	应付款项	19	55	65	79	110	155
息税前利润 (EBIT)	45	-6	24	87	165	297	其他流动负债	37	68	69	102	146	213
%销售收入	12.9%	n. a	3.5%	8.6%	11.6%	14.5%	流动负债	59	130	142	181	257	419
财务费用	-2	6	3	5	5	4	长期贷款	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	-1.4%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	其他长期负债	31	48	58	44	58	81
资产减值损失	-7	-11	-26	-7	-3	-4	负债	90	178	200	225	315	500
公允价值变动收益	0	8	8	10	10	11	普通股股东权益	1,249	1,268	1,380	1,481	1,627	1,872
投资收益	1	6	4	10	10	10	其中：股本	133	133	134	134	134	134
%税前利润	1.6%	35.9%	6.7%	8.3%	4.9%	3.0%	未分配利润	117	112	162	264	410	655
营业利润	58	11	54	115	199	333	少数股东权益	10	14	15	16	18	21
营业利润率	16.6%	2.6%	8.0%	11.4%	14.0%	16.3%	负债股东权益合计	1,349	1,460	1,595	1,723	1,961	2,393
营业外收支	0	6	0	6	6	6							
税前利润	58	17	54	121	205	339							
利润率	16.6%	3.8%	8.0%	12.0%	14.4%	16.6%							
所得税	2	8	7	-18	-31	-51							
所得税率	-3.6%	-47.8%	-12.7%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	60	25	61	103	174	288							
少数股东损益	3	3	3	1	2	2							
非现金支出	40	52	81	47	50	57							
非经营收益	-8	-25	-19	-23	-26	-25							
营运资金变动	-25	-95	-85	-51	-115	-168							
经营活动现金净流	66	-42	37	76	83	152							
资本开支	-90	-76	-153	-41	-79	-69							
投资	-46	-390	122	0	0	0							
其他	1	5	3	10	10	10							
投资活动现金净流	-135	-460	-28	-31	-69	-59							
股权募资	691	0	15	0	0	0							
债权募资	0	0	0	-24	1	51							
其他	-33	-34	-11	0	-27	-42							
筹资活动现金净流	659	-34	4	-25	-26	9							
现金净流量	590	-537	14	20	-12	102							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	9	16	53
增持	0	2	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.31	1.30	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-25	买入	46.45	N/A
2	2022-10-25	买入	78.23	N/A
3	2023-01-30	买入	76.79	N/A
4	2023-04-25	买入	65.20	N/A
5	2023-08-15	买入	55.08	N/A
6	2023-10-13	买入	62.80	N/A
7	2023-10-25	买入	62.27	N/A
8	2024-01-30	买入	49.71	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806