

## 23年业绩符合预期，中高端产品持续放量

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报, 实现收入6.8亿元(+52.3%), 实现归母净利润5785万元(+167%), 实现扣非归母4449万元(+361.4%)。其中23Q4单季度实现收入2.5亿元(+51.7%), 实现归母净利润1267万元(-3.2%), 实现扣非归母722万元(+35.7%)。公司全年收入及利润高速增长, 符合预期。
- **23年疫后毛利率大幅反弹, 中高端产品持续放量。** 分季度收入看, 23Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为1.3/1.6/1.4/2.5亿元(+53.8%/90.8%/+23%/+51.7%), 疫后实现收入大幅提速, 公司进一步加强了研发端的投入, 不断对产品进行持续的打磨与升级, 获得了更多的临床端认可所致。从盈利能力看, 23年毛利率提升至73.8%(+4.1pp), 实现大幅跃升, 系产品结构中高毛利的高端机型占比提升所致。23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(含中标)三级医院73家。从费用端看, 销售费用率34.3%(+4.7pp), 管理费用率13.4%(-5.5pp), 研发费用率21.7%(+0pp), 财务费用率-0.4%(+1pp)。销售费用率增加明显, 主要系销售核心团队人员扩张, 职工薪酬、修理费及差旅费增长较多所致。
- **AQ-300持续迭代, 各类镜体种类配套不断丰富。** 23年公司根据临床端的反馈对AQ-300系列进行了持续的迭代, 在操控性能、操作手感、稳定性等多个方面做了进一步完善, 产品性能得到了持续的优化。此外, 公司在各类镜体种类配套上不断丰富。23年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, 为ERCP(内镜逆行性胆管-胰管造影)诊疗提供了更好的支持与服务。此外, 公司23年发布超细内镜、超细经皮胆道内镜、支气管镜等多款细镜产品, 多平台兼容适配, 灵活满足不同科室的诊疗需求, 为临床提供更为有力的工具。并且发布了分体式上消化道内镜, 更大限度保证了洗消的功用和效率。整体来看, 公司研发不断投入, 整机及镜体的产品质量及种类持续上升。
- **国产软镜设备龙头有望受益于进口替代, AQ-300放量在即。** 软镜在临床诊疗场景中广泛使用, 国内胃镜、肠镜诊疗开展率和内镜医师数量均有提升空间, 目前软镜行业国产化率仅不到10%, 日本企业奥林巴斯、富士、宾得占据90%以上的份额。随着旗舰产品AQ-300的上市推广, 公司后续有望持续受益于国产替代。公司目前已大力布局国内经销商团队进行后续对AQ300的全面推广, 预计2024年AQ300将持续放量。
- **盈利预测与评级:** 预计2024-2026年归母净利润分别为1.3、1.8、2.8亿元, 对应EPS为0.96、1.37、2.1元, 对应PE为57、40、26倍。给予“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、AQ300销售或不及预期、疫情反复、竞争加剧风险。

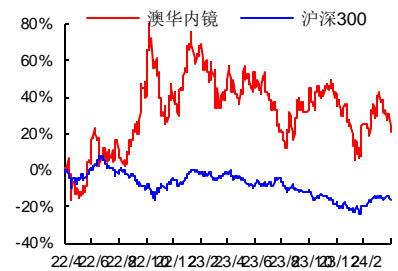
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	678.08	1005.63	1445.48	2083.16
增长率	52.29%	48.30%	43.74%	44.12%
归属母公司净利润(百万元)	57.85	128.44	183.72	281.59
增长率	166.42%	122.00%	43.04%	53.27%
每股收益EPS(元)	0.43	0.96	1.37	2.10
净资产收益率ROE	4.36%	8.62%	11.10%	14.81%
PE	127	57	40	26
PB	5.34	4.92	4.45	3.88

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn  
联系人: 陈辰  
电话: 021-68416017  
邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.34
流通A股(亿股)	0.92
52周内股价区间(元)	46.06-74.33
总市值(亿元)	74
总资产(亿元)	15.95
每股净资产(元)	10.03

### 相关研究

1. 澳华内镜(688212): 23Q3业绩符合预期, 股权激励提振四季度信心(2023-10-30)
2. 澳华内镜(688212): 23H1业绩增长符合预期, AQ300放量在即(2023-08-23)
3. 澳华内镜(688212): 业绩符合预期稳健增长, AQ300放量在即(2023-05-08)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司内窥镜产品矩阵持续丰富，公司加大临床推广、完善渠道建设、扩大服务体系。预计 2024-2026 年销量分别上涨 48%、44%、44%，价格及毛利率短期内随着中高端机型占比提升，小幅稳步提升。

假设 2：公司内窥镜维修类业务与公司内窥镜装机相关，随着公司装机提升，维修类业务预计也将持续提升。预计 2024-2026 年服务收入将上涨 50%、50%、50%，价格及毛利率短期内保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
内窥镜产品	收入	665	986	1418	2041
	增速	50.5%	48.3%	43.8%	44.0%
	毛利率	74.1%	74.3%	74.5%	74.7%
内窥镜维修服务	收入	12	19	28	42
	增速	235.6%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	61.7%	62.0%	62.0%	62.0%
其他业务	收入	1	1	2	3
	增速		50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	40.6%	41.0%	41.0%	41.0%
合计	收入	678	1,006	1,445	2,083
	增速	52.3%	48.3%	43.7%	44.1%
	毛利率	73.8%	74.1%	74.3%	74.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 10.1 亿元 (+48.3%)、14.5 亿元 (+43.7%) 和 20.8 亿元 (+44.1%)，归母净利润分别为 1.3 亿元 (+122.1%)、1.8 亿元 (+43%)、2.8 亿元 (+53.3%)，EPS 分别为 0.96 元、1.37 元、2.1 元，对应 PE 为 57、40、26 倍。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300633.SZ	开立医疗	36.95	1.45	1.86	-	26	20	-
688677.SH	海泰新光	47.32	1.99	2.58	-	24	18	-
688029.SH	南微医学	67.68	3.34	4.32	-	20	16	-
平均值						<b>23</b>	<b>18</b>	-

数据来源：Wind，西南证券整理

公司与开立都有软镜业务条线，与澳华业务高度相关。海泰新光硬镜整机及镜体产品属于硬性内窥镜，同属内窥镜赛道。南微医学主营消化内科内窥镜耗材，与澳华耗材业务线高度相关。三家公司 24-26 年平均 PE 为 23、18、-。公司在技术、产品、渠道、品牌和服务五方面的竞争优势，未来成长性突出。考虑到公司 AQ300 24 年的持续放量以及预计整体业绩增速高于同类公司，给予 2024 年 70 倍估值，公司未来公司 24-26 年净利润复合增速为 69.5%，计算 PEG 为 1.01，属于合理范围。对应目标价 67.2 元，给予“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	678.08	1005.63	1445.48	2083.16	净利润	60.77	130.44	185.72	284.59
营业成本	177.77	260.13	371.54	531.90	折旧与摊销	45.92	28.28	30.21	32.31
营业税金及附加	6.42	8.05	11.56	16.67	财务费用	-2.63	-6.00	-7.00	-6.00
销售费用	232.37	325.32	455.45	660.40	资产减值损失	-18.02	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	90.87	131.76	184.47	249.03	经营营运资本变动	-73.41	-137.98	-199.42	-289.19
财务费用	-2.63	-6.00	-7.00	-6.00	其他	24.77	1.89	-7.21	1.82
资产减值损失	-18.02	-5.00	-5.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>37.41</b>	<b>11.63</b>	<b>-2.69</b>	<b>18.53</b>
投资收益	3.64	5.00	10.00	10.00	资本支出	-46.52	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	7.91	10.00	10.00	10.00	其他	18.58	15.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	60.00	60.00	90.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-27.94</b>	<b>-35.00</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>54.34</b>	<b>143.23</b>	<b>206.05</b>	<b>318.40</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	94.71
其他非经营损益	-0.43	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>53.91</b>	<b>148.23</b>	<b>211.05</b>	<b>323.40</b>	股权融资	51.33	0.00	0.00	0.00
所得税	-6.86	17.79	25.33	38.81	支付股利	0.00	-11.57	-25.69	-36.74
净利润	60.77	130.44	185.72	284.59	其他	-47.00	-2.41	7.00	6.00
少数股东损益	2.92	2.00	2.00	3.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4.34</b>	<b>-13.98</b>	<b>-18.69</b>	<b>63.96</b>
归属母公司股东净利润	57.85	128.44	183.72	281.59	<b>现金流量净额</b>	<b>14.38</b>	<b>-37.35</b>	<b>-51.38</b>	<b>52.50</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	244.55	207.20	155.82	208.32	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	205.19	294.98	433.81	621.51	销售收入增长率	52.29%	48.30%	43.74%	44.12%
存货	199.68	286.22	415.34	594.47	营业利润增长率	378.11%	163.58%	43.86%	54.53%
其他流动资产	358.76	370.92	387.24	410.91	净利润增长率	142.16%	114.63%	42.38%	53.23%
长期股权投资	3.97	3.97	3.97	3.97	EBITDA 增长率	149.86%	69.53%	38.52%	50.35%
投资性房地产	42.98	42.98	42.98	42.98	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	285.70	319.59	351.53	381.38	毛利率	73.78%	74.13%	74.30%	74.47%
无形资产和开发支出	143.06	132.31	121.56	110.81	三费率	47.28%	44.86%	43.79%	43.37%
其他非流动资产	111.15	109.74	108.33	106.92	净利率	8.96%	12.97%	12.85%	13.66%
<b>资产总计</b>	<b>1595.04</b>	<b>1767.91</b>	<b>2020.59</b>	<b>2481.27</b>	ROE	4.36%	8.62%	11.10%	14.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	94.71	ROA	3.81%	7.38%	9.19%	11.47%
应付和预收款项	123.14	182.57	269.48	379.35	ROIC	8.64%	14.38%	16.53%	20.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.40%	16.46%	15.86%	16.55%
其他负债	76.75	71.47	77.21	85.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>199.88</b>	<b>254.04</b>	<b>346.69</b>	<b>559.52</b>	总资产周转率	0.44	0.60	0.76	0.93
股本	134.03	134.03	134.03	134.03	固定资产周转率	3.18	3.77	4.94	6.51
资本公积	1069.28	1069.28	1069.28	1069.28	应收账款周转率	3.90	3.98	3.96	3.93
留存收益	176.52	293.38	451.42	696.26	存货周转率	0.90	1.06	1.05	1.05
归属母公司股东权益	1379.99	1496.70	1654.73	1899.58	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.29%	—	—	—
少数股东权益	15.17	17.17	19.17	22.17	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1395.16</b>	<b>1513.86</b>	<b>1673.90</b>	<b>1921.75</b>	资产负债率	12.53%	14.37%	17.16%	22.55%
负债和股东权益合计	1595.04	1767.91	2020.59	2481.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	16.93%
					流动比率	7.11	5.92	4.82	3.66
					速动比率	5.70	4.46	3.38	2.47
					股利支付率	0.00%	9.01%	13.98%	13.05%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.43	0.96	1.37	2.10
					每股净资产	10.30	11.17	12.35	14.17
					每股经营现金	0.28	0.09	-0.02	0.14
					每股股利	0.00	0.09	0.19	0.27
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	97.62	165.50	229.26	344.71					
PE	127.30	57.34	40.09	26.16					
PB	5.34	4.92	4.45	3.88					
PS	10.86	7.32	5.10	3.54					
EV/EBITDA	67.29	39.87	29.00	19.41					
股息率	0.00%	0.16%	0.35%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---