

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

2023年业绩表现亮眼，中高端产品装机快速提升。2023年公司实现营业收入6.78亿元(+52.29%)，归母净利润0.58亿元(+166.42%)，扣非归母净利润0.44亿元(+359.03%)。其中23Q4单季营收2.49亿元(+51.68%)，归母净利润0.13亿元(-3.55%)，扣非归母净利润0.07亿元(+35.74%)。公司2023年营收及利润实现快速增长，三级医院市场渗透率进一步提升，中高端机型主机、镜体在三级医院装机(含中标)数量分别为96台(+269%)、316根(+212%)，装机(含中标)三级医院73家(+192%)。

盈利能力提升，销售费用投入力度加大。2023年毛利率73.78%(+4.06pp)，归母净利率8.53%(+3.66pp)，盈利能力提升得益于高端产品AQ-300的持续推广；销售费用率34.27%(+4.66pp)，管理费用率13.40%(-5.54pp)，研发费用率21.68%(基本持平)，公司持续加大新产品推广力度、完善营销体系，不断加深产品的市场覆盖深度及广度，销售费用率有所提升。

聚焦创新研发，产品线持续丰富。公司持续加大研发投入，2023年研发费用1.5亿元，同比增长52%，推出了UHD系列十二指肠镜、多款细镜产品、AQ-200 Elite内镜系统、UHD系列双焦内镜、分体式上消化道内镜等新品，进一步丰富了产品线，提高了科室覆盖度。在研项目方面，公司正在积极开发3D软性内镜和内镜机器人，未来产品上市有望进一步提升市场竞争力。

投资建议：公司2023年业绩实现快速增长，产品丰富度和三级医院终端覆盖度进一步提升，维持24、25年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024-26年营收9.9/14.4/20.2亿元，同比增速46.1%/45.8%/39.7%，归母净利润1.0/1.7/2.6亿元，同比增速71.3%/73.2%/52.7%，当前股价对应PS=7/5/4x。看好公司高端产品对业绩的持续驱动，维持“买入”评级。

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	445	678	991	1,444	2,018
(+/-%)	28.3%	52.3%	46.1%	45.8%	39.7%
归母净利润(百万元)	22	58	99	172	262
(+/-%)	-61.9%	166.4%	71.3%	73.2%	52.7%
每股收益(元)	0.16	0.43	0.74	1.28	1.96
EBIT Margin	-1.3%	3.5%	8.7%	12.0%	13.9%
净资产收益率(ROE)	1.7%	4.2%	6.7%	10.6%	14.1%
市盈率(PE)	346.7	130.8	76.4	44.1	28.9
EV/EBITDA	350.1	123.7	66.0	38.4	25.6
市净率(PB)	5.94	5.48	5.15	4.66	4.07

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 021-60375487
联系人：凌琰 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	
收盘价	54.38元
总市值/流通市值	7289/5014百万元
52周最高价/最低价	74.33/46.06元
近3个月日均成交额	57.63百万元

市场走势



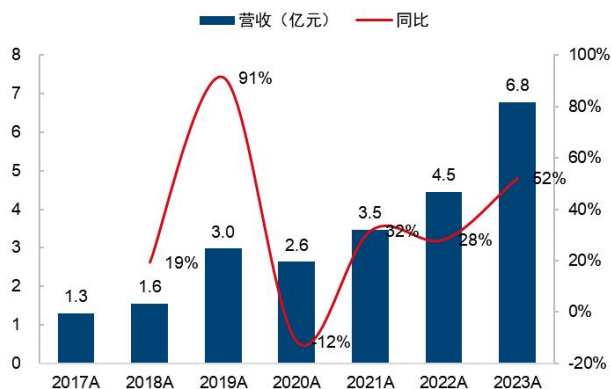
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《澳华内镜(688212.SH)-2023年业绩预告发布，全年业绩表现亮眼》——2024-01-30
《澳华内镜(688212.SH)-2023年三季度点评：业绩表现亮眼，销售及研发投入力度加大》——2023-10-26
《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

2023 年业绩表现亮眼，中高端产品装机快速提升。2023 年公司实现营收 6.78 亿元 (+52.29%)，归母净利润 0.58 亿元 (+166.42%)，扣非归母净利润 0.44 亿元 (+359.03%)。其中 23Q4 单季营收 2.49 亿元 (+51.68%)，归母净利润 0.13 亿元 (-3.55%)，扣非归母净利润 0.07 亿元 (+35.74%)。公司 2023 年营收及利润实现快速增长，三级医院市场渗透率进一步提升，中高端机型主机、镜体在三级医院装机（含中标）数量分别为 96 台 (+269%)、316 根 (+212%)，装机（含中标）三级医院 73 家 (+192%)。

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

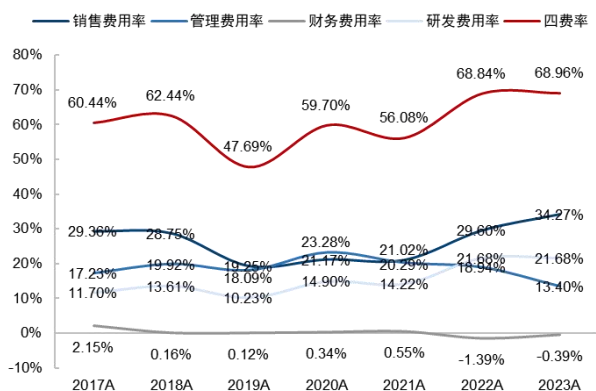
图4：澳华内镜单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

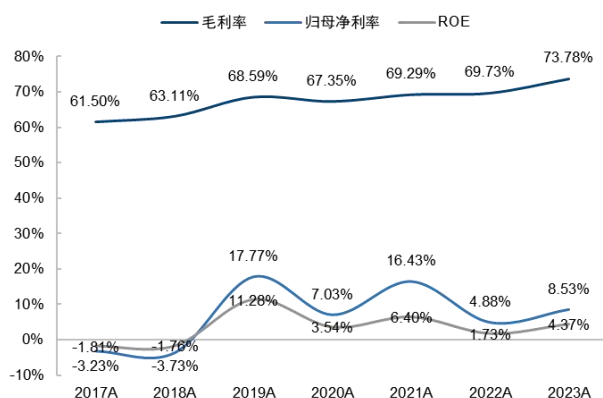
盈利能力提升，销售费用投入力度加大。2023 年毛利率 73.78% (+4.06pp)，归母净利率 8.53% (+3.66pp)，盈利能力提升得益于高端产品 AQ-300 的持续推广；销售费用率 34.27% (+4.66pp)，管理费用率 13.40% (-5.54pp)，研发费用率 21.68%（基本持平），公司持续加大新产品推广力度、完善营销体系，不断加深产品的市场覆盖深度及广度，销售费用率有所提升。

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

聚焦创新研发, 产品线持续丰富。公司持续加大研发投入, 2023 年研发费用 1.5 亿元, 同比增长 52%, 推出了 UHD 系列十二指肠镜、多款细镜产品、AQ-200 Elite 内镜系统、UHD 系列双焦内镜、分体式上消化道内镜等新品, 进一步丰富了产品线, 提高了科室覆盖度。在研项目方面, 公司正在积极开发 3D 软性内镜和内镜机器人, 未来产品上市有望进一步提升市场竞争力。

表1: 澳华内镜在研项目情况

序号	项目名称	预计总投资规模 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	4K 超高清软性内镜系统	20429	1. 定焦系统国内发布上市; 2. 100 倍放大内镜发布上市; 3. 十二指肠镜发布上市; 4. 支气管镜、鼻咽喉内镜发布上市; 5. 多款内镜完成型式检测送检; 6. 双焦内镜、分体内镜国内上市; 7. 新增多款产品型号原理验证中。	AQ-300 定焦内镜、普通放大内镜、十二指肠镜、呼吸内镜系列产品全系获证并上市。	国际领先水平	AQ-300 超高清光通内镜系统产品具有超高清 4K 图像处理 and 显示功能, 攻克了 4K 图像处理的技术难题, 搭配的多款多科室细镜可满足消化科、泌尿科、呼吸科等多科室临床医生对病灶更细致的观察等多术式需求场景。
2	AQ-200 系统升级及配套开发	3377	1. 完成 AQL-200L 多 LED 光源国际注册; 2. 完成 AQL-200 Elite 国内国际注册; 3. 完成 AQ-200 注册变更, 兼容 AQL-200 氙灯、AQL-200L、AQL200 Elite 多款光源	多款 LED 冷光源注册上市	国内领先水平	提升 AQ-200 系统图像效果及性能, 提高产品使用寿命。
3	3D 消化内镜开发	2000	1. 完成了原理样机设计开发验证; 2. 设计开发 3D 成像算法、效果测试。	产品注册上市	国际领先水平	填补 3D 软性内镜市场空白, 为临床诊疗提供新技术手段。
4	内镜机器人系统	8000	1. 已完成动物试验; 2. 完成台车等核心功能组装测试; 3. 完成原理样机测试。	产品注册上市	国际领先水平	复杂、精密消化道内窥镜下手术实施及应用
5	配套设备开发及其他内窥镜耗材	4296.1	多项升级方案已完成注册, 并导入生产。	完成升级导入和相关注册变更	国内领先水平	AQ-100 系统性能提升
6	产品的研究与开顺	3415.6	1. 部分产品已完成注册; 2. 部分产品设计已完成; 3. 完成新产品调研工作和核心技术攻关。	设计开发新一代非血管支架置入器。	国内领先水平	消化道内窥镜诊疗耗材
7	动物镜内镜系统的研究与开收	1000	完成新款动物镜 OR-100 主机、VET-FHD15、VET-FHD33、VETFHD35、VET-CH100 研发, 并导入生产。	开发全高清动物镜平台, 兼容软内镜系统。	国内领先水平	便携式全高清软硬镜兼容一体机解决方案
8	其他	4600	多款内镜产品设计开发中; 部分产品进入量产阶段。	获得注册证	国内领先水平	多科室内窥镜产品及相关手术诊疗耗材
合计		47117.7				

资料来源: 公司公告、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：公司 2023 年业绩实现快速增长，产品丰富度和三级医院终端覆盖度进一步提升，维持 24、25 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-26 年营收 9.9/14.4/20.2 亿元，同比增速 46.1%/45.8%/39.7%，归母净利润 1.0/1.7/2.6 亿元，同比增速 71.3%/73.2%/52.7%，当前股价对应 PS=7/5/4x。看好公司高端产品对业绩的持续驱动，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	收入				PS				ROE (23A)	PSG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300633.SZ	开立医疗	36.60	158	21.20	26.87	33.68	41.22	7.4	5.9	4.7	3.8	15.4%	0.23	无
688271.SH	联影医疗	123.47	1,018	114.11	149.10	184.19		8.9	6.8	5.5			0.25	增持
688212.SH	澳华内镜	54.38	73	6.78	9.91	14.44	20.18	10.7	7.4	5.0	3.6	4.4%	0.17	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 总市值以 2024/4/12 股价计算, 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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	230	245	293	352	423	营业收入	445	678	991	1444	2018
应收款项	135	199	264	416	571	营业成本	135	178	238	350	457
存货净额	180	200	277	444	564	营业税金及附加	4	6	8	12	16
其他流动资产	30	31	53	81	105	销售费用	132	232	325	449	629
流动资产合计	1019	1008	1222	1627	1996	管理费用	84	91	131	175	235
固定资产	238	286	353	421	493	研发费用	97	147	206	288	403
无形资产及其他	65	83	81	79	76	财务费用	(6)	(3)	(5)	0	0
投资性房地产	135	214	214	214	214	投资收益	6	4	4	4	4
长期股权投资	3	4	5	6	7	资产减值及公允价值变动	1	(10)	(5)	(5)	(5)
资产总计	1460	1595	1875	2346	2786	其他收入	(93)	(112)	(177)	(260)	(380)
短期借款及交易性金融负债	7	8	125	320	427	营业利润	11	54	115	197	300
应付款项	50	56	68	120	150	营业外净收支	6	(0)	0	0	0
其他流动负债	73	77	126	182	234	利润总额	17	54	115	197	300
流动负债合计	130	142	319	621	812	所得税费用	(8)	(7)	14	24	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	48	58	70	83	94	归属于母公司净利润	22	58	99	172	262
长期负债合计	48	58	70	83	94	现金流量表 (百万元)					
负债合计	178	200	389	704	906	净利润	22	58	99	172	262
少数股东权益	14	15	17	19	21	资产减值准备	2	12	6	4	5
股东权益	1268	1380	1469	1624	1860	折旧摊销	28	39	35	42	49
负债和股东权益总计	1460	1595	1875	2346	2786	公允价值变动损失	(1)	10	5	5	5
关键财务与估值指标						财务费用	(6)	(3)	(5)	0	0
每股收益	0.16	0.43	0.74	1.28	1.96	营运资本变动	(110)	(131)	(87)	(223)	(200)
每股红利	0.19	0.01	0.07	0.13	0.20	其它	(3)	(9)	(4)	(2)	(3)
每股净资产	9.51	10.30	10.96	12.11	13.87	经营活动现金流	(62)	(21)	54	(2)	119
ROIC	1%	4%	7%	10%	14%	资本开支	0	(80)	(110)	(116)	(129)
ROE	2%	4%	7%	11%	14%	其它投资现金流	(397)	110	0	0	0
毛利率	70%	74%	76%	76%	77%	投资活动现金流	(394)	29	(111)	(117)	(130)
EBIT Margin	-1%	3%	9%	12%	14%	权益性融资	0	15	0	0	0
EBITDA Margin	5%	9%	12%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	28%	52%	46%	46%	40%	支付股利、利息	(25)	(2)	(10)	(17)	(26)
净利润增长率	-62%	166%	71%	73%	53%	其它融资现金流	(30)	(6)	116	195	107
资产负债率	13%	13%	22%	31%	33%	融资活动现金流	(81)	6	107	178	81
股息率	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	现金净变动	(537)	14	49	59	70
P/E	346.7	130.8	76.4	44.1	28.9	货币资金的期初余额	767	230	245	293	352
P/B	5.9	5.5	5.2	4.7	4.1	货币资金的期末余额	230	245	293	352	423
EV/EBITDA	350.1	123.7	66.0	38.4	25.6	企业自由现金流	0	(145)	(87)	(144)	(31)
						权益自由现金流	0	(151)	33	49	70

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所提及的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