

2024 年 12 月 13 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
林海霖
SAC: S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 12 月 13 日

收盘价（元）	45.71
一年内最高/最低（元）	66.52/31.51
总市值（百万元）	6,151.98
流通市值（百万元）	6,151.98
总股本（百万股）	134.59
资产负债率（%）	16.66
每股净资产（元/股）	10.37

资料来源：聚源数据

澳华内镜(688212.SH)

——国产软镜领跑者，AQ 系列产品稳步放量

投资要点：

- **专注内镜超 20 年，AQ 系列产品建立国内外口碑。**澳华内镜 1994 年成立，专注于电子内窥镜设备及配套手术耗材研发、生产和销售，产品已在消化科、呼吸科、耳鼻喉科等临床科室稳定使用，通过底层技术的持续积累，公司实现光学成像、图像处理、镜体设计等关键内镜技术突破，形成以 AQ 系列为代表的梯度产品，其中 AQ-300 逐步在国内头部医院形成口碑，并有望为海外增长提供有力基础。
- **消化道诊疗仍为痛点，产品力提升加速对日系品牌弯道超车。**2022 年国内新发癌症中，与消化道相关的结直肠癌、胃癌、食管癌合计占比约为 22.80%，国内消化道内镜开展与日本仍有较大差距，是国内胃癌 5 年生存率低于日韩的主要原因之一。2023 年国内软镜市场规模约为 73.3 亿元，预计 2025 年有望达到 81.2 亿元，2015-2025 年复合增长率为 10.96%，随着国产软镜产品力持续提升，日系品牌垄断的格局逐步被打破，根据医招采数据，2024Q3 澳华国内软镜新增中标数量占比为 13%，处于国内领先地位。
- **头部用户持续突破，海外或缔造第二增长曲线。**公司自 2005 年推出首款内镜，到 2022 年首款 4K 超高清内镜问世，从学习到引领行业发展，光学放大、CBI 染色、激光传输等硬件持续突破，针对用户操作，给与更多设计端支持，提高诊疗效率，并逐步进入国内头部医疗机构。截至 2024H1，公司海外收入 0.68 亿元，同比增长 22.40%，中长期有望成为公司收入增长第二曲线。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 7.99/9.91/12.31 亿元，同比增长 17.85%/24.03%/24.24%；2024-2026 年归母净利润分别为 0.65/1.04/1.58 亿元，增速分别为 13.18%/58.74%/52.03%，当前股价对应的 PE 分别为 94x、59x、39x。选取医疗器械头部厂家迈瑞医疗，以及同为内镜厂家的开立医疗、海泰新光作为可比公司。基于公司内镜产品矩阵逐步成型，中高端产品受到终端认可度不断提升，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**新品获批进度不及预期风险、国内政策风险、竞争加剧风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	445	678	799	991	1,231
同比增长率（%）	28.30%	52.29%	17.85%	24.03%	24.24%
归母净利润（百万元）	22	58	65	104	158
同比增长率（%）	-61.93%	166.42%	13.18%	58.74%	52.03%
每股收益（元/股）	0.16	0.43	0.49	0.77	1.17
ROE（%）	1.71%	4.19%	4.61%	7.00%	9.98%
市盈率（P/E）	283.30	106.34	93.95	59.19	38.93

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 7.99/9.91/12.31 亿元，同比增长 17.85%/24.03%/24.24%；2024-2026 年归母净利润分别为 0.65/1.04/1.58 亿元，增速分别为 13.18%/58.74%/52.03%，当前股价对应的 PE 分别为 94x、59x、39x。

选取医疗器械头部厂家迈瑞医疗，以及同为内镜厂家的开立医疗、海泰新光作为可比公司。基于公司内镜产品矩阵逐步成型，中高端产品受到终端认可度不断提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 内镜设备：医疗设备更新落地有望带动内镜设备采购，行业需求回暖，公司产品力持续提升，或在竞争中保持较大优势。预计 2024-2026 年内镜设备收入增速分别为 20.00%、25.00%、25.00%；

2) 内镜诊疗耗材：装机量提升对于诊疗耗材起到带动作用，预计 25 年有望逐步恢复常态推广。预计 2024-2026 年内镜诊疗耗材收入增速分别为-8.00%、10.00%、12.00%。

投资逻辑要点

澳华内镜是国内较早布局软式内窥镜厂家，经过多年发展，积累了光学、结构学、临床医学端丰富经验，形成技术底层基础，并以此打造不同内镜产品矩阵，受行业政策影响，2024 年入院推广受限，影响公司短期业绩表现，随着医疗设备更新逐步落地，公司有望随着终端采购需求恢复，业务重回正轨。

核心风险提示

新品获批进度不及预期风险、国内政策风险、竞争加剧风险。

内容目录

1. 深耕内窥镜赛道的“小巨人”	5
2. 内镜普及助力消化道诊疗	8
3. 深耕软镜赛道，国内外有望进入兑现期	11
3.1. 持续迭代产品力获口碑	11
3.2. 海外或缔造第二增长曲线	13
4. 盈利预测与评级	13
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 澳华内镜主要产品	5
图表 2: 2017-2024Q1-Q3 公司收入(百万元)及增速(%)	6
图表 3: 2017-2024Q1-Q3 公司归母净利润(百万元)及增速(%)	6
图表 4: 2017-2024H1 公司主营业务构成(百万元)	6
图表 5: 2017-2024H1 公司区域收入构成(百万元)	6
图表 6: 2017-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率	7
图表 7: 2017-2024Q1-Q3 公司费用率变化	7
图表 8: 2021-2024H1 公司研发支出(百万元)及占营业收入比例(%)	7
图表 9: 2021-2024H1 研发人员数量(人)及占比(%)	7
图表 10: 公司核心技术	8
图表 11: 内窥镜结构图	9
图表 12: 2022 年国内新发各类肿瘤占比	9
图表 13: 不同国家消化道内镜开展率(1/10 万)对比	10
图表 14: 中日韩胃癌 5 年生存率对比	10
图表 15: 2022-2030 年全球软镜市场规模(亿美元)	10
图表 16: 2015-2025 年国内软镜市场规模(亿元)	10
图表 17: 2018 年全球软镜市场竞争格局	11
图表 18: 2024Q3 国内软镜市场竞争格局	11
图表 19: 澳华内镜产品发展历程	11
图表 20: 澳华 4K 光学放大技术	12
图表 21: 澳华 CBI 染色技术	12
图表 22: 澳华内镜操作设计	12
图表 23: 2018-2024Q3 澳华内镜国内市占率变化	13
图表 24: 2017-2024H1 澳华内镜海外销售额及增速(百万元)	13
图表 25: 2024-2026 年澳华内镜收入预测(百万元)	14
图表 26: 可比公司估值情况	14

1. 深耕内窥镜赛道的“小巨人”

上海澳华内镜股份有限公司 1994 年成立,是专注于电子内窥镜设备及内窥镜诊疗手术耗材研发、生产和销售的高新技术企业,产品已应用于消化科、呼吸科、耳鼻喉科、妇科、急诊科等临床科室。

公司长期坚持底层技术积累,实现内窥镜光学成像、图像处理、镜体设计等多项关键技术的突破,形成 AQ-300 为代表的旗舰系列、AQ-200 高端系列等产品梯队,在国外厂商处于领先水平,产品已进入全球包括德国、英国等市场。

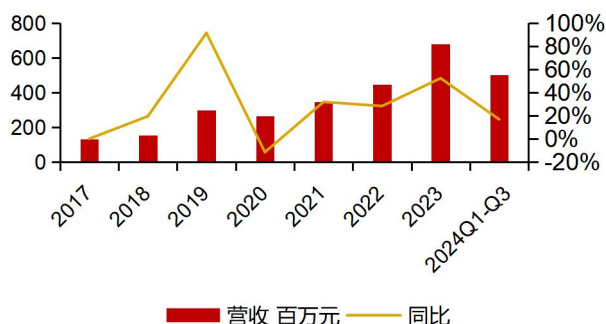
图表 1: 澳华内镜主要产品

澳华内镜产品	旗舰系列	AQ-300 4K超高清内窥镜系统	UHD系列光学放大镜	UHD系列双焦	UHD系列消化内镜	UHD系列十二指肠镜	VBC-300系列电子支气管镜	VRL-300系列电子鼻咽镜	VPB-300系列电子胆道镜	VUB-N300H电子膀胱镜
	高端系列	AQ-200 Elite 全新内镜解决方案	UHD系列光学放大镜	UHD系列双焦	UHD系列消化内镜	UHD系列十二指肠镜	VBC-300系列电子支气管镜	VRL-300系列电子鼻咽镜	VPB-300系列电子胆道镜	VUB-N300H电子膀胱镜
		AQL-200L 智能多光谱内镜解决方案	FHD-GT/CL 电子上消化道/结肠镜							
	中端系列	AQ-100 全高清内镜解决方案	VGT/MCC系列消化内镜	VBC-50系列电子支气管镜	VRL-50系列电子鼻咽镜					
		AC-1内镜系统	HD-GT/CL系列消化内镜							
基础系列		VME-2800	VME系列消化内镜	VBC-30系列电子支气管镜	VBC-30系列电子支气管镜					
周边设备		澳小宝 智能辅助诊断系统	AFP-1 内镜送水泵	ACD-1 二氧化碳送气装置	ALD-1 内镜测漏仪	专用医疗车				

资料来源:公司公告,华源证券研究所

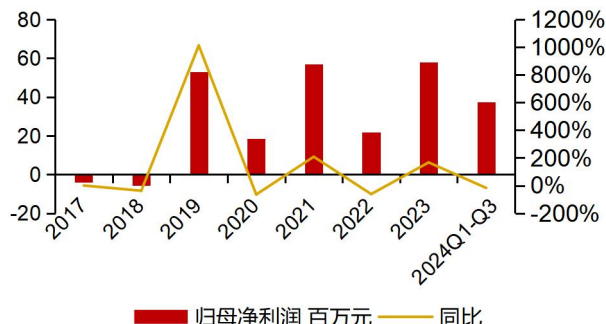
2024 年前三季度公司收入 5.01 亿元,同比增长 16.79%,内镜产品持续打磨,受到终端用户认可,进入稳步放量阶段;同期归母净利润 0.37 亿元,同比下滑 17.45%,主要因公司毛利率有所调整,且期间销售费用、管理费用增长幅度较收入大,导致利润端承压;扣非归母净利润为 0.15 亿元,同比下滑 55.24%,包含 1815.11 万元政府补贴。

图表 2：2017-2024Q1-Q3 公司收入(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 3：2017-2024Q1-Q3 公司归母净利润(百万元)及增速(%)

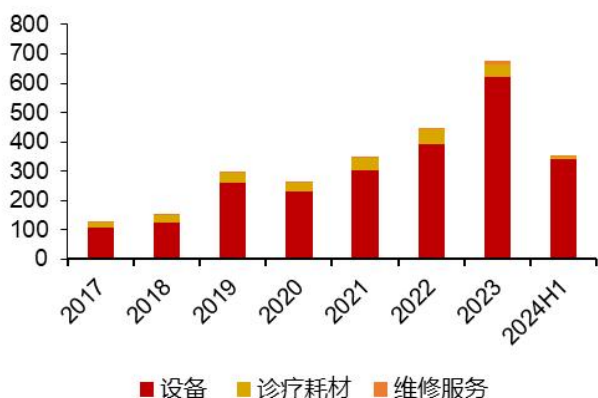


资料来源：ifind，华源证券研究所

2023 年，公司内窥镜设备业务收入，同比增长 58.63%，2024H1，公司内窥镜设备业务收入 3.42 亿元，同比增长 23.37%，增速有所放缓，因设备业务占整体收入比例为 96.65%，对于公司整体收入增速放缓有所影响。

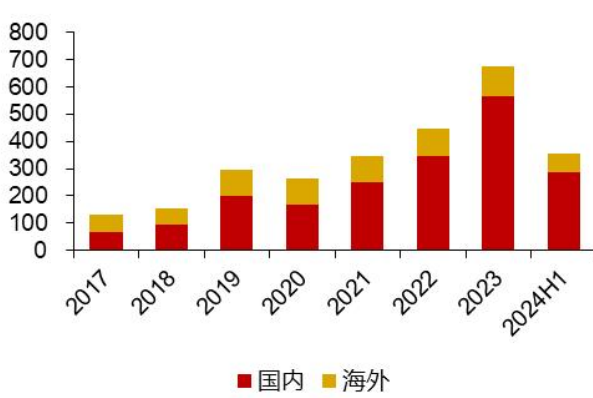
区域端，2024 上半年，公司国内外收入分别为 2.86、0.68 亿元，同比增长分别为 22.27%、22.40%，均衡增长，在欧盟、巴西、韩国、俄罗斯等多个国家或地区，获批多项产品注册，为后续国际市场推广铺垫基础。

图表 4：2017-2024H1 公司主营业务构成 (百万元)



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 5：2017-2024H1 公司区域收入构成(百万元)

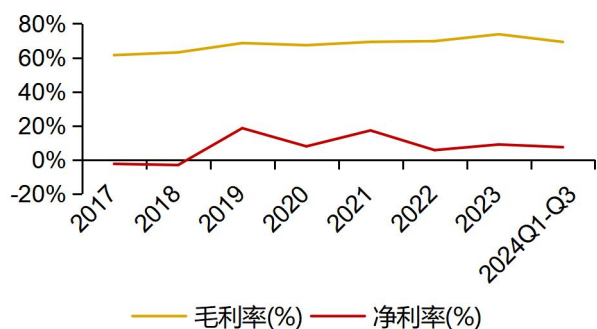


资料来源：ifind，华源证券研究所

2017-2023 年，公司整体毛利率基本维持 60%以上，且随着内镜中高端型号占比提升，毛利率稳步向上，2024 年前三季度，公司毛利率为 69.25%，小幅调整主要因市场竞争加剧，公司为争取市占率进一步提升，销售策略更为积极，对短期毛利率有所影响。公司净利率于 2019 年转正，因处于快速推广阶段，净利率尚未达到稳定水平。

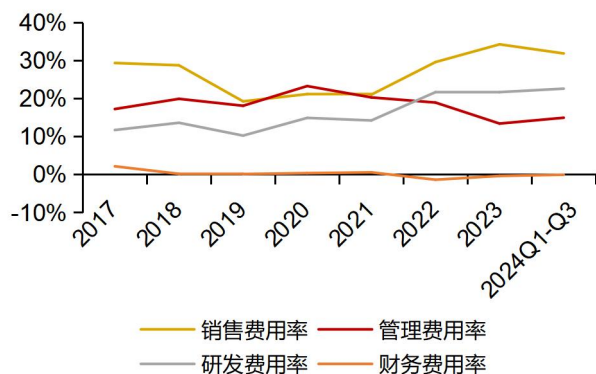
公司处于业务拓展阶段，2017-2024Q3，销售费用率在 19%-32%水平，期间波动较大，一方面与收入波动有关，另一方面受股份支付影响，2022 年后销售费用率有所提升。公司持续加大研发端投入，研发人员自 2020 的 95 人，提升至 2024H1 的 268 人，为吸引人才，薪资与股份支付对于研发费用有所影响。

图表 6：2017-2024Q1-Q3 公司毛利率及净利率



资料来源：ifind，华源证券研究所

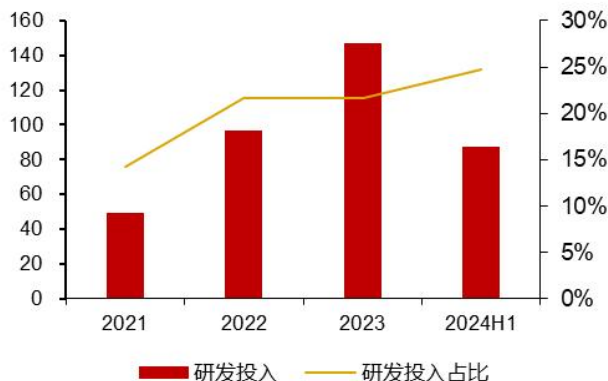
图表 7：2017-2024Q1-Q3 公司费用率变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

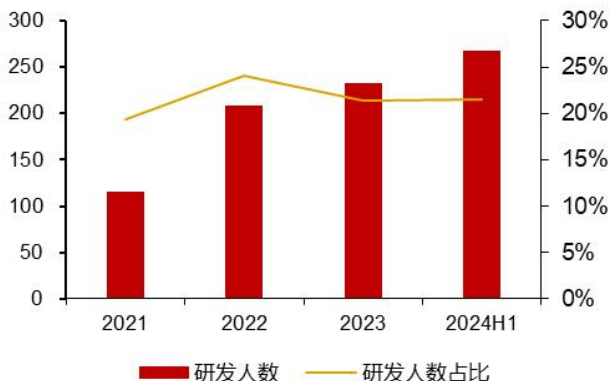
2021-2024H1，公司研发支出分别为 0.49、0.97、1.47、0.87 亿元，研发支出占收入比例稳步提升，截至 2024H1，研发投入占比达到 24.70%，显示公司对于研发端的重视，以及持续迭代产品的规划。2024H1，公司研发人员数量为 268 人，员工占比 21.46%，主要成员来自知名大学或科研院所，专业背景完整覆盖光学、机械、自动化、电子、医学等内窥镜设备研发相关专业。

图表 8：2021-2024H1 公司研发支出(百万元)及占营业收入比例(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 9：2021-2024H1 研发人员数量(人)及占比(%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

通过持续研发投入，公司突破了内窥镜光学成像、图像处理、镜体设计等领域的多项关键技术，形成以图像处理、镜体设计与集成、安全隔离为核心的三类技术方向，2022 年自主研发的 AQ-300 国产首款 4K 内镜系统，辅助进行更精准的诊疗，2023 年公司推出了十二指肠镜、AQ-200 Elite 内镜系统、UHD 双焦内镜等多个产品，进一步丰富了公司产品线，为长期国内外市占率提升打下基础。

图表 10：公司核心技术

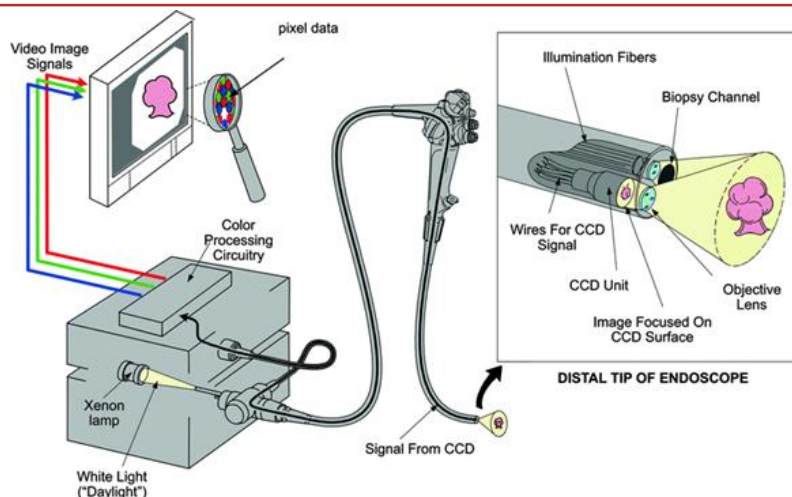
技术类别	核心技术	技术描述	技术来源
内窥镜图像处理技术	分光染色技术	分光染色技术利用血红蛋白吸收特定波长光的组织特性，通过特定波长的复合光，实现对浅表血管、深层血管及浅表纤维结构的光学染色。	自主研发
	实时调光技术	综合电子、机械、图像算法等多种方式，始终呈现给用户清晰明亮的图像，具备多种测光模式，可利用多个执行单元和亮度调整算法，实现快速、准确、稳定的调光。	自主研发
	4K 低延时高清图像处理技术	对超高分辨率图像数据进行低延时高复杂度处理，包括颜色还原、图像降噪、颜色校正、结构强化、血红蛋白增强、图像缩放等多种图像处理算法。	自主研发
内窥镜镜体设计与集成技术	微型成像模组技术	结合光学成像、电子、精密结构，自主设计微型成像模组，并且将微型镜头组与图像传感器模组组装校正，使得模组达到最佳成像状态；提高模组组装的良率，确保模组成像的一致性。	自主研发
	低损失图像信号传输技术	将内窥镜前端摄像模组的高速信号无损传输到图像处理器，确保图像真实、稳定。	自主研发
	精密结构设计及加工技术	对小尺寸、高精度零部件进行精密加工和组装，满足临床所需功能。	自主研发
安全隔离技术	内窥镜无线供电技术	实现了电气隔离，有效预防漏电流电击事故，并将电磁干扰降至最低程度。与传统的电气接口相比方便清洗消毒，并降低意外进水造成的设备损坏风险。	合作研发
	内窥镜激光传输技术	激光信号不受电磁干扰，也不会对其它电子设备造成干扰。利用激光传输可实现更高的传输速率，减少信息失真，从而呈现更清晰细腻的图像。	合作研发

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 内窥镜普及助力消化道诊疗

软式医用内窥镜通过人体自然腔道进入，导光束传递光源照明，以 CMOS 或 CCD 成像，配合器械使用实现治疗或观察病灶。主要包括内镜主机、镜体以及 CO2 送气装置、送水泵、监视器等，视术式需求通常搭配内镜诊疗耗材，完成组织活检、微创手术等。

图表 11：内窥镜结构图

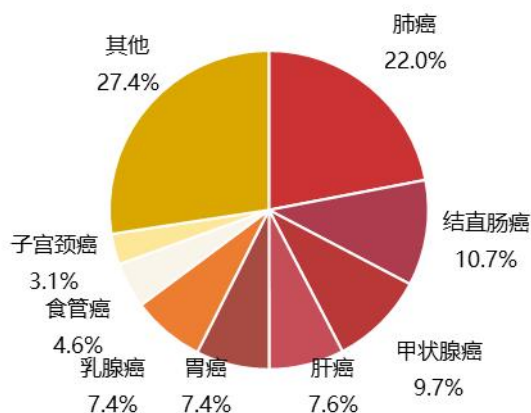


资料来源：radiologykey，华源证券研究所

术式的发展，催生出内镜黏膜切除术(EMR)、内镜黏膜剥离术(ESD)等，更多临床新术式的不断应用，也对内镜产品性能和稳定性提出更高的要求。

根据国家癌症中心数据，2022 年国内新发癌症病例约为 482.47 万例，其中与消化道相关的结直肠癌、胃癌、食管癌分别达到 51.71 万、35.87 万、22.40 万例，合计占比约为 22.80%。

图表 12：2022 年国内新发各类肿瘤占比

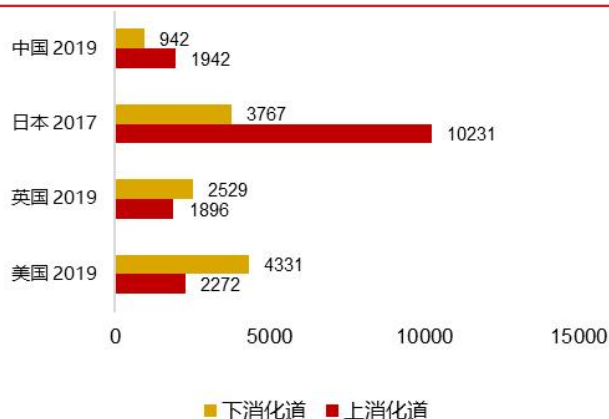


资料来源：国家癌症中心，华源证券研究所

国内上、下消化道内镜开展处于提升状态，其中 2019 年上消化道开展率为每 10 万人 1942 人，与美国、英国水平相近，但与日本 2017 年每 10 万人 10231 人仍有较大差距，而下消化道每 10 万人开展率与发达国家差距整体较大。

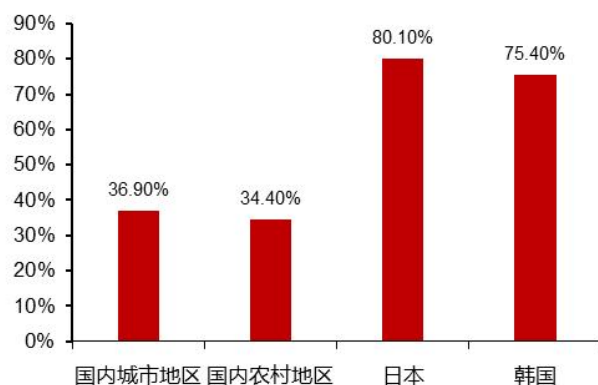
结合《中国胃癌筛查与早诊早治指南》数据，国内城市、农村地区胃癌 5 年生存率明显低于日韩水平，生存时间与临床发现时间早晚密切相关。

图表 13：不同国家消化道内镜开展率(1/10 万)对比



资料来源：公司公告，《2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告》，华源证券研究所

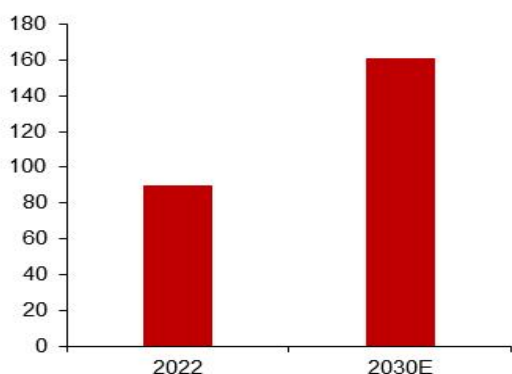
图表 14：中日韩胃癌 5 年生存率对比



资料来源：《中国胃癌筛查与早诊早治指南》，华源证券研究所

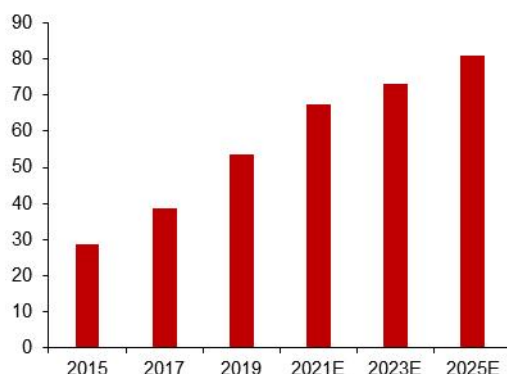
2022 年，全球内窥镜软镜市场为 89.6 亿美元，预计 2030 年有望达到 161.0 亿美元。2023 年国内软镜市场规模约为 73.3 亿元，预计 2025 年有望达到 81.2 亿元，2015-2025 年复合增长率为 10.96%。

图表 15：2022-2030 年全球软镜市场规模（亿美元）



资料来源：公司公告，GVR 咨询，华源证券研究所

图表 16：2015-2025 年国内软镜市场规模(亿元)

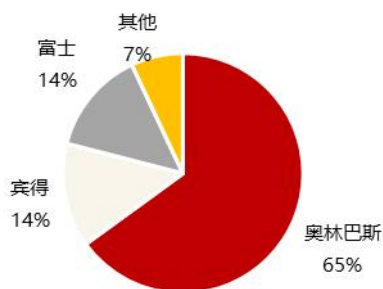


资料来源：澳华内镜招股书，华源证券研究所

全球软镜市场由奥林巴斯、宾得、富士三家为主导，合计占比超过 90%，近几年随着国产内窥镜产品出海推广，进口品牌占比或有所下降。

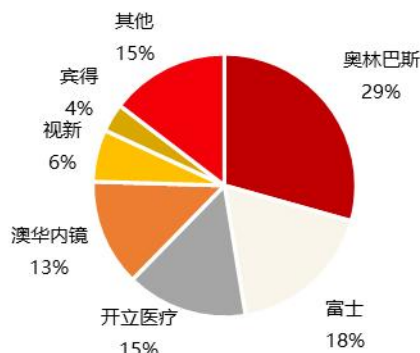
随着国产软镜竞争力的不断提升，日系品牌垄断的格局逐步被打破，截至 2024Q3，澳华内镜国内市场新增中标数量占比为 13%，超过宾得，处于国内领先地位。

图表 17：2018 年全球软镜市场竞争格局



资料来源：澳华内镜招股书，华源证券研究所

图表 18：2024Q3 国内软镜市场竞争格局



资料来源：医招采公众号，华源证券研究所

3. 深耕软镜赛道，国内外有望进入兑现期

3.1. 持续迭代产品力获口碑

澳华于 2005 年推出首款电子内镜系统 VME-2000，是国内最早软镜系统，并逐步补充配套镜体产品，2013 年，公司推出 AQ 系列高清电子内镜，并以此为基础，逐步迈向中高端内镜产品，2022 年，公司推出首款 4K 超高清内镜 AQ-300，引领行业发展，下一代旗舰产品 AQ-400 有望在 2026 年上市，搭载高光谱技术平台，提供多种特殊光。

图表 19：澳华内镜产品发展历程



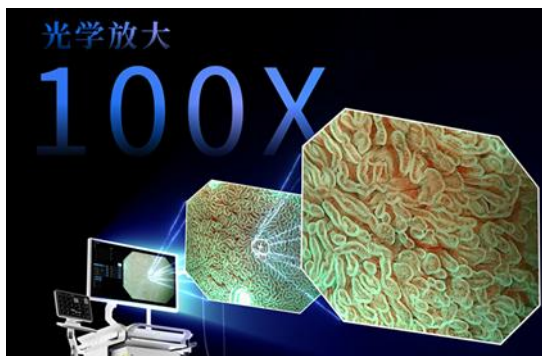
资料来源：澳华内镜官网，华源证券研究所

经过近 20 年软镜行业的积累，澳华在产品硬件上持续突破，提供基于临床需求的技术变革。

- **光学放大**：能观察到诸如腺窝开口、集合细静脉、上皮下毛细血管网等，实现光学百倍放大，提供更精准早期诊疗。
- **CBI 染色**：综合光的波长、强度、均匀性等因素，以多光谱染色为基础，提供 CBI 不同模式，甄别黏膜层病变范围又可凸显黏膜下血管分布，有效提升粘膜与血管的对比度、黏膜组织结构可见性。
- **激光传输**：利用激光光束进行数据传输的技术，以更小体积实现更快传输速率，降低信

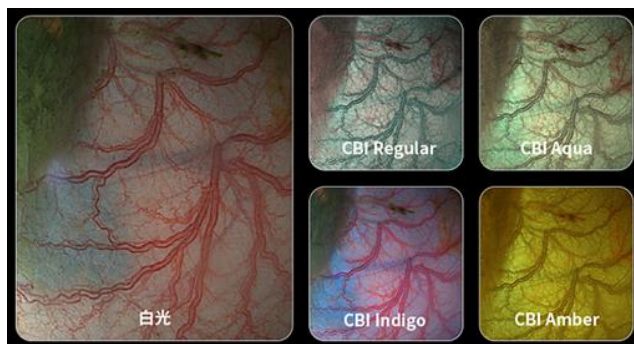
号丢失的风险，抗干扰性强。

图表 20：澳华 4K 光学放大技术



资料来源：澳华内镜官网，华源证券研究所

图表 21：澳华 CBI 染色技术

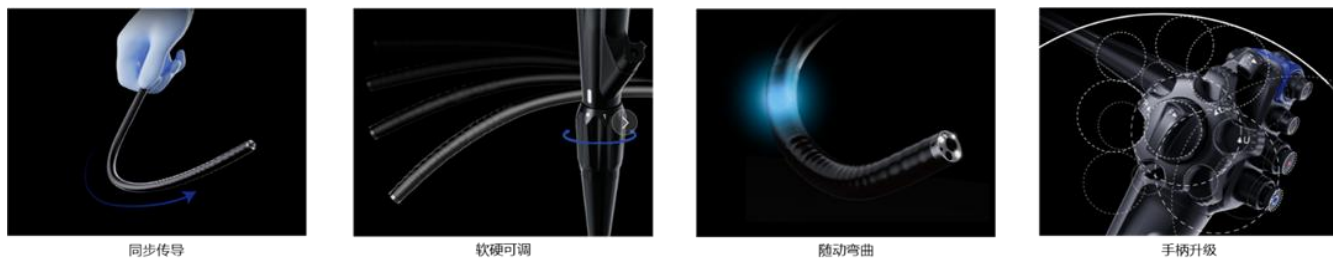


资料来源：澳华内镜官网，华源证券研究所

除了硬件的突破，公司在医工结合上积累丰富的经验，力争给予操作人员更好的体验，实现便捷的临床诊疗。

- **同步传导**：结肠镜插入部位惯性设计将操作者的推拉力、旋转力传导至镜体前端，更好实现镜体推进；
- **软硬可调**：通过旋转调节可实现镜体多级软硬度调整，满足结肠不同部位进镜要求；
- **随动弯曲**：顺应结肠部位结构进行转向，减少内镜打攀，提高患者舒适度；
- **手柄升级**：基于人体工学和临床反馈，优化虎口处设计，握持舒适感提升，轻量化设计使得手持稳定、省力。

图表 22：澳华内镜操作设计

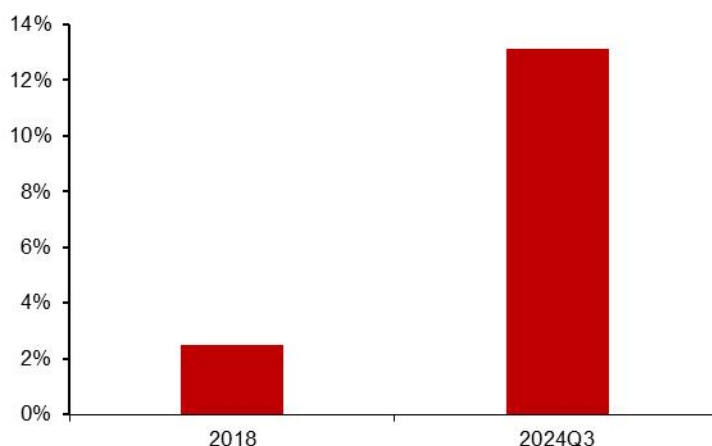


资料来源：澳华内镜官网，华源证券研究所

产品持续积累奠定口碑，使得澳华内镜产品进入国内头部医疗机构，如 AQ-200 入驻北京友谊医院消化科，并成立了国家消化系统疾病临床医学研究中心国产高清内镜临床研发与示范中心；复旦大学附属华山医院也将 AQ-200 引入综合内镜手术中心。

公司在国内的市场占有率也逐步提升，从 2018 年的 2.5%，提升至 2024Q3 的 13.1%，综合竞争力得到终端的认可。

图表 23：2018-2024Q3 澳华内镜国内市占率变化

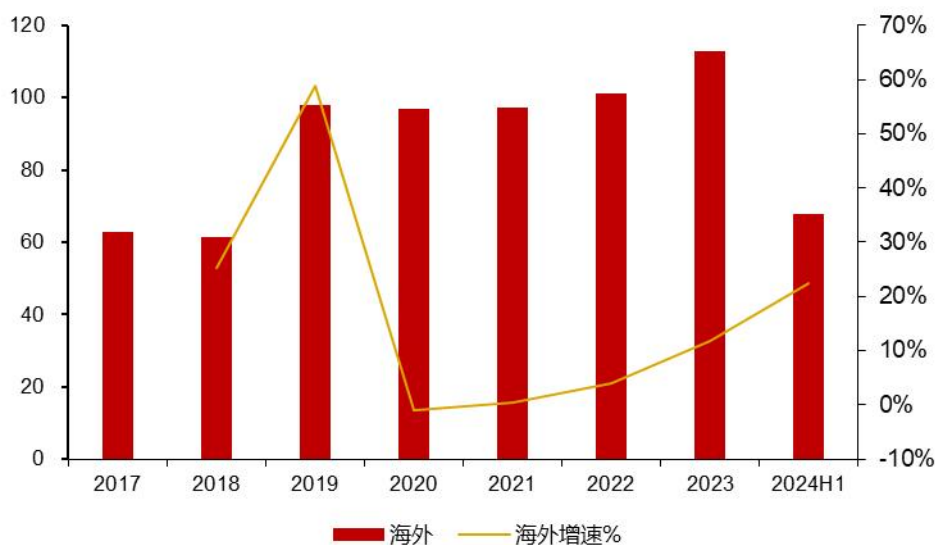


资料来源：澳华内镜招股书，医招采公众号，华源证券研究所

3.2. 海外或缔造第二增长曲线

截至 2024H1，公司海外收入为 0.68 亿元，同比增长 22.40%，2017-2023 年复合增长率为 10.24%，进入英国、德国的发达市场。

图表 24：2017-2024H1 澳华内镜海外销售额及增速(百万元)



资料来源：ifind，华源证券研究所

2018 年，公司收购德国硬镜品牌 WISAP Medical Technology GmbH，后者产品涉及硬镜、妇科能力平台、灌流系统和微创手术器械等，目前成为澳华海外生产基地，随着公司海外收入体量持续增长，长期有望提供境外本地化产能。

4. 盈利预测与评级

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 7.99/9.91/12.31 亿元，同比增长 17.85%/24.03%/24.24%，关键假设如下：

1) 内镜设备：医疗设备更新落地有望带动内镜设备采购，行业需求回暖，公司产品力持续提升，或在竞争中保持较大优势。预计 2024-2026 年内镜设备收入增速分别为 20.00%、25.00%、25.00%；

2) 内镜诊疗耗材：装机量提升对于诊疗耗材起到带动作用，预计 25 年有望逐步恢复常态推广。预计 2024-2026 年内镜诊疗耗材收入增速分别为-8.00%、10.00%、12.00%。

图表 25：2024-2026 年澳华内镜收入预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收合计	445.25	678.08	799.12	991.12	1231.40
yoy	28.30%	52.29%	17.85%	24.03%	24.24%
毛利率	69.72%	73.73%	70.55%	70.75%	73.74%
内镜设备	392.22	622.20	746.64	933.30	1166.63
yoy	29.12%	58.63%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率	72.95%	75.85%	72.00%	72.00%	75.00%
内镜诊疗耗材	49.35	42.57	39.16	43.08	48.25
yoy	23.56%	-13.73%	-8.00%	10.00%	12.00%
毛利率	46.07%	47.90%	46.00%	47.00%	48.00%
维修服务	3.68	12.35	11.98	13.18	14.50
yoy	10.22%	235.20%	-3.00%	10.00%	10.00%
毛利率	43.02%	61.66%	68.00%	68.00%	68.00%
其他	-	0.96	1.34	1.56	2.03
yoy	-	-	39.58%	16.42%	30.13%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.65/1.04/1.58 亿元，增速分别为 13.18%/58.74%/52.03%。选取医疗器械头部厂家迈瑞医疗，以及同为内镜厂家的开立医疗、海泰新光作为可比公司。基于公司内镜产品矩阵逐步成型，中高端产品受到终端认可度不断提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值（亿元）	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300633. SZ	开立医疗	146	0.78	1.25	1.63	43	27	21
300760. SZ	迈瑞医疗	3,142	10.99	13.09	15.52	24	20	17
688677. SH	海泰新光	44	1.29	1.74	2.19	29	21	17
	平均值		4.35	5.36	6.45	32	23	18
688212. SH	澳华内镜	62	0.49	0.77	1.17	94	59	39

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除澳华内镜外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/12/13

5. 风险提示

1)新品获批进度不及预期风险：公司 AQ 系列产品仍有潜在新品问世，对于后续业务推广和市占率进一步提升或起到关键作用，产品获批进度不及预期或将影响后续销售额；

2)国内政策风险：医疗设备更新对于后续终端采购需求恢复较为重要，政策落地节奏对于订单如期兑现影响较大；

3)竞争加剧风险：国内外软式内窥镜产品持续增加，对于产品价格、存量客户粘性可能产生影响，进一步造成销售额下降风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	245	183	149	185
应收票据及账款	194	206	255	317
预付账款	6	10	13	16
其他应收款	5	7	9	11
存货	200	264	326	363
其他流动资产	359	366	374	384
流动资产总计	1,008	1,037	1,126	1,276
长期股权投资	4	5	5	6
固定资产	271	251	241	241
在建工程	31	76	121	165
无形资产	83	85	95	114
长期待摊费用	14	12	9	7
其他非流动资产	183	215	246	278
非流动资产合计	587	643	717	811
资产总计	1,595	1,680	1,843	2,087
短期借款	0	0	48	154
应付票据及账款	56	65	80	90
其他流动负债	86	116	143	162
流动负债合计	142	182	272	406
长期借款	8	7	7	6
其他非流动负债	50	50	50	50
非流动负债合计	58	57	57	56
负债合计	200	239	329	462
股本	134	135	135	135
资本公积	1,069	1,069	1,069	1,069
留存收益	177	217	282	379
归属母公司权益	1,380	1,421	1,485	1,583
少数股东权益	15	21	29	42
股东权益合计	1,395	1,441	1,514	1,625
负债和股东权益合计	1,595	1,680	1,843	2,087

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	61	50	101	172
折旧与摊销	55	49	53	58
财务费用	-3	0	1	4
投资损失	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-120	-51	-81	-86
其他经营现金流	47	29	29	29
经营性现金净流量	37	75	99	174
投资性现金净流量	-28	-111	-141	-179
筹资性现金净流量	4	-25	7	41
现金流量净额	14	-62	-34	36

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	678	799	991	1,231
营业成本	178	235	290	323
税金及附加	6	7	9	11
销售费用	232	225	264	327
管理费用	91	116	140	172
研发费用	147	152	177	218
财务费用	-3	0	1	4
资产减值损失	-18	-14	-17	-22
信用减值损失	-8	-8	-10	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4	4	4	4
公允价值变动损益	8	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
其他收益	43	24	24	24
营业利润	54	69	111	169
营业外收入	0	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	54	71	113	171
所得税	-7	0	0	0
净利润	61	71	113	171
少数股东损益	3	5	9	13
归属母公司股东净利润	58	65	104	158
EPS(元)	0	0	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	52.29%	17.85%	24.03%	24.24%
营业利润增长率	378.11%	27.29%	60.19%	52.84%
归母净利润增长率	166.42%	13.18%	58.74%	52.03%
经营现金流增长率	189.27%	99.48%	33.16%	75.01%
盈利能力				
毛利率	73.78%	70.55%	70.75%	73.74%
净利率	8.96%	8.87%	11.35%	13.89%
ROE	4.19%	4.61%	7.00%	9.98%
ROA	3.63%	3.90%	5.64%	7.57%
估值倍数				
P/E	106.34	93.95	59.19	38.93
P/S	9.07	7.70	6.21	5.00
P/B	4.46	4.33	4.14	3.89
股息率	0.66%	0.41%	0.64%	0.98%
EV/EBITDA	74	48	36	26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。