

2023年04月28日
澳华内镜(688212.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

医疗器械

投资评级

买入-A
首次评级

12个月目标价

78.15元

股价(2023-04-27)

64.81元

交易数据

总市值(百万元)	8,641.77
流通市值(百万元)	5,823.19
总股本(百万股)	133.34
流通股本(百万股)	89.85
12个月价格区间	38.68/82.2元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.1	-11.0	55.1
绝对收益	4.5	-15.6	57.5

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

23Q1 业绩高速增长，期待 AQ-300 逐步放量

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年业绩整体稳健，2023Q1 业绩高速增长。

(1) 2022 年报：公司 2022 年实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 28.30%；归母净利润 0.22 亿元，同比减少 61.93%；扣非归母净利润 0.10 亿元，同比减少 79.69%。22Q4 单季度来看，公司实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 39.47%；归母净利润 0.13 亿元，同比减少 63.81%；扣非归母净利润 0.05 亿元，同比减少 81.24%。公司报告期内收入增速与利润增速相差较为明显，2022 年毛利率为 69.73%/+0.44pcts，净利率 5.64%/-11.58pcts，毛利率相对稳定，净利率下降主要系费用端承压，销售费用和研发费用增长较快所致。

(2) 2023 年一季报：2023Q1，公司实现营业收入 1.25 亿元，同比增长 53.77%，归母净利润 0.17 亿元，同比增长 385.71%，扣非归母净利润 0.16 亿元，同比增长 806.55%，收入高增长主要系公司持续完善的营销体系和新产品上市带来的收入增长新动力；毛利率 76.17%/+6.81pcts，净利率 13.13%/+8.82pcts，主要系营业费用的下降和管理费用的大幅减少。公司 23Q1 继续加大研发投入和营销体系建设，销售费用率为 33.09%/+6.84pcts，研发费用为 25.37%/+7.96pcts。

■ AQ-300 增量可期，预计有望在 2023 年下半年开始快速放量。

根据公司公告，2022 年前三季度，公司开展了对 AQ-300 的前期推广工作，Q4 季度提前上市后持续加大对产品的研发投入和营销体系建设，主要有以下两方面：(1) 营销体系建设投入方面，2022 年销售费用 1.32 亿元(+80.68%)，销售费用率为 29.60%/+8.58%；销售人员增长至 289 人(+38.94%)，主要对三级医院学术推广、临床推广、经销商的体系搭建等投入较大。(2) 研发投入方面，2022 年研发投入 0.97 亿元(+95.62%)，研发费用率为 21.68%/+7.46pcts；研发人员增长至 208 人(+79.31%)，研发团队扩充迅速。目前 AQ-300 已经过多轮临床试用，反馈良好，Q4 季度已有订单产生，产品主要面向高等级医院，AQ-200 主要面向二级及以下医院，参考 AQ-200 刚上市放量节奏，预计 2023 年下半年会进入装机高峰期。

■ 2022 年公司在疫情背景下仍实现内镜设备销量的高增长，装机量提升同时也带动内镜耗材加速入院。

(1) **内窥镜设备**：2022 年实现营收 3.92 亿元 (+29.12%)，占总收入比重为 88%，毛利率为 72.95%/+1.37pcts。销量方面，主机实现销量 3056 台 (+14.33%)，内镜实现销量 4824 根 (+33.33%)；

(2) **内窥镜诊疗耗材**：2022 年实现营收 0.49 亿元 (+23.56%)，营收占比为 11%，毛利率为 46.07%/-6.18pcts；

(3) **内窥镜维修服务**：2022 年实现营收 0.04 亿元 (+10.22%)，营收占比约为 1%，毛利率为 43.02%/-21.37pcts，内窥镜诊疗耗材和内窥镜维修服务毛利率下降主要系材料费用上升较多。

投资建议：

买入-A 投资评级，12 个月目标价 78.15 元。我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 51.5%、50.3%、38.1%，净利润的增速分别为 315.7%、64.9%、46.3%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 78.15 元，相当于 2024 年 70 倍的动态市盈率。

风险提示：AQ-300 放量的不确定性；公司后续订单的不确定性。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	347.1	445.3	674.4	1,013.9	1,400.6
净利润	57.0	21.7	90.3	148.9	217.8
每股收益(元)	0.43	0.16	0.68	1.12	1.63
每股净资产(元)	9.36	9.51	10.21	11.16	12.71

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	158.7	416.9	100.3	60.8	41.6
市净率(倍)	7.3	7.1	6.7	6.1	5.3
净利润率	16.4%	4.9%	13.4%	14.7%	15.6%
净资产收益率	4.6%	1.7%	6.6%	10.0%	12.8%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
ROIC	17.6%	1.8%	17.7%	28.1%	35.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	347.1	445.3	674.4	1,013.9	1,400.6	成长性					
减:营业成本	106.6	134.8	170.7	252.2	340.3	营业收入增长率	31.8%	28.3%	51.5%	50.3%	38.1%
营业税费	3.0	3.8	5.6	8.6	11.8	营业利润增长率	132.1%	-80.3%	917.9%	64.6%	49.0%
销售费用	73.0	131.8	161.9	228.1	294.1	净利润增长率	208.2%	-61.9%	315.7%	64.9%	46.3%
管理费用	70.4	84.3	94.4	152.1	203.1	EBITDA 增长率	70.1%	-40.2%	247.7%	55.2%	42.7%
研发费用	49.4	96.5	134.9	192.6	280.1	EBIT 增长率	106.1%	-71.2%	700.4%	64.7%	48.8%
财务费用	1.9	-6.2	-1.1	-1.8	-3.0	NOPLAT 增长率	182.9%	-87.6%	1173.4%	64.7%	48.8%
资产减值损失	-4.1	-6.5	-4.9	-5.1	-5.5	投资资本增长率	19.4%	31.6%	3.7%	17.4%	-0.4%
加:公允价值变动收益	0.0	7.8	-	-	-	净资产增长率	131.1%	1.8%	8.0%	10.2%	15.3%
投资和汇兑收益	0.9	6.1	2.7	3.2	4.0						
营业利润	57.8	11.4	115.7	190.5	283.8	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	5.6	1.7	2.4	3.2	毛利率	69.3%	69.7%	74.7%	75.1%	75.7%
利润总额	57.7	17.0	117.4	192.9	287.0	营业利润率	16.6%	2.6%	17.2%	18.8%	20.3%
减:所得税	-2.1	-8.1	17.6	28.9	43.1	净利润率	16.4%	4.9%	13.4%	14.7%	15.6%
净利润	57.0	21.7	90.3	148.9	217.8	EBITDA/营业收入	20.4%	9.5%	21.8%	22.5%	23.3%
						EBIT/营业收入	14.3%	3.2%	17.0%	18.6%	20.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	146	131	97	71	55
						流动营业资本周转天数	121	141	123	106	94
						流动资产周转天数	691	815	570	433	374
						应收帐款周转天数	54	83	71	69	75
						存货周转天数	103	112	94	67	49
						总资产周转天数	1,022	1,136	794	572	472
						投资资本周转天数	399	392	299	220	172
						投资回报率					
						ROE	4.6%	1.7%	6.6%	10.0%	12.8%
						ROA	4.4%	1.7%	6.6%	9.6%	12.4%
						ROIC	17.6%	1.8%	17.7%	28.1%	35.6%
						费用率					
						销售费用率	21.0%	29.6%	24.0%	22.5%	21.0%
						管理费用率	20.3%	18.9%	14.0%	15.0%	14.5%
						研发费用率	14.2%	21.7%	20.0%	19.0%	20.0%
						财务费用率	0.5%	-1.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
						四费/营业收入	55.5%	70.2%	58.0%	56.5%	55.5%
						偿债能力					
						资产负债率	6.7%	12.2%	8.7%	10.6%	10.3%
						负债权益比	7.2%	13.9%	9.5%	11.9%	11.5%
						流动比率	16.90	7.81	11.44	9.24	9.75
						速动比率	15.25	6.43	9.68	7.80	8.70
						利息保障倍数	26.16	-2.31	-101.72	-104.55	-92.35
						分红指标					
						DPS(元)	0.19	-	-	0.17	0.08
						分红比率	44.4%	0.0%	0.0%	14.8%	4.9%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.43	0.16	0.68	1.12	1.63
净利润	59.8	25.1	90.3	148.9	217.8	BVPS(元)	9.36	9.51	10.21	11.16	12.71
加:折旧和摊销	27.0	33.9	32.6	39.8	45.1	PE(X)	158.7	416.9	100.3	60.8	41.6
资产减值准备	4.1	6.5	-	-	-	PB(X)	7.3	7.1	6.7	6.1	5.3
公允价值变动损失	-0.0	-7.8	-	-	-	P/FCF	-1,108.9	-85.5	137.6	178.1	40.9
财务费用	-0.3	0.5	-1.1	-1.8	-3.0	P/S	26.1	20.3	13.4	8.9	6.5
投资收益	-0.9	-6.1	-2.7	-3.2	-4.0	EV/EBITDA	59.5	189.4	56.1	36.1	24.6
少数股东损益	2.7	3.4	9.5	15.1	26.2	CAGR(%)	40.0%	113.4%	68.9%	40.0%	113.4%
营运资金的变动	-14.8	-111.2	1.7	-118.0	-19.8	PEG	4.0	3.7	1.5	1.5	0.4
经营活动产生现金流量	66.2	-41.9	130.3	80.7	262.3	ROIC/WACC	1.7	0.2	1.7	2.7	3.4
投资活动产生现金流量	-135.5	-460.3	-19.5	-20.9	-22.9	REP	6.0	83.6	8.6	4.6	3.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034