



买入 (维持)

所属行业: 医疗器械  
当前价格(元): 67.90

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号: S0120522100005

邮箱: liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

王艳

邮箱: wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.09	-4.07	-11.58
相对涨幅(%)	12.78	-1.56	-6.26

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《澳华内镜22年三季报点评-澳华内镜(688212.SH): 三季度环比显著改善, AQ-300上市在即, 有望进入高速放量周期》, 2022.10.25
- 《——澳华内镜22半年报点评-澳华内镜(688212.SH): 疫情显著影响业绩, 高端产品奠定后续高增长基础》, 2022.8.25
- 《——内窥镜行业深度报告-内窥镜行业深度: 小内镜大需求, 从内镜全产业链看进口替代进程》, 2022.6.5

# 澳华内镜(688212.SH): 疫情后业绩表现优异, 预计AQ-300放量在即

——澳华内镜22年年报及23年一季度报点评

投资要点

- 事件:** 公司发布2022年及2023年第一季度业绩: 2022年实现营收4.45亿(同比+28.3%);归母净利润2172万(同比-61.9%);扣非净利润969万(同比-79.7%)。2023Q1实现收入1.25亿(同比+53.8%),归母净利润1655万(同比+385.71%),扣非净利润1592万(同比+806.55%)。
- 疫后发力逐季加速, 业绩高弹性恢复:** 公司2022年在一二季度疫情反复及上海封控影响下, 依然完成同比28.3%收入增长, 22Q1-23Q1收入增速分别为13.8%、14.1%、38%、39.5%、53.8%, 逐季加速恢复, 展现较强业绩弹性。22年利润端下滑主要系公司新产品研发、市场开拓等高投入所致, 22年研发费用率21.7%(同比+7.46pct), 销售费用率29.6%(同比+8.58pct), 23Q1研发、销售力度进一步提升, 未来公司前置的大力投入有望持续转化为利润端高弹性, 23Q1利润已刻画增长新曲线。2020年以来毛利率持续向上, 23Q1毛利率高达76.2%, 未来随AQ300结构优化+规模优势下利润率有望快速爬升。
- AQ-300厚积薄发放量在即, 有望推动收入高增与结构优化:** 分产品, 内窥镜设备收入3.92亿(同比+29.1%), 诊疗耗材4935万(同比+23.6%), 维修服务366万; 分区域, 国内新品+渠道促增长, 国内3.44亿(同比+37.8%), 境外1亿(同比+3.9%); 高端AQ-300于2022年11月上市, 图像精细程度对标奥林巴斯X1, 差异化创新+高等级医院铺设+高频学术推广, 公司股权激励目标设定未来2年50%/50%收入增速, 有望于Q2-Q3快速放量。
- 新产品新技术梯队布局, 奠定后续高成长基础:** 公司3D软性内镜、AI诊疗技术、内窥镜机器人系统等在研管线丰富, 各项目稳步推进: 3D软镜已完成设计开发、3D成像测试; 内窥镜机器人系统正进行样机体模测试, 主要设备已进入动物试验准备阶段。我们预计公司后续将进一步加大投入, 加速公司在内镜领域布局, 内镜一体化解决方案打造平台化成长潜力。
- 盈利预测与估值:** 公司疫后交出优异业绩答卷, 预计AQ-300放量在即, 公司作为国产内镜双雄之一, 市占率有望持续提升。公司利润率有望加速爬升, 叠加高壁垒产品出口潜力, 预计公司2023-2025年营业收入分别为6.77/10.14/14.71亿, 同比增速为52.1%/49.8%/45.0%; 净利润为0.88/1.38/2.16亿, 同比增速为306.5%/55.9%/57.0%, 对应PE为103/66/42倍。维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新产品上市进展不及预期; 新产品推广不及预期; 海外业务拓展不及预期; 疫情反复影响消费需求释放。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	133.34		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	91.49	营业收入(百万元)	347	445	677	1,014	1,471
52 周内股价区间(元):	38.12-82.20	(+/-)YOY(%)	31.8%	28.3%	52.1%	49.8%	45.0%
总市值(百万元):	9,053.79	净利润(百万元)	57	22	88	138	216
总资产(百万元):	1,453.22	(+/-)YOY(%)	208.2%	-61.9%	306.5%	55.9%	57.0%
每股净资产(元):	9.68	全面摊薄 EPS(元)	0.55	0.16	0.66	1.03	1.62
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	69.3%	69.7%	72.1%	73.3%	74.3%
		净资产收益率(%)	4.6%	1.7%	6.6%	9.6%	13.5%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.66	1.03	1.62
每股净资产	9.51	9.98	10.75	11.96
每股经营现金流	-0.31	0.10	0.07	0.32
每股股利	0.00	0.19	0.26	0.41
价值评估(倍)				
P/E	409.31	102.57	65.80	41.91
P/B	6.89	6.80	6.32	5.68
P/S	20.33	13.37	8.93	6.16
EV/EBITDA	263.82	86.65	55.72	35.94
股息率%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	69.7%	72.1%	73.3%	74.3%
净利润率	4.9%	13.0%	13.6%	14.7%
净资产收益率	1.7%	6.6%	9.6%	13.5%
资产回报率	1.5%	5.6%	7.8%	10.6%
投资回报率	0.8%	6.2%	9.2%	13.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.3%	52.1%	49.8%	45.0%
EBIT 增长率	-87.0%	1210.1%	60.2%	58.0%
净利润增长率	-61.9%	306.5%	55.9%	57.0%
偿债能力指标				
资产负债率	12.2%	14.3%	17.1%	19.7%
流动比率	7.8	6.3	4.9	4.2
速动比率	6.4	4.8	3.5	2.8
现金比率	1.8	0.8	0.3	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	104.8	104.0	104.0	104.0
存货周转天数	486.9	480.0	480.0	480.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.6	0.7
固定资产周转率	2.6	3.6	4.9	6.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	22	88	138	216
少数股东损益	3	6	9	10
非现金支出	52	6	6	6
非经营收益	-25	10	-5	-5
营运资金变动	-95	-96	-138	-184
经营活动现金流	-42	13	9	43
资产	-76	-50	-50	-40
投资	-390	-30	0	0
其他	5	8	5	5
投资活动现金流	-460	-73	-45	-35
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-34	-25	-35	-55
融资活动现金流	-34	-25	-35	-55
现金净流量	-537	-84	-71	-47

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	445	677	1,014	1,471
营业成本	135	189	271	378
毛利率%	69.7%	72.1%	73.3%	74.3%
营业税金及附加	4	5	8	12
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	132	142	213	309
营业费用率%	29.6%	21.0%	21.0%	21.0%
管理费用	84	115	167	235
管理费用率%	18.9%	17.0%	16.5%	16.0%
研发费用	97	135	203	294
研发费用率%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
EBIT	7	97	156	246
财务费用	-6	-4	-2	-1
财务费用率%	-1.4%	-0.6%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	6	5	5	5
营业利润	11	107	167	257
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	17	107	167	257
EBITDA	32	103	161	252
所得税	-8	13	20	31
有效所得税率%	-47.8%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	3	6	9	10
归属母公司所有者净利润	22	88	138	216

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	230	146	75	28
应收账款及应收票据	128	193	289	419
存货	180	248	357	497
其它流动资产	481	521	530	544
流动资产合计	1,019	1,108	1,251	1,487
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	172	190	208	235
在建工程	66	96	126	136
无形资产	65	61	57	54
非流动资产合计	442	468	513	547
资产总计	1,460	1,576	1,764	2,034
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	50	70	101	141
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	80	107	152	212
流动负债合计	130	177	253	352
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	48	48	48	48
非流动负债合计	48	48	48	48
负债总计	178	225	301	400
实收资本	133	133	133	133
普通股股东权益	1,268	1,331	1,434	1,595
少数股东权益	14	20	29	39
负债和所有者权益合计	1,460	1,576	1,764	2,034

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。