

澳华内镜 (688212.SH)

短期增长承压，期待招标逐季改善

优于大市

核心观点

收入端稳健，利润端受股份支付费用冲回和政府补助影响较大。2024 年前三季度公司实现营收 5.01 亿元 (+16.79%)，归母净利润 0.37 亿元 (-17.45%)，扣非归母净利润 0.15 亿元 (-60.25%)。24Q3 单季营收 1.47 亿元 (+5.39%)，归母净利润 0.32 亿元 (+345.17%)，扣非归母净利润 0.16 亿元 (+309.81%)。单三季度收入环比下滑 20%，主要系受市场招投标环境影响，利润端增幅较大，主要系公司预计 2024 年无法达成股权激励目标，本季度冲回已计提股份支付费用，同时收到大额政府补助所致。

毛利率略有下滑，费用率下降明显。24Q3 毛利率 63.95%，表观毛利率下降 10.38pp，主要系会计准则变更，保证类质保费用从销售费用调整至营业成本所致，调整后 23Q3 毛利率对应为 65.70%，毛利率下滑 1.75pp，预计系产品销售结构变化所致。销售费用率 25.09% (-5.48pp)，管理费用率 10.95% (-2.02pp)，研发费用率 17.53% (-8.63pp)，财务费用率基本持平，四费率 53.56% (-16.12pp)，公司费用率下降明显，主要系 24Q3 冲回股份支付费用所致。

积极推动产品迭代，产品矩阵持续丰富。公司持续加大自主创新科技投入，积极推动内窥镜系统及其相关耗材、软性内镜机器人等相关产品的研发。10 月，公司推出新品 AQ-150 系列、AQ-120 系列内镜系统，其中 AQ-150 内镜系统成为了澳华继 AQ-300 后第二款 4K 超高清内镜系统，AQ-120 具备一体式的轻巧机身设计，能够适应多种环境下的诊疗需求，尤其适用于基层医疗机构的推广。

投资建议：受行业整顿及设备更新政策落地慢于预期的影响，全年软镜行业招投标较为低迷，预计 25 年起随着不利因素影响出清，行业环境有望逐步好转。下调 24-26 年收入预测，预计 2024-2026 年营收 8.1/10.2/12.7 亿元（原为 9.0/14.4/20.2 亿元），同比增速 20%/25%/25%。考虑到公司预计无法完成 2024 年股权激励目标，24Q3 冲回已计提股份支付费用，上调 24 年归母净利润预测，下调 25-26 年归母净利润预测，预计 2024-2026 年归母净利润 0.4/1.0/1.9 亿元（原为 0.2/1.4/3.0 亿元），同比增速 -31%/157%/89%，当前股价对应 PS=9/7/6x，维持“优于大市”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	814	1,017	1,272
(+/-%)	28.3%	52.3%	20.0%	25.0%	25.1%
净利润(百万元)	22	58	40	102	194
(+/-%)	-61.9%	166.4%	-31.2%	156.8%	89.3%
每股收益(元)	0.16	0.43	0.30	0.76	1.44
EBIT Margin	-1.3%	3.5%	3.4%	10.5%	18.2%
净资产收益率 (ROE)	1.7%	4.2%	2.8%	6.8%	11.5%
市盈率 (PE)	323.9	122.2	177.6	69.2	36.5
EV/EBITDA	327.6	115.7	114.5	48.5	26.0
市净率 (PB)	5.55	5.12	4.99	4.69	4.20

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

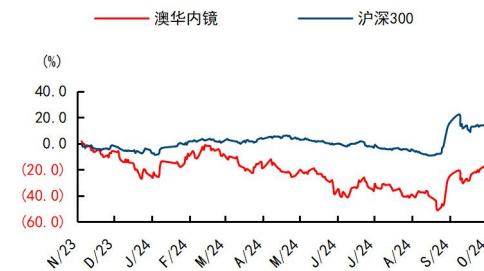
医药生物·医疗器械

证券分析师：张佳博 联系人：凌琰
021-60375487 021-60375401
zhangjiabo@guosen.com.cn linglong@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	52.75 元
总市值/流通市值	7099/4893 百万元
52 周最高价/最低价	68.50/31.51 元
近 3 个月日均成交额	59.43 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) - 收入端稳健增长，持续加大销售和研发投入》——2024-08-28
- 《澳华内镜 (688212.SH) - 国产软镜龙头，旗舰机型引领新成长》——2024-07-23
- 《澳华内镜 (688212.SH) - 2024 年一季度营收增长 35%，AQ300 持续发力》——2024-05-06
- 《澳华内镜 (688212.SH) - 业绩表现亮眼，销售及研发投入力度加大》——2024-04-15
- 《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

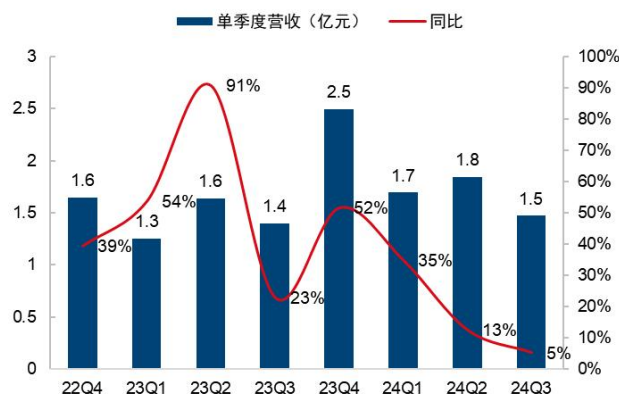
收入端稳健，利润端受股份支付费用冲回和政府补助影响较大。2024 年前三季度公司实现营收 5.01 亿元 (+16.79%)，归母净利润 0.37 亿元 (-17.45%)，扣非归母净利润 0.15 亿元 (-60.25%)。24Q3 单季营收 1.47 亿元 (+5.39%)，归母净利润 0.32 亿元 (+345.17%)，扣非归母净利润 0.16 亿元 (+309.81%)。单三季度收入环比下滑 20%，主要系受市场招投标环境影响，利润端增幅较大，主要系公司预计 2024 年无法达成股权激励目标，本季度冲回已计提股份支付费用，同时收到大额政府补助所致。

图1：澳华内镜营业收入及增速（单位：亿元、%）



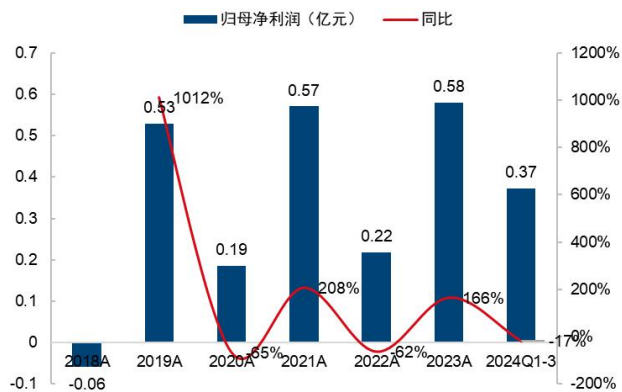
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：澳华内镜单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



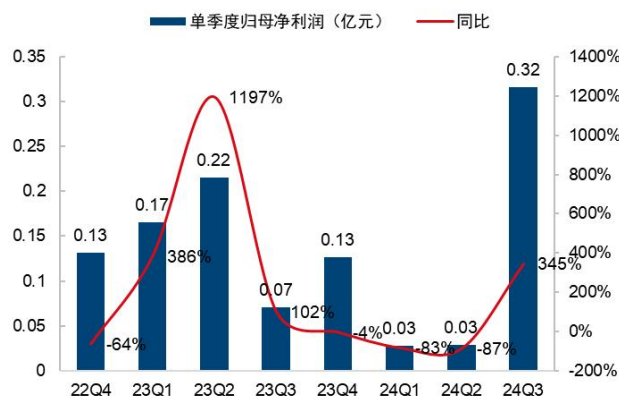
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

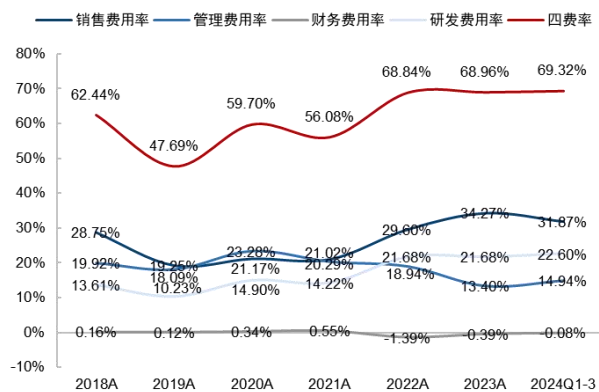
图4：澳华内镜单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

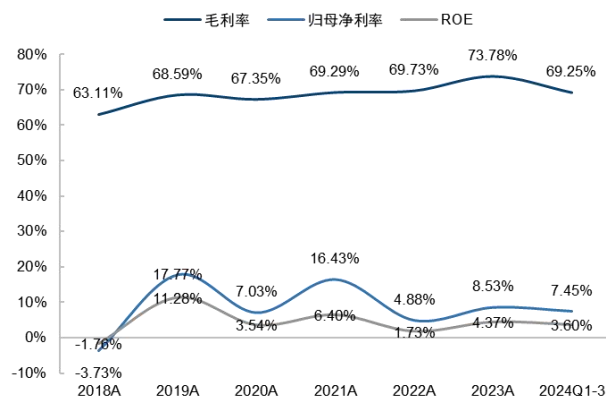
毛利率略有下滑，费用率下降明显。24Q3 毛利率 63.95%，表观毛利率下降 10.38pp，主要系会计准则变更，保证类质保费用从销售费用调整至营业成本所致，调整后 23Q3 毛利率对应为 65.70%，毛利率下滑 1.75pp，预计系产品销售结构变化所致。销售费用率 25.09% (-5.48pp)，管理费用率 10.95% (-2.02pp)，研发费用率 17.53% (-8.63pp)，财务费用率基本持平，四费率 53.56% (-16.12pp)，公司费用率下降明显，主要系 24Q3 冲回股份支付费用所致。

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

积极推动产品迭代，产品矩阵持续丰富。公司持续加大自主创新科技投入，积极推动内窥镜系统及其相关耗材、软性内镜机器人等相关联产品的研发。10月，公司推出新品AQ-150系列、AQ-120系列内镜系统，其中AQ-150内镜系统成为了澳华继AQ-300后第二款4K超高清内镜系统，AQ-120具备一体式的轻巧机身设计，能够适应多种环境下的诊疗需求，尤其适用于基层医疗机构的推广。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、内窥镜产品：

1) **镜体+主机**：受行业整顿和设备更新政策落地缓慢影响，2024 年医疗设备招投标低迷，预计 2024 年增速为 23%，随着 2025 年起招投标情况好转，25-26 年该板块收入增速分别为 26%/27%。旗舰机型 AQ-300 占比持续提升，考虑后续价格调整因素，预计 2024-2026 年毛利率稳中有升，分别为 80.85%/81.53%/82.01%。

2) **内窥镜周边设备**：以往该部分业务收入较为稳健，我们假设在主机和镜体的带动下 2024-2026 年收入增速为 30%/20%/15%，毛利率为 45.00%/46.00%/47.00%。

3) **内窥镜诊疗耗材**：随着公司内窥镜产品的装机量提升，相应的诊疗耗材会得到一定的增长，但 24 年受到行业整顿影响有所下滑，预计 2024-2026 年收入增速分别为-30%/30%/20%；随着产量提高带来的规模效应预计内窥镜诊疗耗材毛利率会逐渐提升，分别为 50.00%/52.00%/54.00%。

2、**内窥镜维修服务**：受益于内窥镜设备装机量的提升，预计内窥镜维修服务也将实现快速增长。假设 2024-2026 年内窥镜维修服务收入增速分别为 10%/25%/25%；公司高端产品占比逐渐提升，对应较高端的维修服务占比也会随之增长，预计毛利率也会有所提升，分别为 62.00%/64.00%/66.00%。

表1：澳华内窥镜业务拆分（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	445	678	814	1017	1272
yoy	28.30%	52.29%	20.0%	25%	25%
毛利率	69.73%	73.78%	74.78%	75.80%	76.82%
1. 内窥镜产品					
收入	442	665	800	1000	1251
yoy	28.47%	50.55%	20.37%	24.98%	25.06%
毛利率	69.95%	74.06%	75.00%	76.00%	77.00%
1.1 镜体+主机收入合计					
收入	346	542	665	838	1063
yoy	34.29%	56.31%	22.90%	25.99%	26.79%
毛利率	76.65%	80.34%	80.85%	81.53%	82.01%
1.2 内窥镜周边设备					
收入	46	81	105	126	145
yoy	0%	76%	30%	20%	15%
毛利率	45.00%	45.00%	45.00%	46.00%	47.00%
1.3 内窥镜诊疗耗材					
收入	49	43	30	36	43
yoy	24%	-14%	-30%	20%	20%
毛利率	46.07%	47.90%	50.00%	52.00%	54.00%
2. 内窥镜维修服务收入					
收入	4	12	14	17	21
yoy	10%	235%	10%	25%	25%
毛利率	43.02%	61.66%	62.00%	64.00%	66.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 8.1/10.2/12.7 亿元，同比增速 20%/25%/25%，毛利率为 75%/76%/77%。

未来 3 年业绩预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	445	678	814	1017	1272
营业成本（百万元）	135	178	205	246	295
销售费用（百万元）	132	232	260	305	356
管理费用（百万元）	84	91	150	156	141
研发费用（百万元）	97	147	163	193	237
财务费用（百万元）	(6)	(3)	(3)	1	(0)
营业利润（百万元）	11	54	48	124	236
利润总额（百万元）	17	54	48	124	236
归母净利润（百万元）	22	58	40	102	194
归母净利润增速	-61.9%	166.4%	-31.2%	156.8%	89.3%
EPS（元）	0.16	0.43	0.30	0.76	1.44
ROE	1.7%	4.2%	2.8%	6.8%	11.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2024-2026 年 8.1/10.2/12.7 亿元，同比增速 20%/25%/25%，归母净利润 0.4/1.0/1.9 亿元，同比增速-31%/157%/89%。

投资建议：受行业整顿及设备更新政策落地慢于预期的影响，全年软镜行业招投标较为低迷，预计 25 年起随着不利因素影响出清，行业环境有望逐步好转。下调 24-26 年收入预测，预计 2024-2026 年营收 8.1/10.2/12.7 亿元（原为 9.0/14.4/20.2 亿元），同比增速 20%/25%/25%。考虑到公司预计无法完成 2024 年股权激励目标，24Q3 冲回已计提股份支付费用，上调 24 年归母净利润预测，下调 25-26 年归母净利润预测，预计 2024-2026 年归母净利润 0.4/1.0/1.9 亿元（原为 0.2/1.4/3.0 亿元），同比增速-31%/157%/89%，当前股价对应 PS=9/7/6x，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/10/30 股价	总市值 亿元	收入（亿元）				PS				ROE	PSG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
688351.SH	微电生理-U	20.10	94.6	3.3	4.4	6.1	8.2	28.7	21.5	15.6	11.5	0.34%	0.60	无
688212.SH	澳华内镜	52.75	71.0	6.8	8.1	10.2	12.7	10.5	8.7	7.0	5.6	4.37%	0.37	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除澳华内镜外为 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	250	250	250	营业收入	445	678	814	1017	1272
应收款项	135	199	178	217	265	营业成本	135	178	205	246	295
存货净额	180	200	216	254	306	营业税金及附加	4	6	8	10	13
其他流动资产	30	31	33	41	51	销售费用	132	232	260	305	356
流动资产合计	1019	1008	1011	1096	1205	管理费用	84	91	150	156	141
固定资产	238	286	455	521	568	研发费用	97	147	163	193	237
无形资产及其他	65	83	81	79	76	财务费用	(6)	(3)	(3)	1	(0)
投资性房地产	135	214	214	214	214	投资收益	6	4	3	3	3
长期股权投资	3	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	1	(10)	15	15	0
资产总计	1460	1595	1765	1914	2067	其他收入	(93)	(112)	(163)	(193)	(237)
短期借款及交易性金融负债	7	8	144	166	101	营业利润	11	54	48	124	234
应付款项	50	56	49	58	70	营业外净收支	6	(0)	0	0	0
其他流动负债	73	77	70	81	90	利润总额	17	54	48	124	234
流动负债合计	130	142	263	305	262	所得税费用	(8)	(7)	6	15	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	3	3	3	7	13
其他长期负债	48	58	68	78	88	归属于母公司净利润	22	58	40	102	194
长期负债合计	48	58	68	78	88	现金流量表 (百万元)					
负债合计	178	200	331	383	350	净利润	22	58	40	102	194
少数股东权益	14	15	18	24	35	资产减值准备	2	12	12	5	3
股东权益	1268	1380	1416	1508	1682	折旧摊销	28	39	37	47	54
负债和股东权益总计	1460	1595	1765	1914	2067	公允价值变动损失	(1)	10	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(6)	(3)	(3)	1	(0)
每股收益	0.16	0.43	0.30	0.76	1.44	营运资本变动	(110)	(131)	11	(51)	(74)
每股红利	0.19	0.01	0.03	0.08	0.14	其它	(3)	(9)	(10)	1	8
每股净资产	9.51	10.30	10.56	11.25	12.55	经营活动现金流	(62)	(21)	75	89	185
ROIC	1.02%	4.09%	2%	7%	15%	资本开支	0	(80)	(201)	(101)	(101)
ROE	1.71%	4.19%	2.81%	6.78%	11.51%	其它投资现金流	(397)	110	0	0	0
毛利率	70%	74%	75%	76%	77%	投资活动现金流	(394)	29	(201)	(101)	(101)
EBIT Margin	-1%	3%	3%	10%	18%	权益性融资	0	15	0	0	0
EBITDA Margin	5%	9%	8%	15%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	28%	52%	20%	25%	25%	支付股利、利息	(25)	(2)	(4)	(10)	(19)
净利润增长率	-62%	166%	-31%	157%	89%	其它融资现金流	(30)	(6)	135	22	(65)
资产负债率	13%	13%	20%	21%	19%	融资活动现金流	(81)	6	131	12	(84)
股息率	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	现金净变动	(537)	14	5	0	0
P/E	323.9	122.2	177.6	69.2	36.5	货币资金的期初余额	767	230	245	250	250
P/B	5.5	5.1	5.0	4.7	4.2	货币资金的期末余额	230	245	250	250	250
EV/EBITDA	327.6	115.7	114.5	48.5	26.0	企业自由现金流	0	(145)	(129)	(11)	82
						权益自由现金流	0	(151)	9	10	18

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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