

## 创新无止“镜”，国产软镜龙头势不可挡

——澳华内镜（688212.SH）深度报告

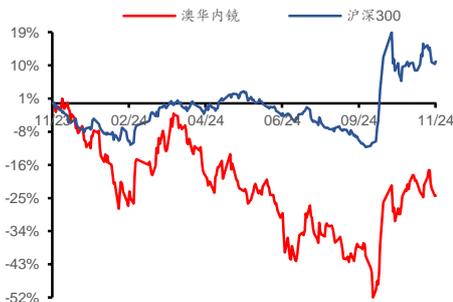
## 增持（首次）

行业：医药生物  
日期：2024年11月20日

## 基本数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 最新收盘价（元）         | 50.13       |
| 12mth A 股价格区间（元） | 32.00-67.73 |
| 总股本（百万股）         | 134.59      |
| 无限售 A 股/总股本      | 100.00%     |
| 流通市值（亿元）         | 67.47       |

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## ■ 投资摘要

软镜市场前景广阔，澳华突破外资封锁，市占率实现较快增长。我国消化道肿瘤高发，据国家癌症中心数据，2022 年我国胃癌、结直肠癌和食管癌的发病总人数占我国新发恶性肿瘤病例的比例为 25.77%；而内镜取活检是确诊的“金标准”。受早筛需求旺盛与内镜制造技术精进的双轮驱动，据 Future Market Insights 预计，2033 年我国医疗软镜市场规模有望增长至 13.9 亿美元。奥林巴斯、富士和宾得三家日企凭借技术及渠道等优势长期垄断市场，其中奥林巴斯一家独大。国产软镜厂商持续进行研发创新，不断实现零的突破；据医招采数据，按销售数量看，2023 年澳华的消化内镜市占率达 11.88%，较 2021 年提升了 7.20 个百分点。

**AQ-300 差异化优势显著，冲刺三级医院水到渠成。**作为率先闯入 4K 领域的 AQ-300 超高清内镜系统，在图像、染色、操控性、智能化等方面实现创新与升级，其配备 5LED 光源、白光+4 种 CBI 的多光谱染色模式，搭载超大钳道治疗内镜、100 倍光学放大镜、十二指肠镜、智能辅助设备等多款性能领先的细镜产品，进一步提升公司在高端市场竞争能力。依托于 AQ-300 系统的持续推广，带动公司中高端系列产品在三级医院的销量稳步提升；2023 年，公司营业收入同比增长 52.29%，归母净利润同比增长 167.04%，业绩表现亮眼。

**聚焦研发创新，新品呈现井喷态势，构筑未来发展驱动力。**公司围绕内镜诊疗领域进行了系统性的产品布局，并长期坚持底层技术创新；公司于 2013/2018/2022/2023 年分别推出 AQ-100/AQ-200/AQ-300/AQ-200 Elite 系列产品，更新迭代速度日益提升，功能性和可操作性显著提高。2023 年新品发布会，澳华一举官宣了 17 款细镜产品，涵盖支气管镜、鼻咽喉镜及经皮胆道镜等；其中不乏 1.8mm 全球最细复式软镜、61% 超大钳径比内镜等“高含金量”的新品。我们认为，“系统升级迭代+镜种布局齐全+在研管线储备丰富”，三管齐下，未来有望驱动公司业绩持续增长。

## ■ 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润同比增速分别为 0.68%/31.64%/40.29%，2024 年 11 月 19 日收盘价对应 PE 分别为 116/88/63 倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

## ■ 风险提示

市场竞争风险；原材料采购受限风险；应收账款回收风险。

## ■ 数据预测与估值

| 单位：百万元   | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入     | 678    | 804    | 1019  | 1294  |
| 年增长率     | 52.3%  | 18.5%  | 26.8% | 27.0% |
| 归母净利润    | 58     | 58     | 77    | 108   |
| 年增长率     | 167.0% | 0.7%   | 31.6% | 40.3% |
| 每股收益 (元) | 0.43   | 0.43   | 0.57  | 0.80  |
| 市盈率 (X)  | 116.62 | 115.82 | 87.98 | 62.72 |
| 市净率 (X)  | 4.89   | 4.84   | 4.77  | 4.63  |

资料 : Wind, 上海证券研究所 (2024 年 11 月 19 日收盘价)

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1.澳华内镜：剑指高端，尽显锋芒.....             | 5  |
| 1.1 深耕软镜领域，打破外资垄断.....            | 5  |
| 1.2 AQ-300 顺利入院，驱动业绩增长提速.....     | 6  |
| 2.软镜发展驶入快车道，国产品牌强势崛起.....         | 7  |
| 2.1 软镜市场增速可观，4K 消化内镜成高端市场竞争关键 ... | 7  |
| 2.2 肿瘤早诊早治渐成共识，释放内镜诊疗需求.....      | 9  |
| 2.3 国产企业迎头追赶，与进口性能差距缩小.....       | 11 |
| 3.创新无止“镜”，澳华在竞争中脱颖而出.....         | 12 |
| 3.1 聚焦软镜，纵向打造深度产品矩阵.....          | 12 |
| 3.2 AQ-300 媲美外资竞品，高端市场加速突破.....   | 14 |
| 3.3 坚持全球化战略布局，在研管线储备丰富.....       | 16 |
| 4.盈利预测.....                       | 19 |
| 5.风险提示.....                       | 20 |

## 图

|  |    |
|--|----|
| 图 1：公司发展历程.....                                      | 5  |
| 图 2：2020~2024Q1-3 公司营收、归母净利润及其增速（单<br>位：亿元、%）.....   | 6  |
| 图 3：2021~2024H1 公司各项业务收入占比情况（单<br>位：%）.....          | 6  |
| 图 4：2019~2024Q1-3 公司销售毛利率及净利率.....<br>（单位：%）.....    | 7  |
| 图 5：2019~2024Q1-3 公司销售、管理、财务费用率（单<br>位：%）.....       | 7  |
| 图 6：2024~2029E 全球各区域软镜市场规模增速.....                    | 7  |
| 图 7：2023 年我国软镜系统品牌销售金额市占率.....<br>（单位：%）.....        | 8  |
| 图 8：2023 年我国消化内镜系统品牌销售数量市占率（单<br>位：%）.....           | 8  |
| 图 9：软性内镜的下一代：4K.....                                 | 9  |
| 图 10：2022 年我国前十大恶性肿瘤发病情况估计——男女合<br>计发病顺位（单位：万例）..... | 9  |
| 图 11：2022 年我国前十大恶性肿瘤 情况估计——男女合<br>计 顺位（单位：万例）.....   | 9  |
| 图 12：日本食管癌、胃癌不同临床分期的五年生存率（单<br>位：%）.....             | 10 |
| 图 13：我国与部分发达国家胃镜开展率(1/10 万).....<br>（单位：人）.....      | 11 |
| 图 14：我国与部分发达国家肠镜开展率(1/10 万).....<br>（单位：人）.....      | 11 |
| 图 15：公司多层次产品矩阵.....                                  | 13 |
| 图 16：2024 年公司具备差异化竞争优势的重磅新品.....                     | 13 |

---

|   |    |
|---|----|
| 图 17: 5 LED+4 种 CBI 分光染色技术真正实现「高画质+高精度」 .....     | 15 |
| 图 18: 2019~2024H1 公司境外收入及增速 (单位: 亿元、%) .....      | 17 |
| 图 19: 公司携 AQ-300 亮相国际展会 .....                     | 17 |
| 图 20: 2019~2024Q1-3 公司研发费用及研发费用率 (单位: 亿元、%) ..... | 17 |
| 图 21: 2021~2024H1 公司新增发明专利和实用新型专利数量 (单位: 个) ..... | 17 |

## 表

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 公司 2023 年股权激励方案业绩考核目标 .....          | 5  |
| 表 2: 进口、国产软镜系统部分技术参数对比 .....              | 11 |
| 表 3: 公司 AQ-300 与奥林巴斯 EVIS X1 产品性能对比 ..... | 14 |
| 表 4: 公司在研项目情况 (截至 2024H1) .....           | 18 |
| 表 5: 收入拆分与预测 .....                        | 19 |
| 表 6: 可比公司估值比较 .....                       | 20 |

## 1. 澳华内镜：剑指高端，尽显锋芒

### 1.1 深耕软镜领域，打破外资垄断

三十年沉淀，成就国产软镜龙头。公司成立于1994年，主要从事医用软镜设备及内镜诊疗手术耗材研发、生产和销售。基于在内镜诊疗领域多年的专业技术积累和系统性布局，公司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。目前，公司已突破内镜光学成像、图像处理、镜体设计、电气控制等领域的多项关键技术，具备较强的竞争优势，在国外厂商处于市场垄断地位的软镜领域占有一席之地，产品已进入德国、英国、韩国等发达国家市场。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

股权结构清晰，新一轮激励计划设定高业绩考核目标。公司实际控制人顾康和顾小舟系父子关系，截至2024Q3，两人分别持有公司12.59%和16.15%的股份；同时两人实际控制的小洲光电持有澳华2.33%的股份，股权较为集中。2023年10月，公司发布新一轮限制性股票激励计划草案，激励对象共计113人（后调整为112人），授予权益合计500.00万股，约占草案公告日公司股本总额的3.73%，授予价格为31.08元/股。业绩考核目标A（公司层面归属比例100%）要求2024-2026年公司营业收入分别不低于9.9/14/20亿元，净利润分别不低于1.2/1.8/2.7亿元。我们认为，新一轮激励奠定公司未来经营目标，有望充分调动员工积极性和创造性。

表 1：公司 2023 年股权激励方案业绩考核目标

| 归属期    | 考核年度 | 业绩考核目标 A/公司层面归属比例 100% |          | 业绩考核目标 B/公司层面归属比例 80% |          |
|--------|------|------------------------|----------|-----------------------|----------|
|        |      | 营收 (亿元)                | 净利润 (亿元) | 营收 (亿元)               | 净利润 (亿元) |
| 第一个归属期 | 2024 | 9.9                    | 1.2      | 9.0                   | 1.1      |
| 第二个归属期 | 2025 | 14                     | 1.8      | 12.5                  | 1.6      |
| 第三个归属期 | 2026 | 20                     | 2.7      | 17.5                  | 2.4      |

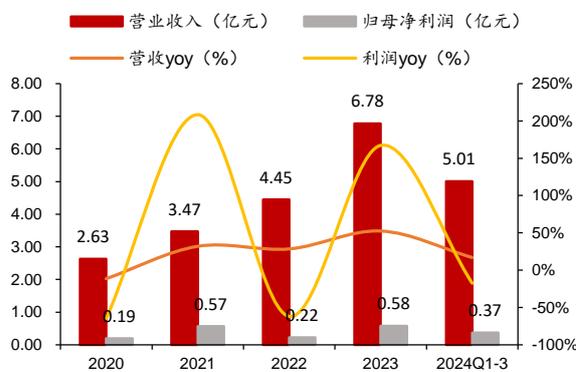
资料来源：公司 2023 年限制性股票激励计划（草案），上海证券研究所注：“净利润”指标以经审计的合并报表的归母净利润，并剔除公司全部在有效期内的股权激励及员工持股计划（若有）所涉及的股份支付费用、商誉减值影响的数值作为计算依据

## 1.2 AQ-300 顺利入院，驱动业绩增长提速

大环境扰动下收入短期承压，静候业绩回暖。依托于 AQ-300 4K 超高清内镜系统的持续推广，国内大型医疗终端客户数量不断增长，带动中高端系列产品销量的稳步提升；2023 年，公司实现营业收入 6.78 亿元，同比增长 52.29%，归母净利润 0.58 亿元，同比增长 167.04%，表现亮眼。2024Q1-3 公司品牌力持续提升，不断拓宽对各等级医院的覆盖度；实现营业收入 5.01 亿元，同比增长 16.79%，归母净利润 0.37 亿元，同比下滑 17.45%。公司 2024Q2、Q3 单季度收入同比增速较此前明显放缓，Q3 仅呈现个位数增长，公司预计 2024 年运营结果不能满足限制性股票归属条件，我们认为这主要系今年前三季度医疗行业整顿及部分医院等待设备更新政策落地导致终端医院采购延迟，医疗设备招标活动同比明显减少所致。从市场角度看，内镜的诊疗需求并没有减少，医院采购放缓是短期现象，随着 9 月设备更新相关资金陆续下发，部分地方的项目开始实施，以及医院采购回归常态化，我们看好市场复苏下公司业绩的持续释放。

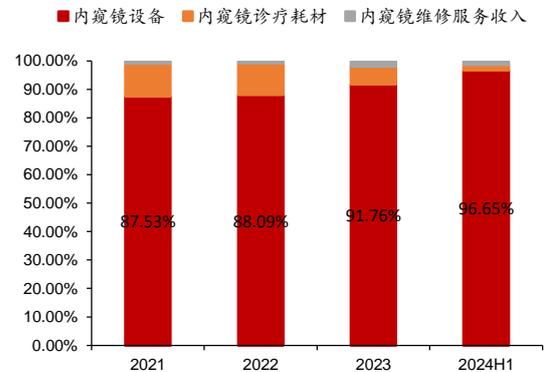
公司营业收入主要由内镜设备、内镜诊疗耗材、内镜维修服务三部分构成，其中内镜设备收入占总收入的比重逐年提升，2024H1 达到 96.65%。

图 2：2020~2024Q1-3 公司营收、归母净利润及其增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：2021~2024H1 公司各项业务收入占比情况（单位：%）

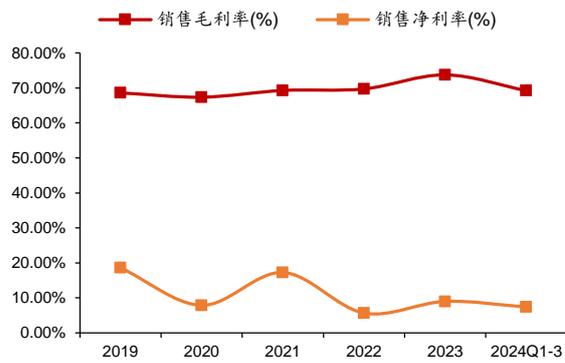


资料来源：Wind，上海证券研究所

毛利率稳定，净利率波动较大。近年来公司毛利率整体较为稳定，2024Q1-3 达 69.25%，较 2023 年有所下滑但仍维持较高水平。2024Q1-3 公司销售费用率同比下降近 4 个百分点，但目前仍处高位；2022 年公司营销团队持续扩张，招募了一批有三级医院网络资源和经验的销售精英，2023 年公司通过加强与医院及专家的学术交流来进行产品推广。高费用投入反映到销售额的产出还需一定的时间，所以 22-23 年公司销售费用率呈现一个冲高态势，但长期随着收入放量，我们认为，销售费用率有望回归到相对合

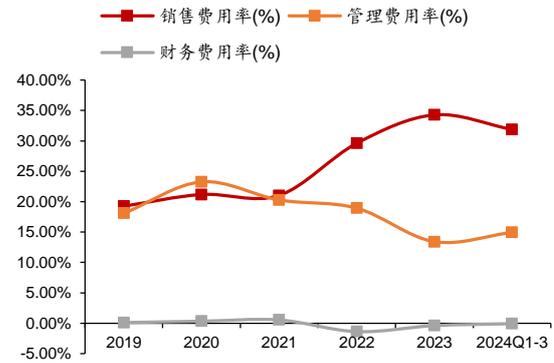
理的水平。管理费用率已经在 2020 年较高的水平上有所回落，2024Q1-3 为 14.94%；从整个管理团队目前的配置而言，后续效率有望提高。总体而言，我们认为，未来随着 AQ-300 临床持续放量，费用率会有一定改善，净利率也会进入相对稳定的阶段。

图 4：2019~2024Q1-3 公司销售毛利率及净利率  
(单位：%)



资料：Wind, 上海证券研究所

图 5：2019~2024Q1-3 公司销售、管理、财务费用率  
(单位：%)



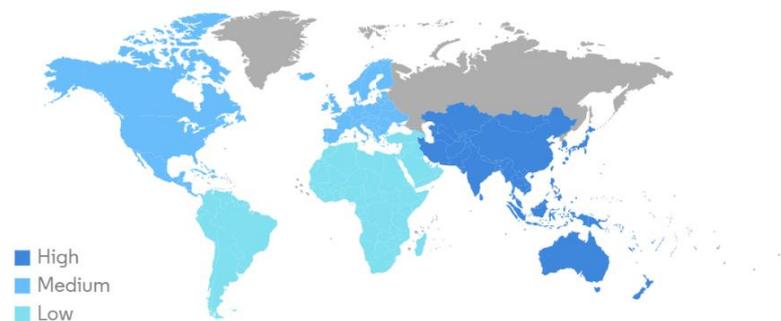
资料：Wind, 上海证券研究所

## 2. 软镜发展驶入快车道，国产品牌强势崛起

### 2.1 软镜市场增速可观，4K 消化内镜成高端市场竞争关键

受益于消化系统疾病高发及肿瘤早期筛查逐渐普及，软镜市场规模持续增长。据 Future Market Insights 数据，2023 年全球医用软镜市场规模为 89.8 亿美元，预计 2033 年将增长至 167.3 亿美元，2023-2033 年 CAGR 为 6.42%。我国软镜市场受需求与内镜制造技术发展的双轮驱动，已步入快速发展时期。2023 年我国医用软镜市场规模为 6.3 亿美元，预计 2033 年将达到 13.9 亿美元，2023-2033 年 CAGR 为 8.25%。

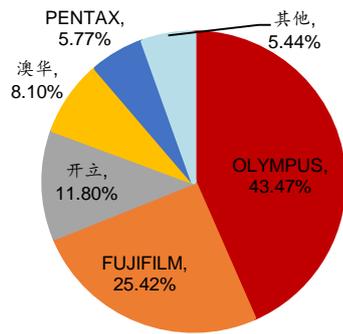
图 6：2024~2029E 全球各区域软镜市场规模增速



资料：Mordor Intelligence, 上海证券研究所

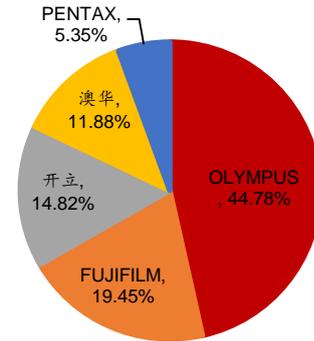
日企占据软镜市场主导地位，澳华市占率提升显著。奥林巴斯、富士和宾得三家日企凭借技术及渠道等优势长期垄断国内软镜市场；其中奥林巴斯一家独大，据医招采数据，按销售金额看，2023年其市占率达43.47%。近年来，国产软镜厂商在持续进行技术研发创新及政策扶持下实现零的突破，2023年开立医疗与澳华内镜的市占率分别为11.80%和8.10%。按销售数量看，2023年澳华的消化内镜市占率较2021年提升7.20个百分点。

图 7：2023 年我国软镜系统品牌销售金额市占率（单位：%）



资料：医招采，上海证券研究所

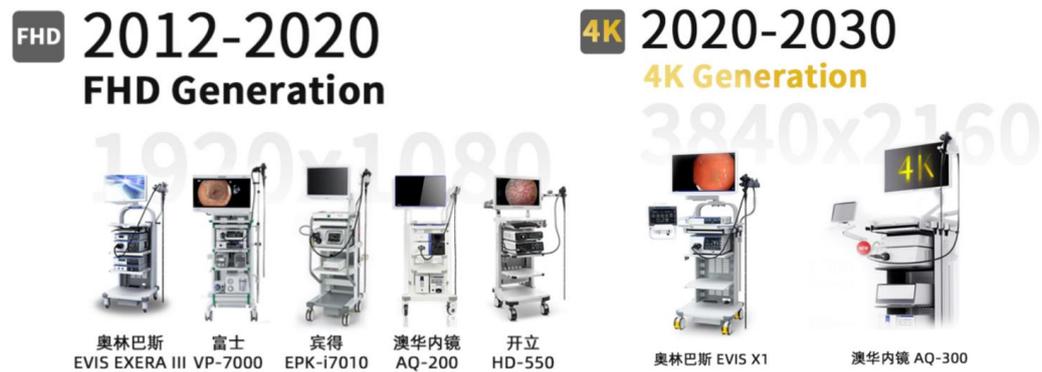
图 8：2023 年我国消化内镜系统品牌销售数量市占率（单位：%）



资料：医招采，上海证券研究所

消化内镜迈入 4K 时代，国产企业有望破冰高端市场。即使是高达百万级别的医学影像成像，在面对临床内镜下取活检、精度要求高的手术等情况时，仍然呈现较大的局限性。在硬镜 4K 已是标配的情况下，软镜 4K 可谓是大势所趋。据动脉网，基于更高的分辨率，4K 超高清内镜可观察到细微血管、神经及筋膜层次，还可观察到传统高清内镜难以探查的病变区及活检部位细节；可真实再现影像色彩，对于解剖层面及血管拥有更高的辨识度。软镜市场中，消化内镜占比超过 65%；因此全球企业都把重点放在 4K 消化内镜的商业化上。2020 年 4 月，奥林巴斯宣布推出 EVIS X1 内窥镜系统（欧洲与亚洲部分区域上市）；2023 年 5 月，EVIS X1 和其他两款兼容的胃肠道内窥镜获得 FDA 批准；根据奥林巴斯 2025 财年一季报，EVIS X1 销售势头强劲，在北美实现 62% 的增长。2022 年 11 月，澳华内镜上市了全新一代 4K 超高清内镜系统 AQ-300，成为国内首家推出 4K 软镜的企业。2023 年 10 月，宾得医疗 INSPIRA™ 4K 视频处理器在美上市。

图 9：软性内镜的下一代：4K

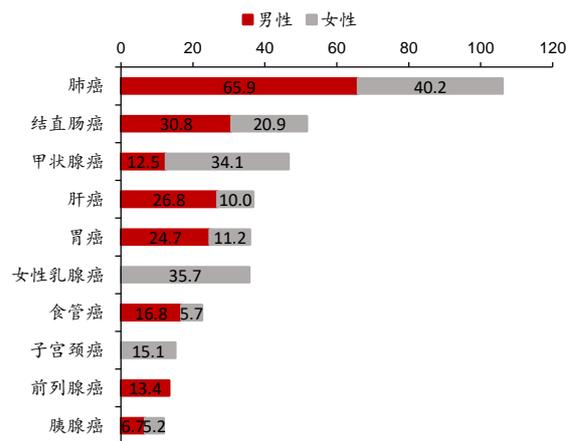


资料：器械之家，上海证券研究所

## 2.2 肿瘤早诊早治渐成共识，释放内镜诊疗需求

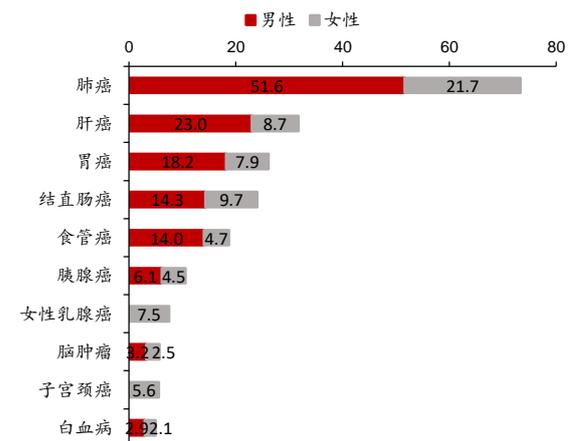
我国消化道肿瘤呈现较高的发病和水平。据国家癌症中心数据显示，2022 年我国消化道肿瘤中的胃癌、结直肠癌和食管癌的发病人数为 124.35 万人，占我国新发恶性肿瘤病例的比例为 25.77%。男性癌症发病前十位中，结直肠癌、胃癌和食道癌分别位列第二位、第四位和第五位，占比分别为 14.68%、11.77%和 7.99%，累计发病人数 72.18 万人；女性癌症发病前十位中，结直肠癌、胃癌和食道癌分别位列第四位、第六位和第十位，占比分别为 9.14%、4.89%和 2.47%，累计发病人数 37.80 万人。据中华肿瘤杂志数据显示，2022 年我国恶性肿瘤顺位中，消化道肿瘤在大多数地区居 前 5 位。

图 10：2022 年我国前十大恶性肿瘤发病情况估计——男女合计发病顺位（单位：万例）



资料：中华肿瘤杂志，上海证券研究所

图 11：2022 年我国前十大恶性肿瘤发病情况估计——男女合计顺位（单位：万例）



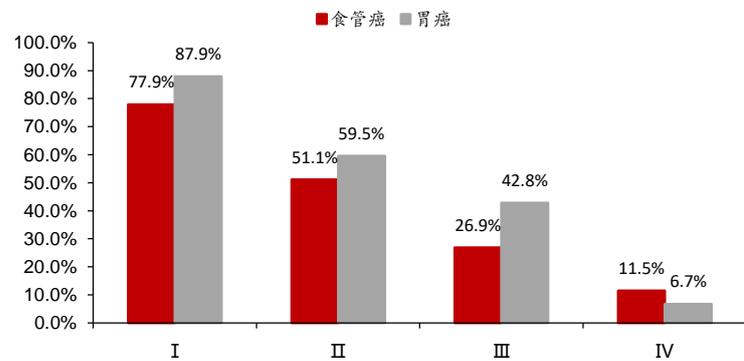
资料：中华肿瘤杂志，上海证券研究所

消化系恶性肿瘤发展进程缓慢，早筛窗口期长、可行性强；而内镜取活检是确诊的“金标准”。以胃癌早筛为例，根据《中国胃癌筛查与早诊早治指南(2022,北京)》，胃癌患者的生存时间与其

临床诊断发现的早晚密切相关；胃癌早期症状不明显，多数患者在确诊时已处于中晚期，即使接受手术治疗的患者 5 年生存率仍 <30%，而早期患者经过及时治疗 5 年生存率可 >90%。2003-2015 年，我国胃癌 5 年相对生存率有所升高，从 27.4% 提升至 35.1%，但仍然明显低于日本（80.1%）和韩国（75.4%）。民众对于胃癌及其筛查的认知程度低等现状制约着我国胃癌筛查与早诊早治工作的效果与收益。

2018 年 4 月，“国家消化道肿瘤筛查及早诊早治计划”正式启动；据中华健康管理学杂志数据显示，项目启动后计划争取每年筛查 1,000 万至 2,000 万人，并计划依托筛查在 2030 年实现我国胃肠道早癌诊断率提高到 20%，胃肠道癌 5 年生存率提高至 50%。自此开展消化道内镜肿瘤筛查进入黄金发展期，从而有利于软镜的普及与销售推广。

图 12：日本食管癌、胃癌不同临床分期的五年生存率（单位：%）



资料：立鼎产业研究网，上海证券研究所

我国消化内镜学科发展迅猛，但胃镜、结肠镜开展率较发达国家仍存在一定差距。据《2020 中国消化内镜技术普查》数据显示，2012-2019 年，我国开展消化内镜诊疗的医疗机构数量增长率为 21.9%；消化内镜诊疗例数增长 34.62%；消化内镜设备保有量大幅度提升，其中消化内镜主机数量增长率达 39.3%。此外，据第二次全国消化内镜普查结果，我国消化道重点早癌检出率大幅提升，分别达到食管癌 18.62%，胃癌 17.21%，结肠癌 16.80%，与消化内镜技术的创新突破实现正相关。但我国消化内镜开展率增长空间仍较大。通过对美国(2019)、日本(2017)和英国(2019)每 10 万人消化内镜开展率对比来看：1) 胃镜：日本的胃镜开展率最高，每 10 万人有 10,231 人，中国 2019 年的开展量已超过英国、接近美国，但与日本相比还差距较大；2) 肠镜：美国(2019)的开展率最高，每 10 万人有 4,331 人开展，而中国(2019)每 10 万仅 942 人开展，差距巨大。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/005232033044012001>