

业绩增长超预期，产品矩阵进一步丰富

——海泰新光(688677.SH)2022年报及一季报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年报及一季报。2022 年实现收入 4.77 亿元 (+53.97%)，归母净利润 1.83 亿元 (+55.07%)，扣非净利润 1.69 亿元 (+79.44%)，经营性现金流 1.04 亿 (+0.36%)。2023 年 Q1 实现营业收入 1.48 亿元 (+58.76%)；归母净利润 0.48 亿元 (+35.40%)；扣非净利润 0.46 亿元 (+38.45%)，2023 年 Q1 增长超我们预期。
- **医用内窥镜业务业绩增长亮眼，多款内窥镜产品实现产品注册与量产:** 2022 年公司医用内窥镜器械收入 3.66 亿元 (+60.78%)，占主营业务 76.90%，增速较高，毛利率为 70.18% (较 2021 年增加 1.48 个百分点)，主要因为汇率、新产品推出、产能释放和生产成本综合因素影响。公司在医用内窥镜研发方面也取得了巨大的进展: 1) 针对美国的 12 款新型 4K 荧光腹腔镜顺利量产; 2) 针对美国的新款光源模组和膀胱镜完成样机确认，预计 2023 年下半年实现量产; 3) 针对国内的多款内窥镜完成研发样机，已提交注册检验，其中胸腔镜于 2023 年 4 月取得注册证; 4) 公司第一代 4K 荧光摄像系统完成产品注册并投放到临床使用; 4K 除雾内窥镜系统于 2023 年 2 月获得产品内注册; 5) 公司第二代 4K 荧光内窥镜摄像系统完成样机，预计在 2023 年完成产品注册和迭代。未来公司将加速开发医用内窥镜产品系列，并拓展现有产品线，从腹腔镜产品拓展到关节镜、宫腔镜、胸腔镜和 3D 腹腔镜，科室的范围也将由普外科覆盖到到妇科、泌尿科、骨科等科室。整机方面，除雾内窥镜系统作为主要产品拓展国内整机市场，与国药新光和中国史塞克紧密协作，快速扩大销售量。
- **公司光学产品业绩持续发力，未来有望继续高速增长:** 公司光学产品收入 1.10 亿元 (+34.28%)，占主营业务 23.10%。光学业务毛利率为 45.34% (较 2021 年减少 3.64 个百分点)，毛利下降主要源自于产品结构影响。公司多款激光镜头成功投放市场，开发多品种产品，持续扩大对应市场和业务。公司将持续在光学领域进一步拓展，包括开发设计高功率光学器件、光学模组等产品和配套服务; 口腔领域也计划设计开发高分辨率的牙科内视镜产品，实现牙齿及口腔内情况的可视化。
- **公司将加速前沿应用产品开发，并进一步拓宽营销网络:** 除了已有产品品类，公司也会针对临床痛点布局前沿应用的产品，包括 3D 内窥镜摄像系统和 3D 腹腔镜的相关技术研究和产品开发。营销网络方面，公司将在各区域中心城市布局更多营销网点，并配套建设展示培训中心，持续进行信息系统的升级和完善，为公司开展经营提供支持，目前整机系统山东区域已建成 7 个营销网络中心。此外，公司与史赛克、国药器械等更多领先客户展开深度合作，利用其强大营销渠道，优势互补。

海泰新光(688677.SH)

谨慎推荐 (维持评级)

合理估值区间: 125.1-139 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

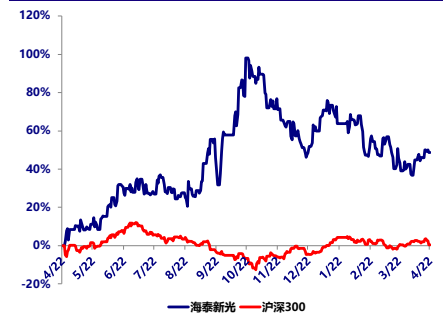
特此鸣谢: 姚书远

市场数据

2023/4/21

| | |
|---------------|---------|
| A 股收盘价(元) | 104.96 |
| A 股一年内最高价(元) | 142.89 |
| A 股一年内最低价(元) | 66.65 |
| 沪深 300 | 4032.57 |
| 市盈率 | 46.76 |
| 总股本(万股) | 8698.00 |
| 实际流通 A 股(万股) | 5381.00 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 3317.00 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 56.48 |

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

2023-4-23 海泰新光三季报点评: 公司收入加速增长, 内窥镜销售占比提升

- **2023Q1 业绩表现优秀，公司持续深化国内外 ODM 业务。** Q1 公司 2023 年 Q1 业绩持续高增长，净利润和扣非净利润分别增长 49.7% 和 53.8%（扣除股权支付影响），和公司营业增速相当。2023 年公司加大了新技术研发投入，Q1 研发费达到 1,714 万元比 2022 年一季度增长 61%。公司将持续深化 ODM 业务，同时加大国内自主品牌产品的市场推广和销售。
- **投资建议：**公司作为国内领先的医用内窥镜器械和光学产品生产厂商，具备从系统设计、光机设计到光学加工、光学镀膜、精密机械封装再到部件装配和系统集成的完备产业链，有望持续受益于高端。医疗设备国产替代大趋势。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 6.47/8.33/10.59 亿元，归母净利润为 2.42/3.21/4.22 亿元，同比增长 32.67%/32.66%/31.59%，EPS 分别为 2.78/3.69/4.86 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 38/29/22 倍，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**研发不及预期的风险；国际经济形势不确定风险；汇率波动的风险。

主要财务指标

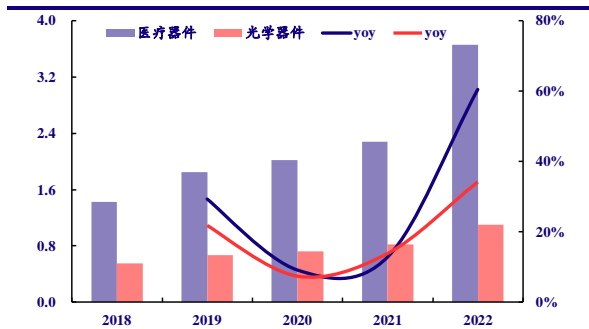
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 476.82 | 647.16 | 833.80 | 1059.36 |
| 收入增长率% | 53.97 | 35.72 | 28.84 | 27.05 |
| 归母净利润（百万元） | 182.57 | 242.22 | 321.34 | 422.85 |
| 利润增速% | 55.07 | 32.67 | 32.66 | 31.59 |
| 毛利率% | 64.35 | 64.57 | 65.00 | 65.63 |
| 摊薄 EPS(元) | 2.10 | 2.78 | 3.69 | 4.86 |
| PE | 50.50 | 38.06 | 28.69 | 21.80 |
| PB | 7.56 | 6.31 | 5.17 | 4.18 |
| PS | 19.34 | 14.25 | 11.06 | 8.70 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、内窥镜及光学产品双轮驱动，公司业绩高速增长

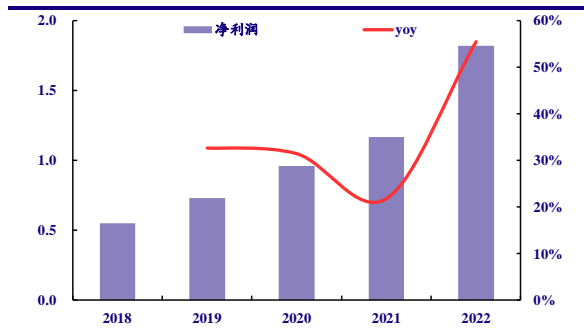
2022 年公司主营业务包括医用内窥镜器械和光学产品两类业务。主营业务收入 4.76 亿元。其中医用内窥镜器械收入 3.66 亿元（同比增长 60.78%），占主营业务收入 76.90%（上年度同期占比 73.55%）；光学产品收入 1.10 亿元（同比增长 34.28%），占主营业务收入 23.10%（上年度同期占比 26.45%）。公司净利润增长幅度较大，全年实现净利润 1.82 亿元，同比增长 56%。2023 年 Q1 公司实现营收 1.48 亿元（同比增长 58.76%）；归母净利润 0.48 亿元（同比增长 35.40%）；扣非净利润 0.46 亿元（同比增长 38.45%）。

图 1：海泰新光近年营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：海泰新光近年净利润及增速（亿元）

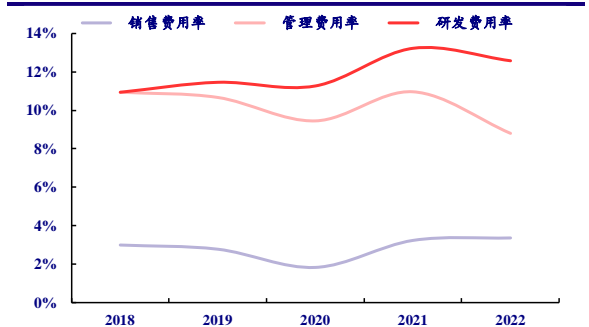


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、费用管控初见成效，利润率稳中有升

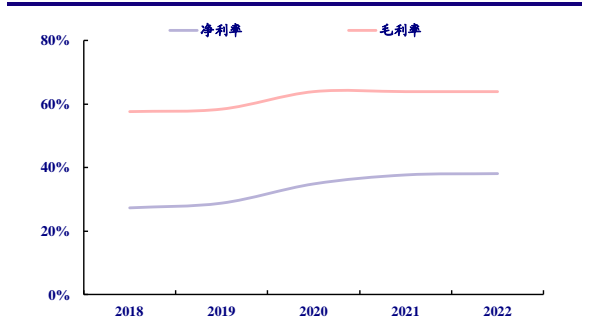
公司 2022 年销售费用为 1,553 万元，同比增长 50.22%，销售费用率为 3.4%（2021 年同期为 3.2%），销售费用增长的原因是公司持续加大产品推广和销售渠道建设的力度，销售规模扩大，销售人员薪酬支出、股份支付费用等增加；2022 年公司管理费用为 4,239 万元，同比增长 24.58%，管理费用率 8.8%（2021 年同期 11.0%），主要因为管理人员薪酬支出、股份支付费用、二期厂房及管理用固定资产折旧增加等综合因素的影响。公司期间研发费用支出为 5,990 万元，同比增长 44.88%，研发费用率为 12.6%（2021 年同期 13.2%），主要源于报告期研发人员支出、股份支付费用、材料投入增加以及新项目的开展等综合因素导致研发投入增加。公司 22 年毛利率为 64%，净利率为 38%，与去年相同，近 5 年总体保持稳定。

图 3：海泰新光近年费用率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：海泰新光今年毛利率&净利率

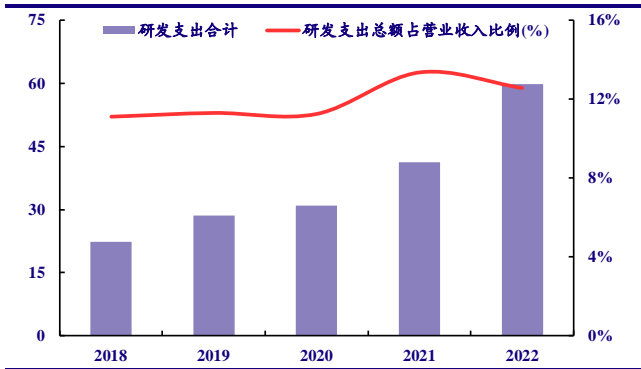


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、高研发投入持续推动公司技术革新，提高产品竞争力

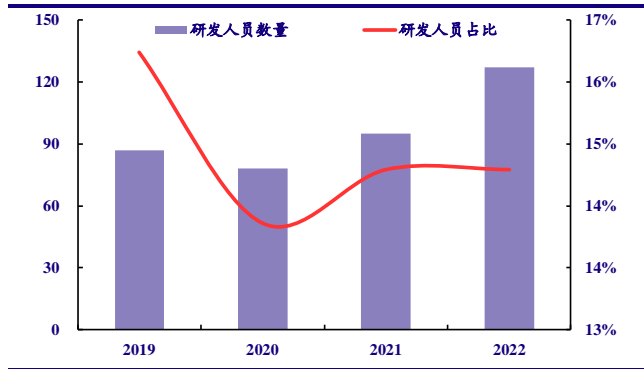
公司重视对研发的投入，研发支出逐年增加。2022 年研发费用达 5,990 万元，同比增长 44.88%，占总营收 13%。2022 年公司研发人数达到 127 人，较去年增加 32 人，占比全体员工数量 15%，其中 36 人拥有硕士及以上学历。2023 年 Q1 研发费用达 1,714 万元，同比增加 61.26%。

图 5: 海泰新光近年研发支出与占比 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 6: 海泰新光近年研发人员数量和占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

在医用内窥镜方面，公司全年实现以下成果：1) 针对美国市场开发的 12 款新型 4K 荧光腹腔镜顺利量产，带来了丰厚的回报；2) 针对美国市场开发的新款光源模组和膀胱镜完成样机确认，预计 2023 年下半年能够实现量产；3) 针对国内市场多款内窥镜包括胸腔镜、关节镜、宫腔镜、3D 荧光腹腔镜等完成研发样机，已提交注册检验，其中胸腔镜已于 2023 年 4 月取得注册证；4) 公司第一代 4K 荧光摄像系统完成产品注册并投放到临床使用，在报告期内已开始实现销售；4K 除雾内窥镜系统也于 2023 年 2 月获得产品内注册；5) 公司第二代 4K 荧光内窥镜摄像系统完成样机，于 2022 年年底提交注册检验，预计在 2023 年完成产品注册和迭代；6) 多款激光镜头成功投放市场，并且在持续开发多品种产品，以扩大相关市场和业务。

2022 年公司新增专利申请 42 项，新增授权专利 33 项。公司成功获得了 1 款共聚焦显微影像仪、1 款内窥镜荧光摄像系统的注册证和生产许可，已备案 LED 手术照明灯 2 款、数码生物显微镜 1 款。

表 1: 报告期内获得的知识产权列表

| | 本年新增 | | 累计数量 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 申请数(个) | 获得数(个) | 申请数(个) | 获得数(个) |
| 发明专利 | 17 | 8 | 79 | 33 |
| 实用新型专利 | 6 | 7 | 23 | 19 |
| 外观设计专利 | 19 | 18 | 42 | 34 |
| 软件著作权 | 2 | 1 | 12 | 10 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合计 | 44 | 34 | 156 | 96 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万2022A元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 918.35 | 1009.46 | 1329.30 | 1750.17 | 营业收入 | 476.82 | 647.16 | 833.80 | 1059.36 |
| 现金 | 636.15 | 999.03 | 1318.87 | 1739.74 | 营业成本 | 170.00 | 229.26 | 291.85 | 364.15 |
| 应收账款 | 114.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金及附加 | 4.38 | 7.64 | 9.84 | 12.50 |
| 其它应收款 | 0.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业费用 | 15.53 | 19.41 | 23.35 | 27.54 |
| 预付账款 | 6.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 管理费用 | 42.39 | 55.01 | 68.37 | 84.75 |
| 存货 | 138.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | -13.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 22.84 | 10.43 | 10.43 | 10.43 | 资产减值损失 | -2.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 475.18 | 475.18 | 475.18 | 475.18 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 25.03 | 25.03 | 25.03 | 25.03 | 投资净收益 | 5.30 | 7.20 | 9.28 | 11.79 |
| 固定资产 | 391.01 | 391.01 | 391.01 | 391.01 | 营业利润 | 206.32 | 273.46 | 362.52 | 476.78 |
| 无形资产 | 30.74 | 30.74 | 30.74 | 30.74 | 营业外收入 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 其他 | 28.40 | 28.40 | 28.40 | 28.40 | 营业外支出 | 0.93 | 0.93 | 0.93 | 0.93 |
| 资产总计 | 1393.53 | 1484.65 | 1804.48 | 2225.36 | 利润总额 | 205.49 | 272.63 | 361.69 | 475.95 |
| 流动负债 | 167.27 | 17.30 | 17.30 | 17.30 | 所得税 | 23.78 | 31.55 | 41.86 | 55.08 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 181.71 | 241.08 | 319.83 | 420.88 |
| 应付账款 | 60.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | -0.86 | -1.13 | -1.50 | -1.98 |
| 其他 | 107.07 | 17.30 | 17.30 | 17.30 | 归属母公司净利润 | 182.57 | 242.22 | 321.34 | 422.85 |
| 非流动负债 | 3.78 | 3.78 | 3.78 | 3.78 | EBITDA | 202.46 | 266.26 | 353.24 | 465.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (元) | 2.10 | 2.78 | 3.69 | 4.86 |
| 其他 | 3.78 | 3.78 | 3.78 | 3.78 | | | | | |
| 负债合计 | 171.05 | 21.08 | 21.08 | 21.08 | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 少数股东权益 | 3.24 | 2.11 | 0.61 | -1.37 | 营业收入 | 53.97% | 35.72% | 28.84% | 27.05% |
| 归属母公司股东权益 | 1219.24 | 1461.46 | 1782.80 | 2205.65 | 营业利润 | 54.03% | 32.54% | 32.57% | 31.52% |
| 负债和股东权益 | 1393.53 | 1484.65 | 1804.48 | 2225.36 | 归属母公司净利润 | 55.07% | 32.67% | 32.66% | 31.59% |
| | | | | | 毛利率 | 64.35% | 64.57% | 65.00% | 65.63% |
| | | | | | 净利率 | 38.29% | 37.43% | 38.54% | 39.92% |
| | | | | | ROE | 14.97% | 16.57% | 18.02% | 19.17% |
| | | | | | ROIC | 13.38% | 15.88% | 17.33% | 18.49% |
| | | | | | 资产负债率 | 12.27% | 1.42% | 1.17% | 0.95% |
| | | | | | 净负债比率 | 13.99% | 1.44% | 1.18% | 0.96% |
| | | | | | 流动比率 | 5.49 | 58.36 | 76.86 | 101.19 |
| | | | | | 速动比率 | 4.56 | 57.76 | 76.25 | 100.59 |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.34 | 0.44 | 0.46 | 0.48 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 4.17 | — | — | — |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 7.92 | — | — | — |
| | | | | | 每股收益 | 2.10 | 2.78 | 3.69 | 4.86 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.20 | 4.10 | 3.58 | 4.71 |
| | | | | | 每股净资产 | 14.02 | 16.80 | 20.50 | 25.36 |
| | | | | | P/E | 50.50 | 38.06 | 28.69 | 21.80 |
| | | | | | P/B | 7.56 | 6.31 | 5.17 | 4.18 |
| | | | | | EV/EBITDA | 45.50 | 30.95 | 22.42 | 16.13 |
| | | | | | PS | 19.34 | 14.25 | 11.06 | 8.70 |

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫄玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn