

23年Q1业绩超预期，未来有望持续高增

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现收入 4.8 亿元 (+54%), 实现归母净利润 1.8 亿元 (+55.1%), 实现扣非归母 1.7 亿元 (+79.4%)。经营活动现金流净额 1.0 亿元 (+0.4%)。同日, 公司公布 2023 年一季度报告, 实现收入 1.5 亿元 (+58.8%), 实现归母净利润 4846 万元 (+35.4%), 实现扣非归母 4639 万元 (+38.5%)。经营活动现金流净额 1800 万元 (-23.3%)。2022 年内窥镜业务实现高增长, 符合预期。2023 年 Q1 业绩超预期, 系公司生产规模和销售规模增长, 医用内窥镜产品业务增长叠加汇兑收益扩大所致。
- **22 年业绩高增符合预期, 23 年 Q1 业绩超预期。** 22 年营收 4.8 亿元, 同比增长 54%, 主要因为公司新产品的推出以及国内外客户的需求增加, 公司生产规模、销售规模进一步增长。营业成本 1.7 亿元, 营业成本增加主要源于股权支付(3000 万左右), 股权支付按照月度进行计提, 每季度 700~800 万, 平均计提入账, 未来股权支付的影响会持续, 预计每月均等。归母净利润 1.8 亿元, 增长 55%, 主要因为公司销售规模增大, 盈利能力增强以及美元汇率的变动, 包括活期利息收入增加。实现扣非归母 1.7 亿元, 增长近 80%, 扣非净利润增长率高于净利润增长率主要是因为报告期内获得的政府补助比去年同期减少。经营活动现金流净额 1.0 亿元, 同比基本持平, 主要因为公司生产规模扩大, 同时为了减小疫情对供应链的影响, 公司加大了物料库存, 同时政府补助同比减少以及生产人员薪酬总额同比增加也有一定的影响。23 年 Q1 高增长 (+58.8%), 略超预期, 主要因为生产规模和销售规模持续增长, 汇兑收益, 以及医用内窥镜产品业务的明显增长。23 年 Q1 实现归母净利润 4846 万元 (+35.4%), 实现扣非归母 4639 万元 (+38.5%), 比率均小于营业收入的增长比例, 主要原因是受股份支付、厂房和设备折旧、人工薪酬增加等综合因素影响, 其中股份支付影响尤为突出。
- **与史塞克合作进一步加深, 行业 BETA 效应明显。** 高清荧光内窥镜 2022 年营收 3.1 亿元 (+61.0%), 深度绑定史塞克后形成规模效应, 业绩驶入快车道。荧光替代白光全球行业趋势明显, 公司迎来行业红利期。公司掌握底层光学设计及光学制造, 研发能力首屈一指。伴随着史塞克摄像系统的更新换代, 公司也同时完成零部件升级。12 款 4K 荧光 SPY 腹腔镜可同时用于 1688 及 1788 系统, 另外公司针对 1788 研发的配套宫腔镜及膀胱镜预计将在 23 年三季度至 24 年一季度陆续推出。针对 1788 研发的光源模组也于 23 年 2 月与史塞克签署新订单, 合作进一步加深。
- **布局内销多品类镜体, 内销增速明显。** 22 年内销 1.1 亿元 (+78.5%), 大幅高于外销增速 (+47.5%)。公司针对国内市场, 逐步打造自有品牌, 研发端陆续发力推出新品提交注册检验。除了之前销售的 AIM 及 SPY 荧光腹腔镜体, 胸腔镜体已于 2023 年 4 月取得注册证, 即将进入放量期。关节镜、宫腔镜、3D 荧光腹腔镜均已提交注册检验, 其中 3D 荧光腹腔镜预计 23 年 6 月获证, 侧面反映了行业趋势即将进入多技术融合阶段, 即荧光+4K+3D 等多技术的归元合一。
- **整机逐步形成产品梯队未来可期, 摄像系统进步明显。** 1) 公司 4K 除雾荧光整

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.87
流通 A 股(亿股)	0.54
52 周内股价区间(元)	66.65-142.89
总市值(亿元)	91
总资产(亿元)	14.05
每股净资产(元)	14.66

相关研究

1. 海泰新光 (688677): 三重渠道布局整机, 做中国的“新光” (2023-03-10)



机已于 2023 年 2 月获得产品内注册，此款机型未来除了作为自有品牌销售，预计也将与史塞克达成合作于三甲医院进行投放；2) 二代荧光整机预计将于 23 年 7~8 月获证，通过三条渠道布局国内市场，即将进入放量期。二代荧光整机摄像系统自研，成像效果及稳定性进步明显；3) 整机产品梯队初见雏形，3D 摄像系统已完成原理样机，预计 23 年将开始进一步研发，此外多品类整机也在陆续布局。

- **盈利预测和评级:** 考虑股权激励费用的影响, 预计 2023-2025 年归母净利润 2.4、3.2、4 亿元。作为国内硬镜龙头，公司未来潜力巨大，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、新品推广不及预期风险；汇兑损益风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	476.82	695.68	937.04	1193.42
增长率	53.97%	45.90%	34.69%	27.36%
归属母公司净利润 (百万元)	182.57	236.05	315.97	398.30
增长率	55.07%	29.29%	33.86%	26.06%
每股收益 EPS (元)	2.10	2.71	3.63	4.58
净资产收益率 ROE	14.86%	16.59%	18.68%	19.65%
PE	50	39	29	23
PB	7.49	6.43	5.41	4.51

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	476.82	695.68	937.04	1193.42	净利润	181.71	236.05	315.97	398.30
营业成本	170.00	254.61	339.98	433.59	折旧与摊销	13.93	46.34	56.14	68.69
营业税金及附加	4.38	8.35	11.24	14.32	财务费用	-13.19	6.96	9.37	11.93
销售费用	15.53	22.96	30.92	39.38	资产减值损失	-2.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	42.39	62.61	84.33	107.41	经营营运资本变动	-56.83	-66.59	-68.00	-69.95
财务费用	-13.19	6.96	9.37	11.93	其他	-18.48	-2.53	-5.55	-4.09
资产减值损失	-2.77	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	104.38	220.22	307.92	404.88
投资收益	5.30	5.00	5.00	5.00	资本支出	-161.21	-170.00	-170.00	-170.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	35.15	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-126.06	-165.00	-165.00	-165.00
营业利润	206.32	268.23	359.06	452.61	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.83	0.00	0.00	0.00	长期借款	-16.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	205.49	268.23	359.06	452.61	股权融资	10.26	0.00	0.00	0.00
所得税	23.78	32.19	43.09	54.31	支付股利	-35.66	-36.51	-47.21	-63.19
净利润	181.71	236.05	315.97	398.30	其他	-29.13	-23.46	-9.37	-11.93
少数股东损益	-0.86	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-71.03	-59.98	-56.58	-75.13
归属母公司股东净利润	182.57	236.05	315.97	398.30	现金流量净额	-86.87	-4.76	86.34	164.75
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	636.15	631.39	717.73	882.48	成长能力				
应收和预付款项	124.92	171.76	235.55	298.71	销售收入增长率	53.97%	45.90%	34.69%	27.36%
存货	138.01	208.39	280.11	357.32	营业利润增长率	54.03%	30.01%	33.86%	26.06%
其他流动资产	19.28	15.22	20.50	26.10	净利润增长率	55.10%	29.90%	33.86%	26.06%
长期股权投资	25.03	25.03	25.03	25.03	EBITDA 增长率	44.95%	55.29%	32.05%	25.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	398.02	522.85	637.88	740.37	毛利率	64.35%	63.40%	63.72%	63.67%
无形资产和开发支出	30.74	29.57	28.40	27.22	三费率	9.38%	13.30%	13.30%	13.30%
其他非流动资产	21.39	21.39	21.39	21.39	净利率	38.11%	33.93%	33.72%	33.37%
资产总计	1393.53	1625.60	1966.60	2378.63	ROE	14.86%	16.59%	18.68%	19.65%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.04%	14.52%	16.07%	16.74%
应付和预收款项	99.23	127.95	176.36	227.16	ROIC	15.90%	16.01%	16.81%	17.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.42%	46.22%	45.31%	44.68%
其他负债	71.82	74.84	98.67	124.80	营运能力				
负债合计	171.05	202.79	275.03	351.96	总资产周转率	0.37	0.46	0.52	0.55
股本	86.98	86.98	86.98	86.98	固定资产周转率	1.83	1.69	1.99	2.17
资本公积	691.54	691.54	691.54	691.54	应收账款周转率	5.33	5.08	4.96	4.83
留存收益	471.63	671.16	939.92	1275.02	存货周转率	1.62	1.45	1.38	1.35
归属母公司股东权益	1219.24	1419.57	1688.33	2023.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.06%	—	—	—
少数股东权益	3.24	3.24	3.24	3.24	资本结构				
股东权益合计	1222.49	1422.81	1691.57	2026.67	资产负债率	12.27%	12.47%	13.98%	14.80%
负债和股东权益合计	1393.53	1625.60	1966.60	2378.63	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.49	5.16	4.62	4.49
					速动比率	4.67	4.11	3.59	3.47
					股利支付率	19.53%	15.47%	14.94%	15.87%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	207.06	321.53	424.57	533.24	每股收益	2.10	2.71	3.63	4.58
PE	50.01	38.68	28.89	22.92	每股净资产	14.02	16.32	19.41	23.26
PB	7.49	6.43	5.41	4.51	每股经营现金	1.20	2.53	3.54	4.65
PS	19.15	13.12	9.74	7.65	每股股利	0.41	0.42	0.54	0.73
EV/EBITDA	41.00	26.36	19.76	15.43					
股息率	0.39%	0.40%	0.52%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn