

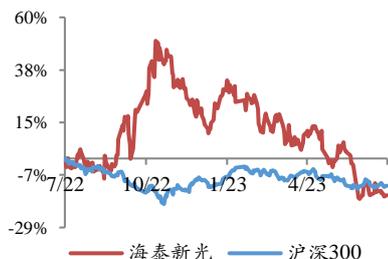
光学技术集大成者，掌握底层技术，下游应用广泛，横向拓展空间大

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-16

收盘价（元）	53.76
近 12 个月最高/最低（元）	99.07/55.20
总股本（百万股）	122
流通股本（百万股）	75
流通股比例（%）	61.64
总市值（亿元）	65
流通市值（亿元）	40

公司与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **微创外科手术渗透率持续提升，推动硬镜行业保持较高的景气度**
临床上微创手术的占比越来越高，对腹腔镜、胸腔镜等硬镜的需求越来越高。根据 Frost & Sullivan，2021 年中国微创外科手术数量达 15.7 百万台，同比增长 18.9%，微创外科手术渗透率约 14.20%，还有较高增长的空间。
- **硬镜行业国产化率低，进口替代空间大**
2019 年中国硬镜市场规模约 65 亿元，2015-2019 年复合增速约 13.8%。根据 Frost & Sullivan 预测，2024 年预计中国硬镜市场规模将达到 110 亿元，2019-2024 年 CAGR 保持在 11% 左右。当前中国硬镜行业尚处于蓝海阶段，尚未有大型的龙头公司，国产化率在 10-15% 之间，随着公立医院对国产品牌的认可度提升，以及国产品牌的不断迭代，国产品牌未来将占据更大的市场份额。海泰新光利用自身底层技术优势和零部件生产线占据先发优势，整合全产业链，入局整机市场，在未来广阔的国产替代空间中也将会分得一席之地。
- **海泰新光拥有扎实的光学技术，从硬镜零部件切入整机系统，价值链实现跃迁，ODM 业务为公司贡献稳定的业务增长，整机逐渐放量为公司提供业绩增长弹性，未来成长轨迹可见性高**
 - (1) 公司 ODM 业务与大客户史赛克保持紧密合作，深度参与了 2008 年以后史赛克各代机型的迭代，目前正在参与 1788 系列相关部件的研发。公司与史赛克之间的收入也从 2013 年的 0.22 亿元，增长到 2022 年的 2.95 亿元，2013-2022 年复合增速达到 33.43%。随着更多新产品的落地，我们预计公司未来在史赛克的供应链体系中也将会占据更大的份额。
 - (2) 公司入局整机业务，凭借扎实的进口品牌供应链品质和公司强大的创新基因，公司在差异化功能上独具特色，光学除雾的功能设计以及共聚焦显微内镜增强公司产品的竞争力。而且在渠道方面，公司搭建三类渠道来推广公司整机系统，2024 年公司自主品牌的整机系统将在全国范围内销售，增长可期。
 - (3) 公司底层光学技术扎实，横向拓展能力强，下游光学应用场景多元，包括医美设备、IVD 设备、工业焊接环节、生物识别设备等，广阔的下流应用也有利于公司保持快速成长，持续增强在光学领域的竞争力。

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年收入端有望分别实现 6.57 亿元、8.91 亿元、11.56 亿元，收入同比增速分别为 37.8%、35.6%和 29.7%，归母净利润预计 2023-2025 年分别实现 2.27 亿元、3.27 亿元和 4.24 亿元，利润同比增速分别为 24.5%、43.9%和 29.7%。2023-2025 年对应的 EPS 分别约 1.87 元、2.69 元和 3.49 元，对应的 PE 估值分别为 29 倍、20 倍和 15 倍，考虑到公司硬镜产品行业领先，在光学技术积累深厚，从零部件进军整机系统，未来在国产替代浪潮中有望取得一定市场份额，首次覆盖，买入评级。

● 风险提示

整机商业化推进不及预期风险。

与大客户史赛克的订单金额波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	477	657	891	1156
收入同比 (%)	54.0%	37.8%	35.6%	29.7%
归属母公司净利润	183	227	327	424
净利润同比 (%)	55.1%	24.5%	43.9%	29.7%
毛利率 (%)	64.3%	65.2%	64.7%	65.1%
ROE (%)	15.0%	15.7%	18.4%	19.3%
每股收益 (元)	2.10	1.87	2.69	3.49
P/E	53.81	28.77	20.00	15.42
P/B	8.06	4.52	3.69	2.98
EV/EBITDA	45.50	19.48	13.99	10.15

正文目录

1 公司是医用光学技术领域龙头企业	5
1.1 成立近二十载，深耕医用光学领域	5
1.2 深度绑定大客户史赛克，完成业务升级，OEM 到 ODM	6
2 微创手术渗透率提升，硬镜国产替代空间大	8
2.1 硬镜市场受临床需求推动保持较高景气度	8
2.2 我国硬镜国产化率低，国产替代是重要发展契机	10
2.3 国产硬镜厂商起步差距不大，技术逐步成熟	11
3 公司聚集光学技术，创新基因强大，业务范围不断拓展	13
3.1 与史赛克合作牢固，供应链份额占比有望持续提升	13
3.2 公司不断创新，产业链价值跃迁，整机成为第二增长曲线	14
3.3 积极拓展光学下游应用，工业激光和生物识别想象空间大	17
4 公司盈利预测与估值	18
4.1 公司业绩拆分与估值对比	18
4.2 投资建议：从零部件商拓展成为整机生产商，ODM 业务稳定增长，自主品牌整机业务增长弹性大，首次覆盖	21
风险提示:	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

图表 1 海泰新光发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 15 日)	6
图表 3 公司 2022 年股权激励计划考核目标.....	6
图表 4 公司各品类收入情况 (单位: 亿元)	7
图表 5 公司收入结构 (按销售区域种类)	7
图表 6 公司第一大客户收入结构 (单位: 亿元)	8
图表 7 2021-2022 年公司收入结构按产品品牌 (单位: 亿元)	8
图表 8 公司收入/利润及其增速 (单位: 亿元)	8
图表 9 公司销售毛利率和净利率.....	8
图表 10 硬性光学内窥镜结构.....	9
图表 11 2019 年全球使用硬镜科室占比	9
图表 12 2019 年中国使用硬镜科室占比	9
图表 13 2021 年二级医院微创手术出院患者占比	10
图表 14 微创手术量及其外科手术中占比.....	10
图表 15 全球硬镜市场规模 (单位: 十亿美元)	10
图表 16 中国硬镜市场规模 (单位: 十亿元)	10
图表 17 全球硬镜市场竞争格局 (2019 年)	11
图表 18 我国硬镜市场中占比 (2021 年)	11
图表 19 硬镜产业链图示	12
图表 20 临床需求变化推动内窥镜创新.....	13
图表 21 公司与史赛克的合作历程	14
图表 22 海泰新光与史赛克收入情况 (单位: 亿元)	14
图表 23 史赛克内镜收入情况 (单位: 亿美元)	14
图表 24 公司技术人员占比.....	15
图表 25 公司研发费用情况 (单位: 亿元)	15
图表 26 公司旗下整机情况.....	15
图表 27 公司旗下内窥镜相关产品研发情况	16
图表 28 公司旗下光学器件产品.....	17
图表 29 公司光学产品收入及增速	18
图表 30 公司光学产品毛利率水平	18
图表 31 收入预测.....	20
图表 32 可比公司估值情况.....	21

1 公司是医用光学技术领域龙头企业

1.1 成立近二十载，深耕医用光学领域

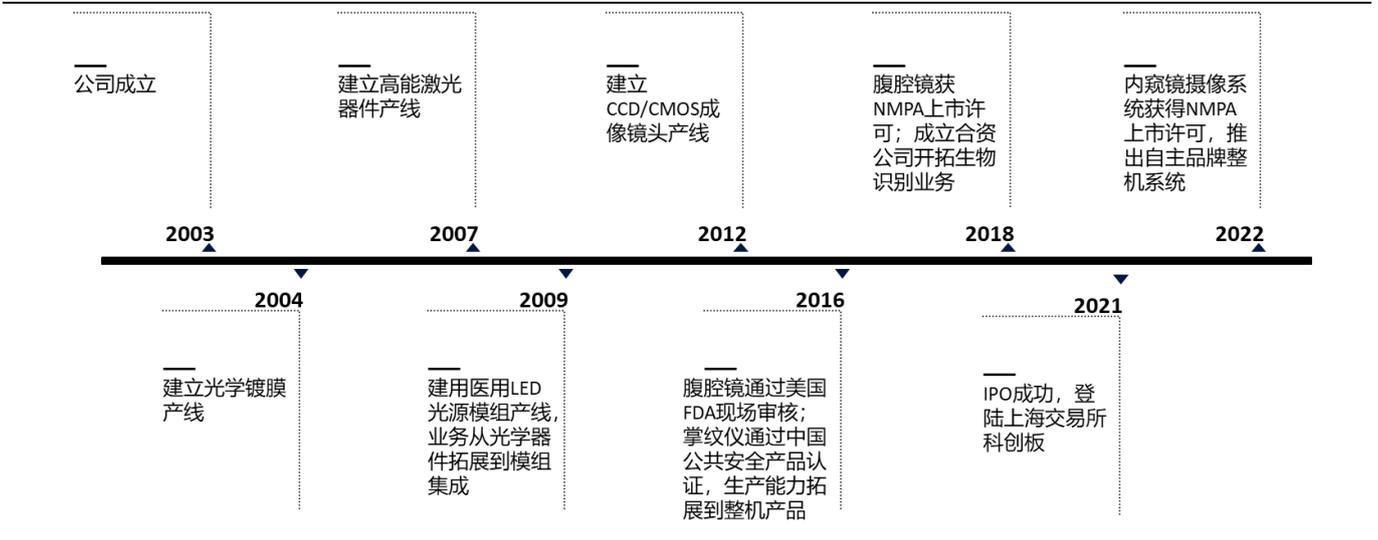
青岛海泰新光科技股份有限公司（以下简称“海泰新光”或“公司”）成立于 2003 年，主要从事医用光学成像器械的研发、制造、销售和服务。公司凭借在光学领域的深厚积累与史赛克深度绑定，目前主要给史赛克供应荧光内窥镜、荧光光源模组及荧光摄像适配器/适配镜头。2022 年公司海外出口收入达到 3.64 亿元，收入占比约为 76.44%。其中预计来自第一大客户（史赛克）的销售收入为 2.95 亿元（YoY+67.4%）。

历史沿革：公司前身为青岛海泰镀膜技术有限公司，董事长郑安民将美国的 IBS 离子溅射技术引入中国，成立之初也并非瞄准在医用光学领域，主要以光学器件代工为主，分别于 2004 年、2005 年、2006 年、2007 年建立了光学镀膜、光学冷加工、光学滤光片、高能激光光学器件生产线。

2009 年，公司建立了医用 LED 光源模组产线，业务开始从光学器件拓展至模组集成，也跻身成为了全球硬镜龙头史赛克的重要供应商，实现从 OEM 到 ODM 的转变。2012 年，公司建立了 CCD/CMOS 成像镜头产线。2015 年底，公司自主研发了荧光腹腔镜器械，用于史赛克在全球范围内推出的首款高清荧光腹腔镜整机系统。

自主品牌整机方面，2018 年，公司的腹腔镜获得了 NMPA 上市许可。2022 年，公司推出自主品牌整机系统，并加强同国药器械、中国区史赛克公司的合作，拓展整机业务不同的销售模式。2023 年，公司加速推进整机系统的临床试用，4K 自动除雾内窥镜预计 2024 年将开启公司整机系统销售的元年。

图表 1 海泰新光发展历程



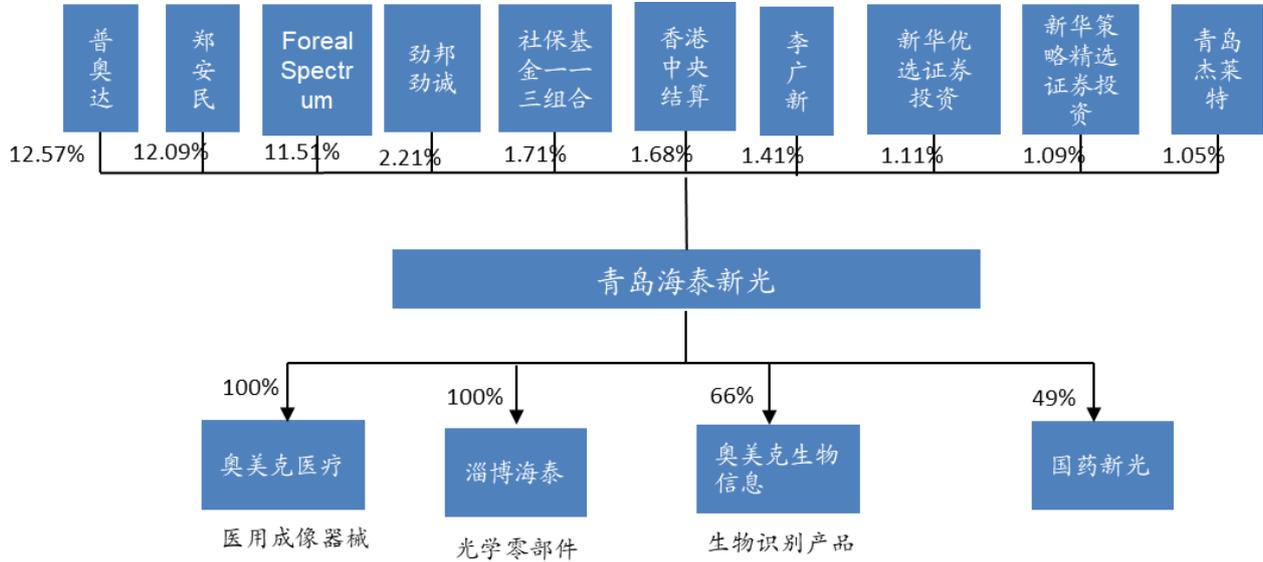
资料来源：公司官网，华安证券研究所

股权结构：公司实际控制人为郑安民，截至 2023 年 6 月 15 日，郑安民直接持有 12.09% 股份，目前任公司董事长。

董事长郑安民拥有三十余年行业经验，曾带领团队设计了全球首支齐焦高清荧

光内窥镜，总经理郑耀，曾担任中科院光电技术研究所光学工程师，拥有丰富的产业经验，2004 年即进入公司，历任公司工程部经理、销售部经理等职位，2010 年后即一直任公司总经理。

图表 2 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 15 日)



资料来源: IFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

股权激励绑定员工利益。公司 2022 年 9 月 23 日，以 42.87 元/股向 123 名激励对象授予 127.00 万股限制性股票。激励计划考核年度为 2022-2024 年三个会计年度，考核要求为以 2021 年营业收入或净利润为基数，对每个年度定比业绩基数的营业收入增长率或净利润增长率进行考核，2022-2024 年目标增速 CAGR 达到了 28%。

图表 3 公司 2022 年股权激励计划考核目标

归属期	对应考核年度	年度营业收入增长率或年度净利润增长率	
		目标增长率	触发增长率
第一个归属期	2022	40.00%	32.00%
第二个归属期	2023	70.00%	56.00%
第三个归属期	2024	110.00%	88.00%

资料来源: IFind, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 深度绑定大客户史赛克，完成业务升级，OEM 到 ODM

公司经过近二十年的发展，目前产品主要包括医用内窥镜类和光学类产品，其中医用内窥镜器械产品包括 4K 荧光/白光腹腔镜、内窥镜光源模组、摄像适配器/适配镜头等。此外，公司围绕医院主要科室持续打造具备高品质、高性能的产品，包括

胸腔镜、宫腔镜、关节镜、3D腹腔镜等系列产品。公司同时也积极布局自主品牌的光源、摄像系统等核心部件及手术外视系统、内窥镜系统等整机产品，向临床医用光学成像解决方案领域拓展。

在光学领域，公司以光学设计、光学加工、光学镀膜、光学集成和检测等技术能力为基础，为医用光学、工业激光和生物识别等应用提供光学产品和光学器件，产品包括牙科内视和3D扫描模组、荧光滤光片、美容机滤光片，激光准直镜、聚焦镜、扫描镜，PBS、NPBS，掌纹仪、指纹仪、掌静脉仪等。

收入结构：公司2022年实现营业收入4.77亿元，其中医用器件收入约3.66亿元，收入占比约为76.78%，光学器件收入约1.10亿元，占比约23.06%。根据公司招股说明书，医用器件的收入主要来自高清荧光内窥镜器械，2018-2020年公司高清荧光内窥镜器械收入占比分别达58.07%、59.18%和60.89%。

按销售区域来看，公司自2008年进入大客户史赛克的供应链，公司海外出口以美国、欧洲为主，2022年公司海外收入达到3.64亿元，收入占比达到76.44%，国内收入达到1.12亿元，收入占比约为23.41%。近些年公司国内市场收入增速显著快于海外市场，国内收入占比不断提升。公司一方面拓展光学器件产品在不同领域的应用，另一方面也给国内下游的内镜整机厂提供零部件配套，如荧光/白光镜内窥镜。

图表 4 公司各品类收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: IFind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 公司收入结构 (按销售区域种类)



资料来源: IFind, 公司公告, 华安证券研究所

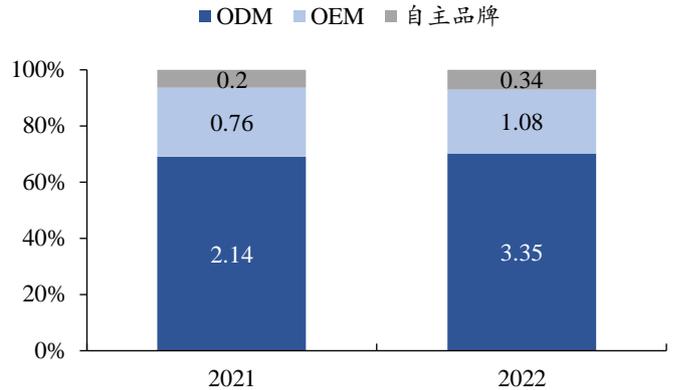
目前大客户仍是公司收入主要来源。公司核心产品荧光内窥镜系列应用于史赛克在全球推出的首款高清荧光腹腔镜系统。公司成为该设备中核心部件的唯一设计及生产供应商，包括高清荧光内窥镜、高清荧光摄像适配镜头和荧光光源模组。史赛克1688荧光内窥镜于2022年三季度在北美、日本、欧洲的全球推广放量，公司为史赛克研发的新一代4K荧光腹腔镜新产品也进入量产交付周期，带动公司ODM业务收入增长。2017-2022年，大客户在公司收入中的贡献基本保持在55%以上，部分年份甚至高于65%。

图表 6 公司第一大客户收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: IFind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 7 2021-2022 年公司收入结构按产品品牌 (单位: 亿元)

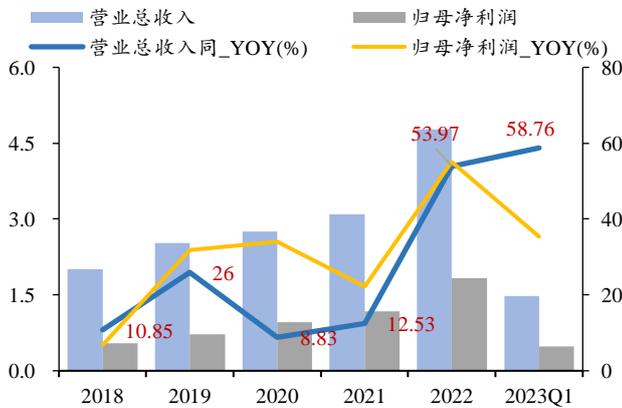


资料来源: IFind, 公司公告, 华安证券研究所

盈利能力: 公司总收入自 2018 年以来 2.01 亿元增长到 2022 年的 4.77 亿元, 2018-2022 年保持复合增速 24%, 2018-2022 年归母净利润从 0.55 亿元增长到 1.83 亿元, 复合增速保持 35%, 实现高速增长。

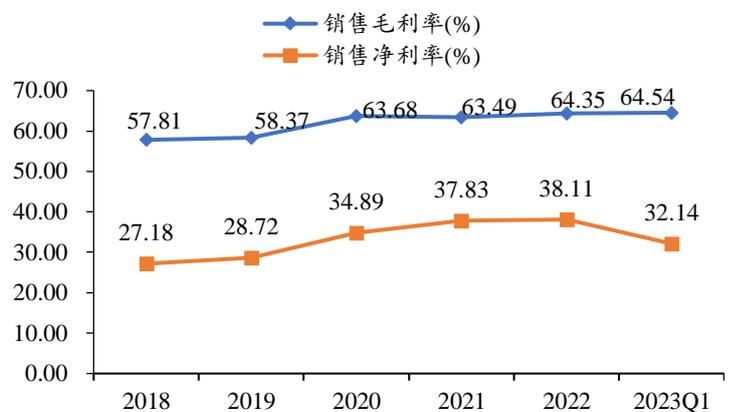
公司的利润率方面, 2018 年以来销售毛利率和销售净利率稳步提升, 盈利能力较优。2023Q1 销售净利率受股权支付费用、折旧摊销等费用影响, 有所下降, 但较 2022Q1 仍略有增长。

图表 8 公司收入/利润及其增速 (单位: 亿元)



资料来源: IFind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 9 公司销售毛利率和净利率



资料来源: IFind, 公司公告, 华安证券研究所

2 微创手术渗透率提升, 硬镜国产替代空间大

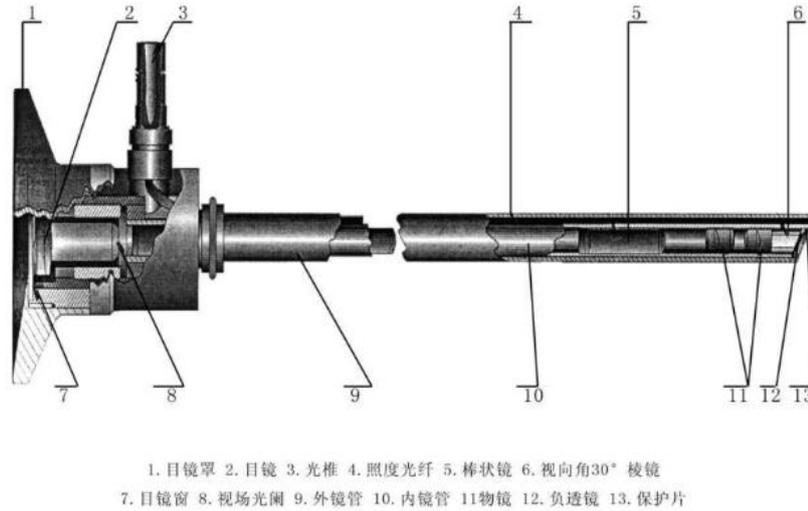
2.1 硬镜市场受临床需求推动保持较高景气度

医用内窥镜至今已有约 200 年的历史, 通常由软管或硬管 (可进入人体)、透镜成像系统 (用于捕获和传输患者内部组织器官图像)、图像处理系统 (对捕获的图像进行数字化处理)、显示系统 (将数字化图像呈现给操作者或观察者), 以及光源系统组成 (传输光线以提高被检查区域的可见度) 组成, 在某些情况下, 还包括一个额

外的通道，为手术过程中使用的器械提供通路。

硬镜是医用内窥镜的一种，进入人体可以是有创的，也可以是通过人的自然腔道，其中有创类硬镜主要腹腔内窥镜、关节内窥镜、椎间盘内窥镜、胸腔内窥镜等，用于医疗环境中，在检查或者手术中观察成像。

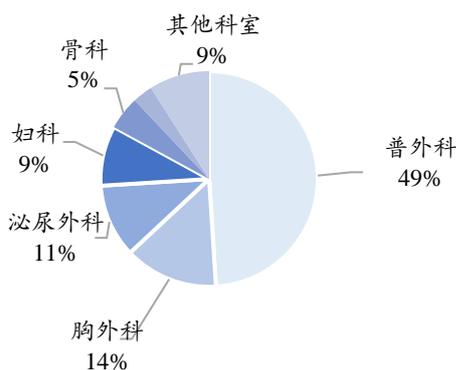
图表 10 硬性光学内窥镜结构



资料来源：硬性光学内窥镜（第二类）注册技术审查指导原则，华安证券研究所

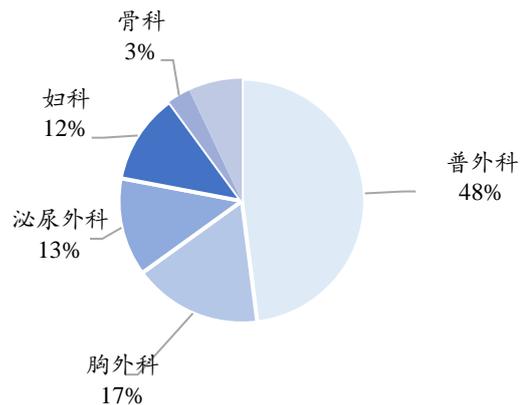
临床上使用硬镜的科室包括普外科、泌尿科、妇科等，内窥镜硬镜主要于院内使用。普通外科内镜诊疗技术包括腹腔镜、胆道镜、甲状腺腔镜、乳腺腔镜、经肛内镜等诊疗技术，根据 Frost & Sullivan 统计，医院内普外科占使用比例接近一半。

图表 11 2019 年全球使用硬镜科室占比



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

图表 12 2019 年中国使用硬镜科室占比

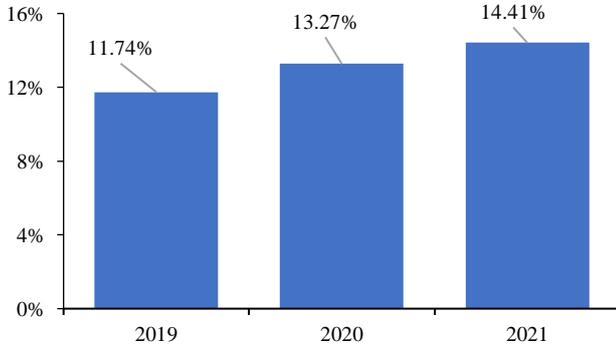


资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

公立医院在提升疾病综合诊疗水平和患者医疗服务舒适性方面也积极探索，微创外科手术渗透率持续提升。2021 年，全国二级公立医院微创手术占比达到 14.41%，相较 2020 年提升 1.14 个百分点，腹腔镜和胸腔镜下操作等微创手术需求持续提升。另外，根据 Frost & Sullivan，2021 年中国微创外科手术数量达 15.7 百万台，同比

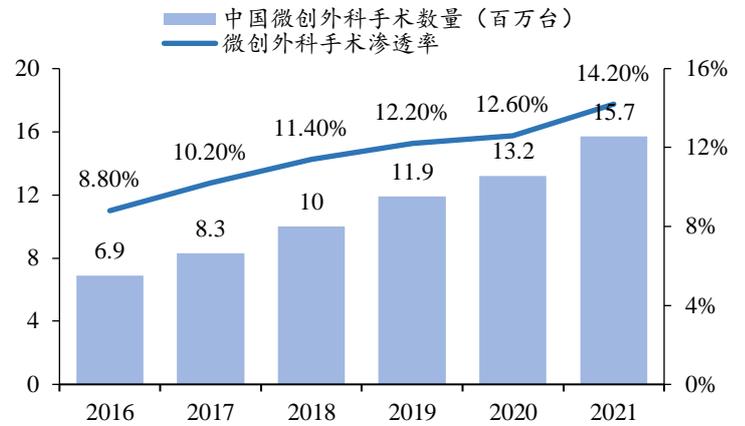
增长 18.9%，微创外科手术渗透率约 14.20%。

图表 13 2021 年二级医院微创手术出院患者占比



资料来源：医政司，华安证券研究所

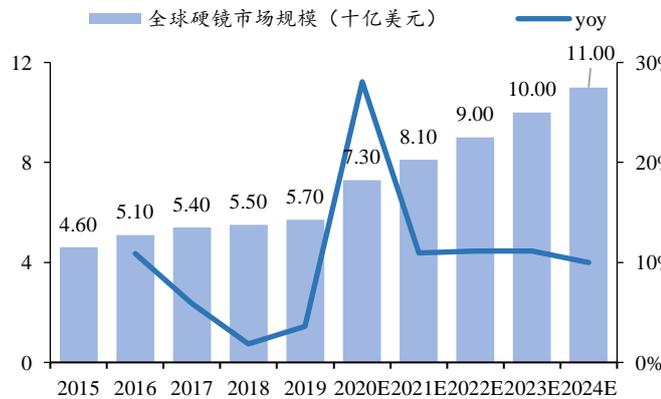
图表 14 微创手术量及其外科手术中占比



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

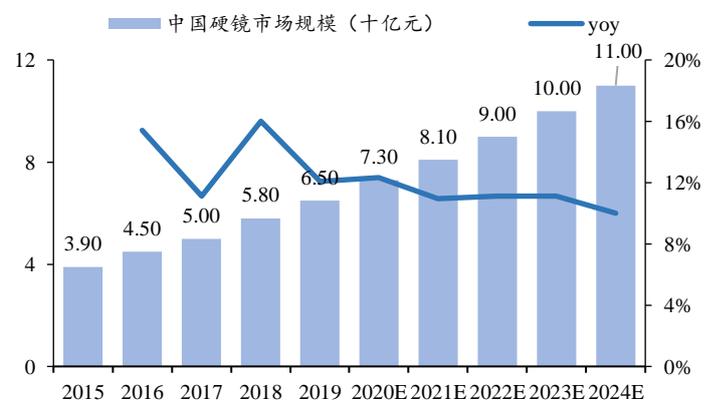
2019 年中国硬镜市场规模约 65 亿元，2015-2019 年复合增速约 13.8%，远高于全球 5.2% 的增速水平。根据 Frost & Sullivan 预测，2024 年预计中国硬镜市场规模将达到 110 亿元，2019-2024 年 CAGR 保持在 11% 左右。

图表 15 全球硬镜市场规模 (单位：十亿美元)



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

图表 16 中国硬镜市场规模 (单位：十亿元)



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

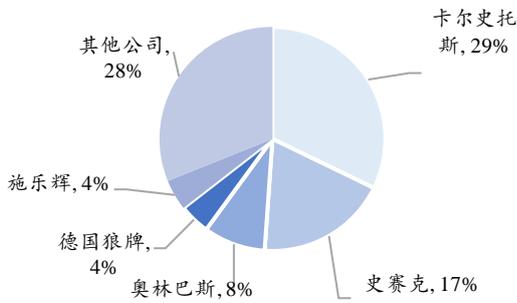
2.2 我国硬镜国产化率低，国产替代是重要发展契机

行业集中度高，CR3 市场份额超 70%。目前硬镜市场的集中度较高，全球硬镜市场主要参与主体仍然以欧美和日本企业为主，市场集中度较高，其中排名前三的企业分别为卡尔史托斯、史赛克及奥林巴斯，2019 年年销售额分别为 16.8 亿美元、15.2 亿美元及 4.3 亿美元。

中国市场发展相对较慢，近些年来出现了一些优秀的国产品牌，如迈瑞、欧谱曼迪，但仍大部分市场份额被卡尔斯拖斯、奥林巴斯等进口品牌占据。据众成数科统计，2021 年医疗机构硬镜招投标，卡尔史托斯以中标总额 10.3 亿元、总量 1069 件均位居首位，这占整个市场份额的 34.5%；奥林巴斯以中标总额 5.1 亿元、总量 669

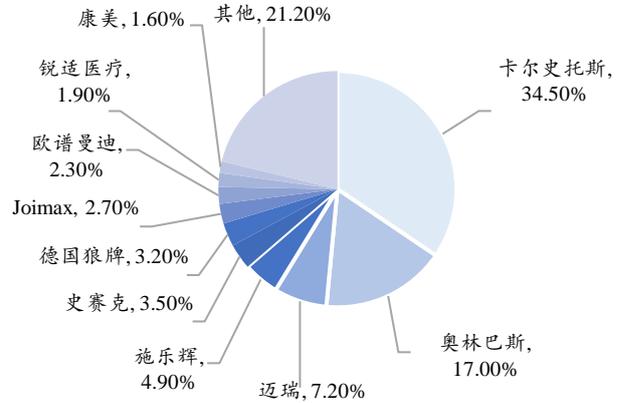
件位居第二，占 17% 的市场份额；第三为迈瑞，以中标总额 2.2 亿元、总量 186 件占 7.2% 的市场份额，施乐辉、史赛克紧随其后。

图表 17 全球硬镜市场竞争格局 (2019 年)



资料来源: Frost & Sullivan, 华安证券研究所

图表 18 我国硬镜市场中标占比 (2021 年)



资料来源: 众成数科, 华安证券研究所

国产替代是当下重要的发展契机。国家财政部及工信部于 2021 年 5 月联合发布了《政府采购进口产品审核指导标准》(2021 版), 其中明确规定了政府机构(事业单位)采购国产器械及仪器的比例要求。医用内窥镜产品要求胆道镜、椎间孔镜、3D 腹腔镜全部采购国产, 胸腔镜 75% 采购国产, 宫腔镜检查镜、关节镜及器械 50% 采购国产。

国产产品过去很多年在高等级医院难以进院, 进口品牌进入中国外做了大量医生的培训工作, 与医生保持较强的粘性, 医院临床科室医生对国产品牌认可度低, 这也限制了国产产品依靠大量使用进而持续迭代和升级的常规发展路径。而当下, 医院对采购国产更加接受, 国产替代成为一种趋势, 对于国内优秀的器械公司来说, 是新的机遇。这种国产替代背景下国内优秀公司崛起的故事, 在医疗器械或其他行业也都不同程度实现过。

2.3 国产硬镜厂商起步差距不大, 技术逐步成熟

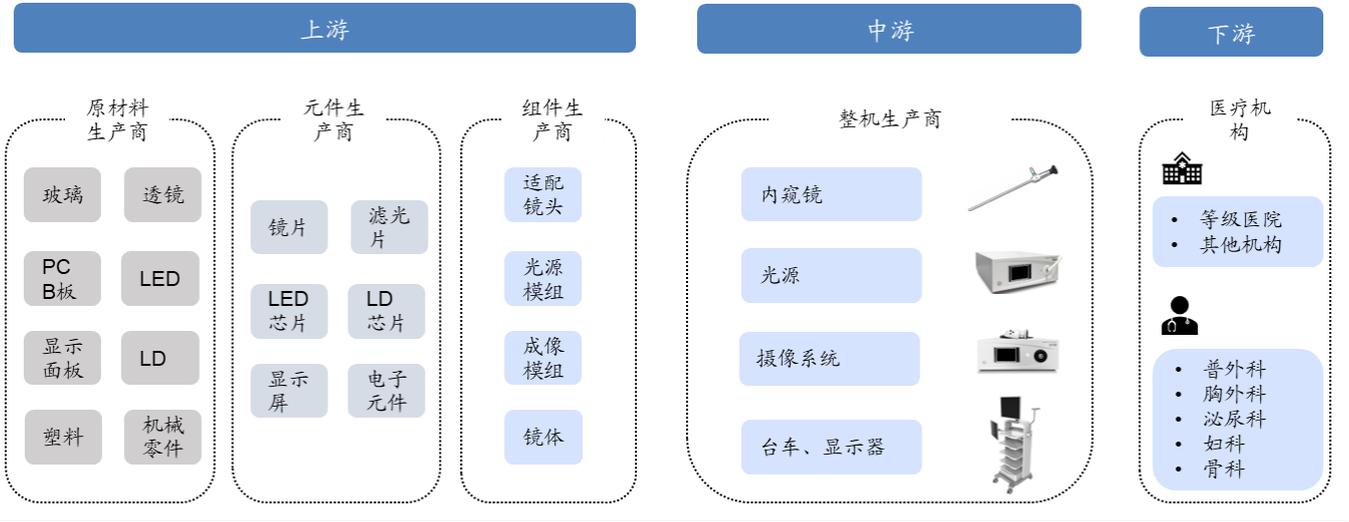
内窥镜医用内窥镜是一种集光学、人体工程学、精密仪器、现代电子、数学、软件等技术于一体的多学科系统。硬镜主要由主机(图像处理器、光源、台车及显示器)、镜体(腹腔镜、胸腔镜等)组成。

目前国内硬镜供应链已经具备一定产业基础。我国内窥镜微创医疗器械已逐渐从完全依赖进口、模仿改制向学习创新、深度合作方向发展, 但行业的整体技术水平及产业化进程仍落后于发达国家, 内窥镜行业在我国仍属于新兴行业。目前, 我国大部分医用内窥镜生产企业已经具备低端医用内窥镜产品生产与研发能力, 部分大型企业在终端医用内窥镜市场占据一定份额, 少数企业在部分医用内窥镜细分领域的高端市场实现了零的突破。

(1) 上游: 包括原材料提供商如玻璃、透镜、PCB 板等原材料, 其次是元件生产商和组件生产商, 相对而言, 原材料供应商产品种类趋同、价格差异不大, 元件生

产商和组件生产商的生产技术壁垒较高。(2) 中游：整机设备生产商。上游供应商较多，部件可分离，集成难度较低，因此大多中游整机厂商将侧重点投放于主机的图像处理功能（如荧光处理，3D，ISP 处理智能分析等）以及显示器分辨率（例如 4K）。(3) 下游：医疗机构。

图表 19 硬镜产业链图示



资料来源：海泰新光招股说明书，华安证券研究所

硬镜的工作原理是：冷光源所发出的光经镜体的导光通道导入受检体腔内，反射光经镜体内的光学透镜组导出体外，图像传感器将接收到的反射光转换成电信号，再由图像处理器对图像信号进行算法后处理，在监视器上显示出腔内图像，因此硬镜设备的核心主要在光学、摄像和图像处理器。目前关键的零部件国内均有企业突破。

(1) 光学硬镜是由机械系统、光学系统和导光系统三部分结构组成，其中光学系统是基础，由物镜、柱状光学镜片以及目镜组成。物镜决定了内窥镜的视角和视野，并负责采集图像；透镜镜组负责传输图像，目镜放大图像并通过眼罩传出图像。

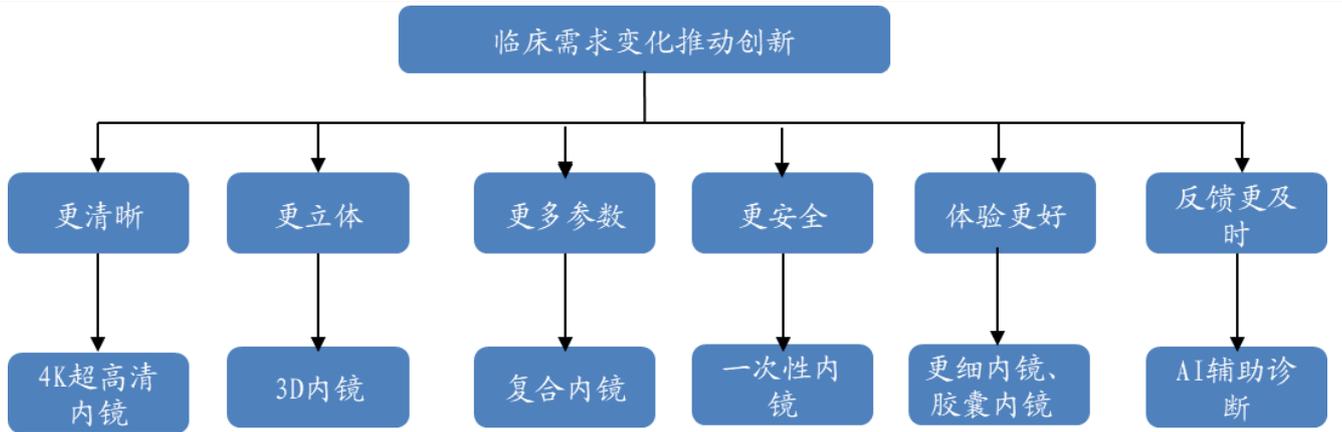
镜体的壁垒主要在于光学工艺和精密制造，例如物镜玻璃和金属镜管之间的密封程度，即决定了内窥镜的寿命，是用胶水焊接还是通过金属材料紧密焊接（如 Au 金焊、银或锡）。镜体的制造步骤目前多还是人工完成，对熟练工人的依赖也较大，简单模仿并不能完全达到进口镜体水平。

(2) 得益于半导体基础工业的发展，CMOS 图像处理芯片被更多地应用于内窥镜图像设备，用于将光电信号处理为模拟电信号。2019 年韦尔股份收购豪威科技，使得国内企业与海外企业在 CMOS 技术研发差距缩小。2018 年澳华内镜、开立医疗先后推出的 AQ-200、HD-550 均采用 CMOS 传感器，国内一次性内窥镜企业新光维医疗 2019 年获批的“4K 超高清内窥镜摄像系统”，使用的也是 4K 超高清 CMOS 传感器。

(3) ISP 图像算法主要作用是对前端图像传感器输出的信号做后期处理，主要功能有线性纠正、噪声去除、坏点去除、内插、白平衡、自动曝光控制等，依赖于 ISP 才能在不同的光学条件下都能较好的还原现场细节，ISP 技术在很大程度上决定了摄像机的成像质量。ISP 算法是摄像系统的核心，但光学成像技术是前提，只有光学成像技术达到主流，产品才具有初步竞争力。

目前国产的硬镜中，多数厂商仍以白光为主，荧光内镜厂商数量较少，主要有欧谱曼迪、新泰新光和迈瑞医疗，销售规模相对较大的为迈瑞医疗和欧谱曼迪两家。迈瑞医疗 2022 年年报披露公司硬镜系统增速超过 90%，硬镜仍保持快速增长。可以预期的是，未来国产厂商加速研发，医工合作更密切，打造产品差异化功能，产品性能向对医生和患者更友好研发，如对医生更清晰、更立体（三维）更多参数的影像；对患者更安全、无痛、及时反馈的内窥镜诊断及治疗。

图表 20 临床需求变化推动内窥镜创新



资料来源：Frost & Sullivan，华安证券研究所

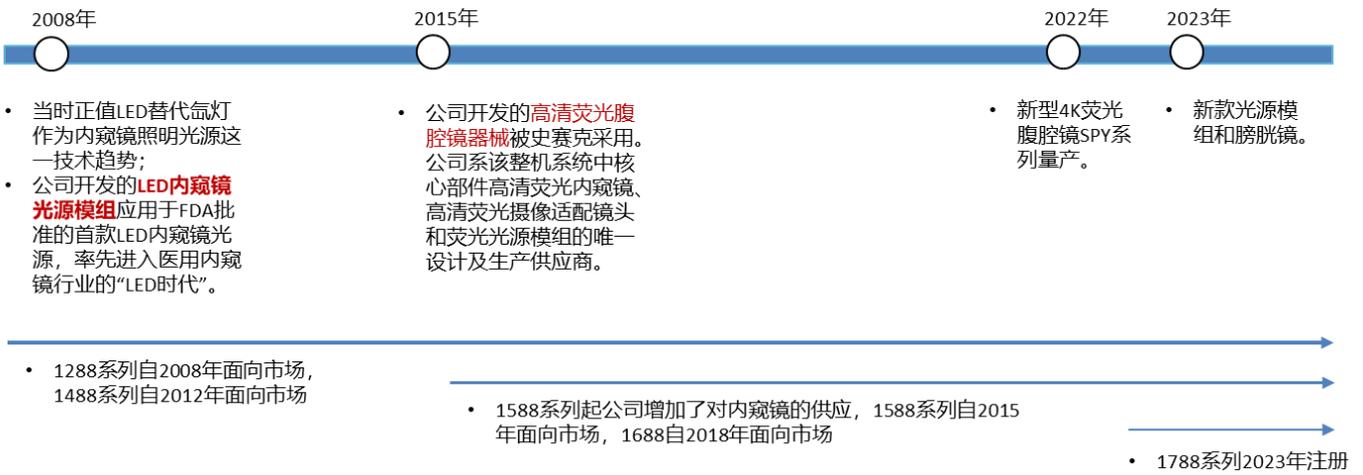
3 公司聚集光学技术，创新基因强大，业务范围不断拓展

3.1 与史赛克合作牢固，供应链份额占比有望持续提升

公司与史赛克的合作自 2008 年，迄今约 15 年，关系牢固。公司参与了美国史赛克从 2008 年以来的历代内窥镜系统核心光学部件的研发和量产，包括历代整机系统中的光源模组、荧光腹腔镜以及适配镜头等。公司的核心技术已经深深融入到了史赛克的内窥镜整机产品中，双方形成了长期稳固的合作关系。

2008 年最开始公司只是提供 LED 内窥镜光源模组；2015 公司自主研发的高清荧光腹腔镜器械被史赛克所采用，应用于其在全球推出的首款高清荧光腹腔镜（“荧光+白光”两用腹腔镜）整机系统，公司系该整机系统中核心部件高清荧光内窥镜、高清荧光摄像适配镜头和荧光光源模组的唯一设计及生产供应商。2022 年，公司针对美国市场开发的 12 款新型 4K 荧光腹腔镜顺利量产，2023 年下半年公司针对美国市场开发的新款光源模组和膀胱镜预计也实现量产。

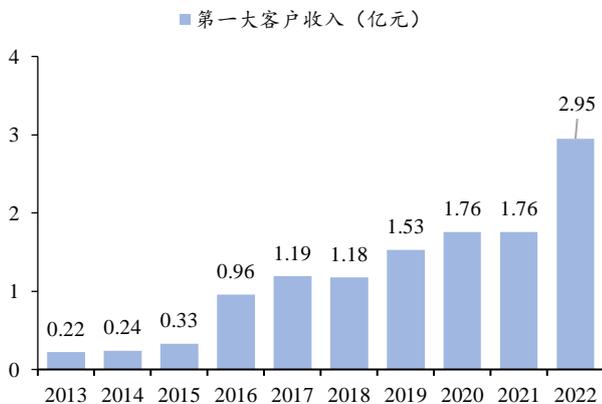
图表 21 公司与史赛克的合作历程



资料来源：海泰新光官网，史赛克公司官网，FDA，华安证券研究所

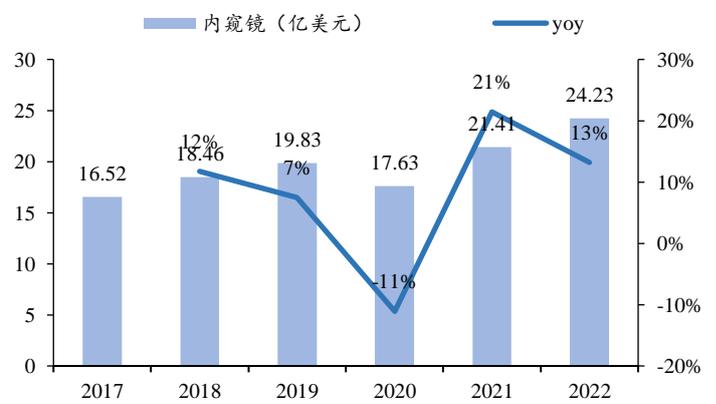
公司与史赛克之间的收入也从 2013 年的 0.22 亿元，增长到 2022 年的 2.95 亿元，2013-2022 年复合增速达到 33.43%。2022 年史赛克内窥镜板块收入约 24.23 亿美元，史赛克公司整体毛利率约在 62.76%，我们假设其内窥镜板块毛利率与史赛克公司整体水平相同，人民币与美元汇率取 2022 年平均汇率 6.7261，海泰新光 2022 年在史赛克的供应链体系中占比约为 4.86%。

图表 22 海泰新光与史赛克收入情况 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 史赛克内镜收入情况 (单位: 亿美元)



资料来源：史赛克公司年报，华安证券研究所

未来我们预计公司在史赛克的供应链份额占比中会越来越来大，增长主要来源：
 (1) 与史赛克共同研发新机型，新的镜体、光源实现量产，且通常新产品的价值量也会更大；
 (2) 原供应商遇到交付等问题，海泰新光借机实现替代；
 (3) 与美国史赛克合作整机代工业务。

3.2 公司不断创新，产业链价值跃迁，整机成为第二增长曲线

我们认为除了过去公司和史赛克长期合作，产品经过史赛克严格的 ODM 准入体系筛选以及海外市场终端用户使用的检验，产品质量、生产工艺有保证外，公司在产品创新方面也有较深的积淀，公司一直有较强的创新基因。公司 2021 年评选为

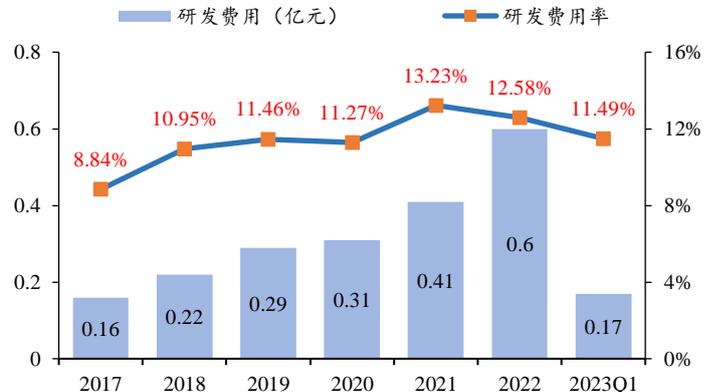
国家级专精特新“小巨人”企业，常年研发费用率超过 11%，保持着较高强度的研发支出。2022 年公司研发团队中共有研发人员 127 名，占公司人数的 14.87%，研发费用约 0.60 亿元，研发费用收入占比约为 12.58%。

图表 24 公司技术人员占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所
注：技术人员包括研发人员

图表 25 公司研发费用情况 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司成立以来一直聚焦光学和微创医疗器械技术，能力圈一直在拓展，积累了光学、精密机械、电子和数字图像的复合技术，形成了内窥镜、光源、摄像系统、核心光学模组及零部件的设计开发、工艺实现、生产制造和质量检验的垂直整合能力，为公司从核心零部件到整机系统的长期发展战略提供技术基础。

2018 年以来公司在国内布局自有品牌产品，在内窥镜产品方面，从荧光腹腔镜扩展到白光腹腔镜、胸腔镜、关节镜、宫腔镜、3D 腹腔镜等，产品应用由普外科向妇科、泌尿科、骨科等科室覆盖。公司内窥镜方面也一直创新，2022 年公司获得了 1 款共聚焦显微影像仪的注册证和生产许可，共聚焦显微影像仪与消化道和呼吸道内窥镜配合使用，在人体体内实现细胞级（5 微米）的图像识别，有利于在术中识别早期肺癌肿瘤细胞。

摄像系统方面，公司 1080P 高清摄像系统、4K 超高清摄像系统均已获批。2022 年公司第一代 4K 荧光内窥镜系统已经投放临床并开始实现销售，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。4K 除雾摄像系统已于 2023 年 2 月获得了产品注册。公司除雾功能是目前行业里唯一采用光学除雾的整机，通过光源以及镜头的独特设计，使得镜头达到 35 摄氏度，跟人体体温一致，较行业里常见的喷涂化学物质或电加热除雾的方法更有效、更安全，有效缩短医生的手术时间。

图表 26 公司旗下整机情况

型号	获证时间	主要市场	搭载技术平台
1080P 荧光摄像系统	2021 年 9 月	基层医院	OV 平台
4K 荧光摄像系统	一代机于 2022 年 3 月获证	二级医院	IV 平台
	二代机预计 2023 年 8 月获证		
4K 除雾+荧光系统	N700 于 2023 年 2 月获证	三级医院	IV 平台

资料来源：公司公告，华安证券研究所

未来公司也会持续升级核心产品，并在相关技术上做了储备。公司已经注册的 1080P 高清和 4K 超高清摄像系统是基于已有的专业图像处理单元 ISP，在后端构建图像处理平台以补充和完善医学影像的算法。为了全面掌握图像处理算法，公司开展了更为底层、基础的算法研究，作为下一代摄像系统甚至智能化医疗设备开发的技术储备，如以 FPGA 处理器为核心的 CMOS 成像自动调焦技术、3D 荧光内窥镜摄像技术。

图表 27 公司旗下内窥镜相关产品研发情况

序号	项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
1	超长腹腔内窥镜的开发	已实现量产	实现 4K 分辨率白光/荧光图像，匹配超高清/荧光摄像系统	肥胖人员微创手术诊断
2	4K 超高清荧光胸腔镜、关节镜宫腔镜的开发	胸腔镜已于 2023 年 4 月 6 日取得注册证，关节镜和宫腔镜正在进行注册检验	实现 4K 分辨率白光/荧光图像，匹配超高清/荧光摄像系统	用于超高清/荧光心脏搭桥等胸腔外科手术、超高清微创手术
3	自动除雾内窥镜系统	一款摄像系统已于 2023 年 2 月 13 日取得注册证	解决内窥镜手术过程中由于人体内外的温差造成的内窥镜起雾现象	所有内窥镜微创手术
4	3D 腹腔镜的开发	正在进行注册检验	实现白光/荧光 3D 成像，匹配超高清 3D 荧光摄像系统	3D 内窥镜微创手术
5	基于荧光的内窥镜系统及外视系统的研发与应用	两款摄像系统和两款光源正在注册检验，一款内窥镜荧光摄像系统已取得注册证和生产许可，用于外视系统的 LED 手术照明灯已完成备案	开发具备自动除雾功能的 4K 荧光除雾腹腔镜系统、新一代可实现白光和荧光同时成像的 4K 3D 超清腹腔镜系统、搭载白光和荧光功能的手术外视系统	所有内窥镜微创手术及外视手术
6	医用多片式 CMOS 模组及专用图像处理模组的研发及产业化	已完成原理样件搭建、工艺验证及软件模块的开发	完成高速并行医用 CMOS 专用图像处理通用硬件模块、算法及软件的 FPGA 实现	用于内窥镜摄像系统

资料来源：公司公告，华安证券研究所

多层渠道推广整机，2024 年有望开启自主品牌全国销售。公司过往主要的销售模式是直销史赛克，因此公司在国内的经销渠道铺设并不完善，公司目前共采用了三条销售渠道，其中与国药新光和中国区史赛克并非完整意义上的整机销售，公司更多还是提供零部件为主，由国药新光和中国区史赛克分别组装成硬镜整机系统对外销售。

(1) 与国药器械成立合资公司国药新光：公司 2021 年 12 月公告，海泰新光和国药器械设立国药新光，公司持股 49%，由国药器械主要负责对国药新光内窥镜系统进行销售。海泰新光一方面提供摄像模组、光源模组等部件，另一方面也有一定的投资收益参与利润分配。公司 2023 年 3 月公告，随着国药新光销售体系与销售渠道的完善，预计 2023 年国药新光内窥镜销售数量将有大幅增长，从海泰新光采购部件数量相应大幅增加，关联交易额约 2100 万元。

(2) 与中国史赛克合作：预计公司第二代 4K 荧光摄像系统 2023 年第三季度获批后，会通过中国史赛克品牌进行销售，核心部件例如镜体、光源和摄像系统由海泰新光提供，另外显示器、台车等手术器械由史赛克自行装配，中国史赛克以打包价采购整机核心部件。

(3) 自主品牌销售团队：公司第一代 4K 荧光内窥镜系统已经投放临床并开始实现销售，2022 年共售出 9 台（其中 7 台系中国史赛克销售团队售出，2 台由公司售出）。4K 除雾+荧光内窥镜系统目前也已投放临床使用，待公司第二代 4K 荧光内

窥镜系统获批上市后，公司也会在全国范围内招募经销商。公司三款整机系统，1080P 整机系统针对基层医院，第二代 4K 荧光整机系统针对二级医院，4K 除雾+荧光整机系统针对三级医院，各有侧重。

而且，公司成立了山东医用光学协会，对基层的医生进行远程手术培训指导。公司的 CV 平台配有远程系统使二级医院与三甲医院进行连接并得到远程手术支持，主任医师可实时监控及培训多台手术，大幅提升培训效率。

3.3 积极拓展光学下游应用，工业激光和生物识别想象空间大

在光学领域，公司以光学设计、光学加工、光学镀膜、光学集成和检测等技术能力为基础，为医用光学、工业激光和生物识别等应用提供光学产品和光学器件，产品包括牙科内视和 3D 扫描模组、荧光滤光片、美容机滤光片，激光准直镜、聚焦镜、扫描镜，PBS、NPBS，掌纹仪、指纹仪、掌静脉仪等。

公司主要涉及光学产品的产业链中游市场，光学产品产业链的中游包括光学器件和组件等生产厂商，其采用上游原、辅材料制造镜片、滤光片等光学器件或生产镜头等光学组件。该部分器件为下游应用光学产品的主要原材料，与光电技术紧密结合，具有核心技术门槛。

图表 28 公司旗下光学器件产品

产品名称		产品简介及用途
医用光学产品	牙科内视镜模组	作为牙科设备的部件，用于牙科检查或手术中牙齿轮廓的成像，由红外光学成像部分和单晶片红外 CMOS 组成，可以红外成像，图像通过数据线传输到电脑中进行处理和显示。
	荧光滤光片	用于配套以生化分析仪、荧光显微镜、流式细胞仪为代表的荧光分析和探测设备，将激发光和环境杂光过滤干净，只让需要的荧光光谱通过，从而通过探测器探测荧光图像或荧光能量。不同的激发光源和荧光试剂对应的产品规格不同。
	美容机滤光片	用于配套脱毛、光子嫩肤等美容机设备，截止掉不需要的短波光谱，让长波光谱以特定的频率和能量照射皮肤，在光能的刺激下逐渐改善毛囊结构，从而起到脱毛或嫩肤的作用。
工业及激光光学产品	准直镜/聚焦镜/扫描镜/PBS/NPBS	将光纤激光器发出的激光进行准直、聚焦等光束整形，将激光能量聚焦在一个很小的光斑范围内，通过聚集激光的能量对金属进行焊接或者切割等加工。
生物识别产品	掌纹仪	在一台设备上实现对单指平面/滚动、指尖滚动、四连指、掌纹、侧掌纹等各种类型指掌纹的一体化采集，主要用于公安系统和司法系统对重点人员的指掌纹采集，通过了公安部 GA 认证。
	指纹仪	产品可以实现对单指指纹的采集和人员指纹的比对和身份认证，符合中国公安部 GA/T 1011-2012 标准和 FBI Mobile ID FAP20 标准。主要出口国外，用于政府选举和人员管理。
	掌静脉仪	产品可以实现对手掌静脉的识别和对比，可以用于活体检测、非接触使用、安全性好、识别率高，可集成到各种行业智能终端

资料来源：公司公告，华安证券研究所

医用光学领域，公司 2021 年开启了牙科口扫类产品的研发，2022 年实现量产，

而且公司在 IVD 领域也与丹纳赫等跨国医药企业建立合作关系，为其荧光显微镜、生化分析仪、流式细胞仪等诊断设备提供荧光滤光片等光学产品，也与丹纳赫公司探讨显微镜代工业务。

工业激光领域，公司提供各类激光光学器件，包括激光透镜部件、组合棱镜器件及平面光学器件，下游终端客户较多，主要应用方向为光纤激光器，可用于工业材料的切割、焊接等。Strategies Unlimited 数据显示，2018 年全球激光器市场规模约 137.5 亿美元，2009-2018 年的年复合增长率为 11.14%。其中，主要应用于工业中材料加工的为光纤激光器，近年来迅速增长，2018 年销售额达到 26 亿美元。2022 年公司工业激光产品伴随客户切入新能源领域，下游应用空间十分广阔。

生物识别是提取个体生理特征或个人行为特点（包括指纹、人脸、虹膜、静脉、声纹、行为和 DNA 等），并将这些生物特征与同数据库中存储的模板数据进行比对，完成身份识别过程。根据国际生物特征识别集团报告数据，2018 年全球生物识别市场的规模达到约 142.3 亿美元。其中，指纹识别在生物识别技术结构中所占的份额最高，达到 56.5%，人脸识别、虹膜识别、语音识别和其他识别技术如静脉识别等占比分别为 16.8%、5.1%、4.8%和 16.8%。

2021 年公司全资子公司发布了新品掌静脉模组，是公司开拓生物识别业务的拳头产品，公司对其未来空间也抱有很高的预期。掌静脉识别是根据手指或手掌血液中的血红蛋白有吸收红外线光的特质来进行静脉识别，掌静脉识别为非接触性识别，且精准度高极难伪造，速度高稳定性好，未来有望代替指纹识别。公司的下游客户为系统集成厂家，公司目前就掌静脉模组产品与轨道交通、金融支付与汽车行业的相关公司进行技术及商务的深度对接。

2022 年公司光学产品收入 10,997.65 万元（同比增长 34.28%），占主营业务收入 23.10%（2021 年占比 26.45%），2013-2022 年的 CAGR 达到 18.43%。我们预计随着公司下游市场的发展，公司光学器件业务整体仍保持高速增长。

图表 29 公司光学产品收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 公司光学产品毛利率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 公司盈利预测与估值

4.1 公司业绩拆分与估值对比

收入预测:

(1) 高清荧光内窥镜业务: 高清荧光内窥镜器械主要包括荧光内窥镜镜体、荧光光源模组、适配镜头和配件, 业务线大部分订单来自美国史赛克, 其中荧光内窥镜镜体也面对中国整机厂商进行售卖。受益于史赛克荧光内窥镜产品不断迭代更新及旺盛需求, 我们预计 2023-2025 年该板块仍保持稳步增长, 收入增速分别达 19%/23%/23%。

(2) 内窥镜器械维修: 除着存量内窥镜设备增多, 公司的维修费用快速增长, 而且公司不仅维修自产的设备也维修市场上其他品牌的设备, 我们预计 2023-2025 年内窥镜器械维修收入仍将保持高速增长, 收入增速分别达到 60%/60%/60%。

(3) 高清白光内窥镜器械: 内窥镜硬镜行业正在经历白光向荧光的过渡, 预计 2023-2025 年收入增长保持中低速水平, 我们预计分别为 15%/15%/15%。

(4) 内窥镜整机: 公司自上游切入中游整机赛道, 2023 年通过三条渠道向市场正式投放整机设备。结合海泰新光的关联交易额、中国史赛克的销售样机预订数量以及公司自主品牌销售渠道的搭建, 我们预计 2023 年公司整机业务收入将达到 5700 万元, 2024-2025 年的预期收入增速分别为 121%/38%。

(5) 光学产品: 光学产品增长主要受益于体外诊断、医美激光设备、工业激光、生物识别等行业需求旺盛, 预计保持稳步增长趋势, 预计 2023-2025 年收入增速分别为 44%/30%/30%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 年收入端有望分别实现 6.57 亿元、8.91 亿元、11.56 亿元, 收入实现快速增长, 同比增速分别为 37.8%、35.6%和 29.7%, 归母净利润预计 2023-2025 年分别实现 2.27 亿元、3.27 亿元和 4.24 亿元, 同比增速分别为 24.5%、43.9%和 29.7%。

图表 31 收入预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	309.67	476.77	656.91	890.95	1,155.79
yoy	12.5%	54.0%	37.8%	35.6%	29.7%
毛利		30771%	428.39	576.48	752.10
毛利率(%)	63.49	64.35	65.21	64.70	65.07
医疗器件	227.72	362.26	441.90	559.54	714.76
yoy	13%	59%	22%	27%	28%
总收入占比	73.54%	75.98%	67.27%	62.80%	61.84%
毛利率(%)	68.70	70.18	70.41	70.62	70.87
毛利		254.24	311.16	395.15	506.56
 高清荧光内窥镜器械	194.09	312.85	371.77	457.59	563.45
yoy	16%	61%	19%	23%	23%
占比(医疗器件)	85%	86%	84%	82%	79%
毛利率(%)	68.10	69.60	69.60	69.60	69.60
 内窥镜器械维修服务	18.72	29.58	47.32	75.72	121.15
yoy	33%	58%	60%	60%	60%
占比(医疗器件)	8%	8%	11%	14%	17%
毛利率(%)	77.00	77.00	77.00	77.00	77.00
 高清白光内窥镜器械	14.91	19.83	22.80	26.23	30.16
yoy	-28%	33%	15%	15%	15%
占比(医疗器件)	7%	5%	5%	5%	4%
毛利率(%)	66.50	70.00	70.00	70.00	70.00
光学器件	81.90	110.00	158.00	205.40	267.02
yoy	13%	34%	44%	30%	30%
总收入占比	26.45%	23.07%	24.05%	23.05%	23.10%
毛利率(%)	48.98	45.34	45.34	45.34	46.34
毛利		49.87	71.64	93.13	123.74
整机业务		4.50	57.00	126.00	174.00
yoy				121%	38%
总收入占比		0.01	8.68%	14.14%	15.05%
毛利率(%)		80.00	80.00	70.00	70.00
毛利		3.60	45.60	88.20	121.80
其他业务收入	0.06	0.01	0.01	0.01	0.01
yoy	-91%	0%	-	-	-
总收入占比	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	86.36	4.72	4.72	4.72	4.72
毛利		0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: IFind, 华安证券研究所测算

可比公司估值

公司主营为光学内窥镜零部件供应、内窥镜整机销售、光学产品销售等,是医用成像器械领域龙头企业,基于公司业务属性(目前收入来源主要为行业大客户提供

核心零部件), 我们选取同为在内窥镜领域以自有品牌为主的迈瑞医疗、开立医疗, 以及同为医用设备零部件供应商的美好医疗、奕瑞科技共 4 家公司作为可比公司。截至 2023 年 7 月 14 日, 可比公司 2023 年 PE 水平约为 35 倍, 公司目前对应仅在 29 倍。

图表 32 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)		
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
迈瑞医疗*	300760.SZ	3,654.90	96.07	116.84	141.13	171.77	31.28	25.90	21.28
奕瑞科技	688301.SH	281.78	6.41	8.55	11.13	13.99	32.96	25.32	20.14
开立医疗*	300633.SZ	210.24	3.70	4.90	6.31	8.08	42.91	33.32	26.02
美好医疗	301363.SZ	174.01	4.02	5.24	6.77	8.74	33.21	25.70	19.91
平均							35.09	27.56	21.84
海泰新光*	688677.SH	65.39	1.83	2.27	3.27	4.24	28.77	20.00	15.42

资料来源: IFind, 华安证券研究所

注: **市场选取 2023 年 7 月 14 日收盘市值水平, *为华安证券覆盖标的

4.2 投资建议: 从零部件商拓展成为整机生产商, ODM 业务稳定增长, 自主品牌整机业务增长弹性大, 首次覆盖

微创外科手术渗透率持续提升, 推动硬镜行业保持较高的景气度。临床上微创手术的占比越来越高, 对腹腔镜、胸腔镜等硬镜的需求越来越高。根据 Frost & Sullivan, 2021 年中国微创外科手术数量达 15.7 百万台, 同比增长 18.9%, 微创外科手术渗透率约 14.20%, 还有较高增长的空间。

硬镜行业国产化率低, 进口替代空间大。2019 年中国硬镜市场规模约 65 亿元, 2015-2019 年复合增速约 13.8%, 远高于全球 5.2% 的增速水平。根据 Frost & Sullivan 预测, 2024 年预计中国硬镜市场规模将达到 110 亿元, 2019-2024 年 CAGR 保持在 11% 左右。当前中国硬镜尚处于蓝海阶段, 尚未有大型的龙头公司, 国产化率在 10-15% 之间, 随着公立医院对国产品牌的认可度提升, 以及国产品牌的不断迭代, 国产品牌未来将占据更大的市场份额。海泰新光利用自身底层技术优势和零部件生产线占据先发优势, 整合全产业链, 入局整机市场, 在未来广阔的国产替代空间中也将会分得一席之地。

海泰新光拥有扎实的光学技术, 从硬镜零部件切入整机系统, 价值链实现跃迁, ODM 业务为公司贡献稳定的业务增长, 整机逐渐放量为公司提供业绩增长弹性, 未来成长轨迹可见性高。(1) 公司 ODM 业务与大客户史赛克保持紧密合作, 深度参与了 2008 年以后史赛克各代机型的迭代, 目前正在参与 1788 系列整机相关部件的研发。公司与史赛克之间的收入也从 2013 年的 0.22 亿元, 增长到 2022 年的 2.95 亿元, 2013-2022 年复合增速达到 33.43%。随着更多新产品的落地, 我们预计公司未来在史赛克的供应链体系中将会占据更大的市场份额。(2) 公司入局整机业务, 凭借扎实的进口品牌供应链品质和公司强大的创新基因, 公司在差异化功能上独具特色, 光学除雾的功能设计以及共聚焦显微内镜增强公司产品的竞争力。而且在渠道方面, 公司搭建三类渠道来推广公司整机系统, 我们预计 2024 年公司自主品牌的整机系统将会在全国范围内销售, 增长可期。(3) 公司底层光学技术扎实, 横向拓展能力强, 下游光学应用场景多元, 包括医美、IVD、工业焊接、生物识别等, 广阔的下游应用也有利于公司保持快速成长, 持续增强在光学领域的竞争力。

我们预计公司 2023-2025 年收入端有望分别实现 6.57 亿元、8.91 亿元、11.56 亿元，收入同比增速分别为 37.8%、35.6%和 29.7%，归母净利润预计 2023-2025 年分别实现 2.27 亿元、3.27 亿元和 4.24 亿元，利润同比增速分别为 24.5%、43.9%和 29.7%。2023-2025 年对应的 EPS 分别约 1.87 元、2.69 元和 3.49 元，对应的 PE 估值分别为 29 倍、20 倍和 15 倍，考虑到公司硬镜产品行业领先，在光学技术积累深厚，从零部件进军整机系统，未来在国产替代浪潮中有望取得一定市场份额，首次覆盖，买入评级。

风险提示：

整机商业化推进不及预期风险。
与大客户史赛克订单金额波动风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	918	1023	1300	1627	营业收入	477	657	891	1156
现金	636	798	814	1201	营业成本	170	229	314	404
应收账款	114	103	207	194	营业税金及附加	4	6	8	11
其他应收款	0	1	1	2	销售费用	16	21	29	38
预付账款	7	7	10	13	管理费用	42	72	89	116
存货	138	93	244	189	财务费用	-13	-3	-16	-16
其他流动资产	23	20	24	28	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	475	584	739	855	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	391	504	661	778	营业利润	206	256	368	477
无形资产	31	30	29	28	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	28	26	24	24	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1394	1607	2039	2482	利润总额	205	256	368	477
流动负债	167	155	261	282	所得税	24	30	43	55
短期借款	0	0	0	0	净利润	182	226	325	422
应付账款	60	43	107	85	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	107	112	155	197	归属母公司净利润	183	227	327	424
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	202	296	411	528
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.10	1.87	2.69	3.49
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	171	159	265	286					
少数股东权益	3	2	1	-1					
股本	87	122	122	122					
资本公积	692	657	657	657					
留存收益	441	668	995	1419					
归属母公司股东权	1219	1447	1774	2198					
负债和股东权益	1394	1607	2039	2482					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	104	314	229	570	成长能力				
净利润	182	226	325	422	营业收入 (%)	54.0%	37.8%	35.6%	29.7%
折旧摊销	15	43	59	67	营业利润 (%)	54.0%	24.0%	43.9%	29.7%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	55.1%	24.5%	43.9%	29.7%
投资损失	-5	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-88	45	-155	81	毛利率 (%)	64.3%	65.2%	64.7%	65.1%
其他经营现金流	272	181	480	341	净利率 (%)	38.3%	34.6%	36.7%	36.7%
投资活动现金流	-126	-152	-213	-182	ROE (%)	15.0%	15.7%	18.4%	19.3%
资本支出	-102	-153	-214	-183	ROIC (%)	13.4%	15.2%	17.4%	18.4%
长期投资	-34	1	1	1	偿债能力				
其他投资现金流	10	0	0	0	资产负债率 (%)	12.3%	9.9%	13.0%	11.5%
筹资活动现金流	-71	0	0	0	净负债比率 (%)	14.0%	10.9%	14.9%	13.0%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	5.49	6.61	4.98	5.77
长期借款	-17	0	0	0	速动比率	4.56	5.89	3.96	5.02
普通股增加	0	35	0	0	营运能力				
资本公积增加	10	-35	0	0	总资产周转率	0.37	0.44	0.49	0.51
其他筹资现金流	-65	0	0	0	应收账款周转率	5.39	6.03	5.75	5.77
现金净增加额	-87	162	16	387	应付账款周转率	3.82	4.45	4.21	4.21
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.10	1.87	2.69	3.49
					每股经营现金流	0.86	2.58	1.88	4.68
					每股净资产	14.02	11.89	14.58	18.07
					估值比率				
					P/E	53.81	28.77	20.00	15.42
					P/B	8.06	4.52	3.69	2.98
					EV/EBITDA	45.50	19.48	13.99	10.15

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 李婵, 覆盖医疗器械和 IVD 板块。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。