

海泰新光(688677)

报告日期: 2023年08月28日

业绩低于预期, 长期确定性仍在

——海泰新光 2023H1 点评报告

投资要点

2023年8月28日, 公司披露2023年半年报, 2023H1营业收入2.68亿元, 同比增长36%; 归母净利润0.89亿元, 同比增长12%; 扣非归母净利润0.86亿元, 同比增长17%。其中二季度收入1.19亿元, 同比增长16%; 归母净利润0.41亿元, 同比下滑7%; 扣非归母净利润0.39亿元, 同比下降1%。股份支付和对联营企业投资损失的影响较大, 利润增速低于收入增速。

□ 成长性: 史赛克新订单节奏放缓, 不影响长期增长确定性

(1) 内窥镜收入持续增长, 短期波动不影响长期收入增长确定性。2023H1公司医用内窥镜器械收入2.11亿元, 同比增长46.3%, 主要是因为客户需求增加, 公司产能逐步释放, 我们认为2022年新签订单在2023年有望持续发货, 拉动2023全年收入的持续高增长; 根据公司中报数据, 史赛克新一代内窥镜系统有望三季度末正式批量上市, 拆分公司收入, 我们发现, 公司在2016、2019、2022年收入均实现较高的同比增长, 分别对应史赛克新一代产品放量, 我们认为2023年史赛克1788新品供货亦有望带动公司收入的高增长。同时, 针对国际政策变动的风险, 根据公司中报, 公司已启动泰国建厂计划, 并于2023年8月9日注册完成, 正在进行厂房装修等事宜; 公司针对史赛克的新一代宫腔镜下半年试生产, 明年有望量产; 公司也积极进行国内渠道的拓展, 下半年有望完成关节镜、宫腔镜、腹腔镜的国内注册并以此扩大国内市场内窥镜的销售, 我们认为, 公司在内窥镜光源、镜体制造生产端长期积累, 有较高技术壁垒, 且与核心客户粘性持续加强, 随公司国内海外需求的持续增长, 长期收入增长确定性仍可期待。(2) 横、纵向拓展打开成长天花板。纵向拓展至整机, 多款获批产品有望在2023年贡献收入。2022年, 公司第一代4K荧光内窥镜商业化; 4K除雾内窥镜系统于2023年2月获批; 第二代4K荧光内窥镜也已于2022年年底提交注册检验, 根据公司2022年报, 公司预计2023年有望获批, 公司山东区域已建成7个针对整机的营销网络中心, 覆盖山东省内大部地市级和区县医疗机构, 2022年公司销售人员数量由27人提升至39人, 同时公司与国药新光、史赛克等合作进行整机推广。我们认为, 公司2022年获批/完成样机验证的产品有望在2023年贡献收入, 构建收入新增长曲线; 横向拓展至光学板块, 合作持续深化有望拉动收入持续高增长。2022年公司加深与丹纳赫的显微镜合作项目、掌静脉的应用等, 我们认为随下半年光学板块渠道拓展与新品放量, 该板块2023收入或仍能实现较高增长。

□ 盈利能力: 汇率波动、股份支付等影响, 2023年净利率或略降

(1) 毛利率或仍可维持较高水平。2023H1公司毛利率64.1%, 同比下降1.7pct。我们认为毛利率变动的主要原因为①公司内窥镜产品梯度报价, 随供货量提升单价下降, 另外汇率波动也会对单价造成一定影响; ②量产及技术调整有望带来成本下降。我们认为, 随单价变动, 2023年公司毛利率或将稳中略降, 但仍有望维持在64%左右的较高水平。(2) 股权支付费用、折旧等影响, 净利率或有较大降幅。2023H1公司净利率32.7%, 同比下降7.7pct, 主要为股权支付费用、联营企业投资损失等影响, 根据公司公告, 2023年股权激励费用摊销或为3408.28万元, 或将对公司利润造成较大影响; 另外, 公司整体推广或将带来部分销售费用的提升; 2022年公司二期厂房建设, 固定资产由2021年的1.29亿元提升至2022年的3.91亿元, 将带来折旧费用的提升, 2023年净利率或有较大幅度下降, 但基于公司比较强的产业链定价能力, 全年净利率或仍可维持较高水平。

□ 盈利预测及估值

综合上述假设, 我们认为公司2023-2025年营业总收入分别6.22/7.82/9.78亿元, 分别增长30.45%、25.64%、25.19%; 归母净利润分别为2.08/2.77/3.46亿元, 分

投资评级: 增持(维持)

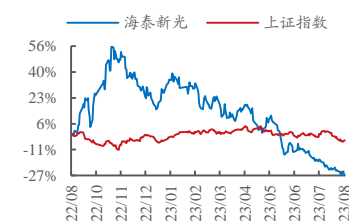
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
 执业证书号: S1230523080006
 siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥46.01
总市值(百万元)	5,596.54
总股本(百万股)	121.64

股票走势图



相关报告

- 《2023年收入高增长有望持续》2023.04.21
- 《三季度业绩快速增长, 全年增速有望提升——海泰新光点评报告》2022.10.21
- 《史赛克订单持续增长, 全年收入高增长可期——海泰新光点评报告》2022.08.26

别同比增长 14.10%、33.15%、24.80%，对应 EPS 分别为 1.71/2.28/2.85 元，对应 2023 年 27 倍 PE，维持“增持”评级。

- **风险提示：** 史赛克营收波动的风险；整机销售不及预期的风险；国际环境及汇率波动的风险；研发不及预期的风险；政策变动的风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	476.82	622.01	781.51	978.37
(+/-) (%)	53.97%	30.45%	25.64%	25.19%
归母净利润	182.57	208.30	277.36	346.14
(+/-) (%)	55.07%	14.10%	33.15%	24.80%
每股收益(元)	2.10	1.71	2.28	2.85
P/E	54	27	20	16

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	918	1068	1336	1723
现金	636	776	948	1225
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	118	130	174	221
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	7	7	9	12
存货	138	141	192	250
其他	19	14	13	15
非流动资产	475	567	626	640
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25
固定资产	391	457	493	501
无形资产	31	29	27	25
在建工程	7	30	48	62
其他	21	27	33	27
资产总计	1394	1635	1962	2363
流动负债	167	137	187	243
短期借款	0	0	0	0
应付款项	60	62	83	109
预收账款	1	0	0	0
其他	106	75	104	134
非流动负债	4	2	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	4	2	3	3
负债合计	171	139	190	246
少数股东权益	3	3	3	2
归属母公司股东权	1219	1492	1770	2116
负债和股东权益	1394	1635	1962	2363

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104	185	236	313
净利润	182	208	277	345
折旧摊销	14	23	27	29
财务费用	(13)	(5)	(6)	(6)
投资损失	(5)	(5)	(7)	(6)
营运资金变动	15	(24)	5	2
其它	(88)	(12)	(59)	(52)
投资活动现金流	(126)	(104)	(72)	(44)
资本支出	(161)	(110)	(80)	(50)
长期投资	(24)	0	0	0
其他	59	6	8	6
筹资活动现金流	(71)	59	8	7
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(17)	0	0	0
其他	(55)	59	8	7
现金净增加额	(93)	140	172	276

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	477	622	782	978
营业成本	170	228	286	356
营业税金及附加	4	6	7	9
营业费用	16	22	25	31
管理费用	42	77	74	84
研发费用	60	78	102	127
财务费用	(13)	(5)	(6)	(6)
资产减值损失	4	5	7	9
公允价值变动损益	0	9	9	9
投资净收益	5	5	7	6
其他经营收益	7	12	13	11
营业利润	206	237	315	392
营业外收支	(1)	(0)	(1)	(1)
利润总额	205	237	315	392
所得税	24	29	38	47
净利润	182	208	277	345
少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(1)
归属母公司净利润	183	208	277	346
EBITDA	210	252	332	412
EPS (最新摊薄)	2.10	1.71	2.28	2.85

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	53.97%	30.45%	25.64%	25.19%
营业利润	54.03%	15.03%	32.83%	24.43%
归属母公司净利润	55.07%	14.10%	33.15%	24.80%
获利能力				
毛利率	64.35%	63.39%	63.41%	63.57%
净利率	38.11%	33.46%	35.46%	35.28%
ROE	15.76%	15.33%	16.97%	17.80%
ROIC	13.99%	13.40%	15.13%	15.86%
偿债能力				
资产负债率	12.27%	8.52%	9.67%	10.39%
净负债比率	10.11%	4.97%	4.86%	4.54%
流动比率	5.49	7.79	7.15	7.10
速动比率	4.67	6.76	6.12	6.07
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.41	0.43	0.45
应收账款周转率	5.39	5.16	5.30	5.11
应付账款周转率	3.82	3.72	3.93	3.72
每股指标(元)				
每股收益	2.10	1.71	2.28	2.85
每股经营现金	0.86	1.52	1.94	2.57
每股净资产	14.02	12.27	14.55	17.39
估值比率				
P/E	53.84	26.87	20.18	16.17
P/B	8.06	3.75	3.16	2.65
EV/EBITDA	43.91	19.19	14.02	10.65

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>