

## 2021 年中报点评：业绩低于我们预期，拓展整机业务增长空间广阔

买入（维持）

2021 年 08 月 26 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004  
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘闯

执业证书：S0600520070003  
021-60199793

liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	275	338	464	619
同比（%）	8.8%	22.9%	37.2%	33.4%
归母净利润（百万元）	96	124	169	220
同比（%）	34.0%	28.6%	36.2%	30.4%
每股收益（元/股）	1.11	1.42	1.94	2.53
P/E（倍）	84.15	65.43	48.04	36.83

### 投资要点

- **事件：**2021H1 实现营业收入 1.4 亿元，同比增长 0.3%；实现归母净利润 5881 万元，同比增长 17.3%；实现扣非后归母净利润 4240 万元，同比减少 6.8%，业绩低于我们预期。
- **Q2 单季度实现营收正增长，经营性现金流大幅增加：**公司 2021 年上半年营业收入基本持平，我们预计主要是去年年初史赛克因为国内疫情提前大量订货，导致去年基数较高。分季度看，2021Q2 公司实现收入 6841 万元，同比增长 7.6%，实现归母净利润 3268 万元，同比增长 67.9%。2021H1 公司销售费用为 527 万元，同比增长 87.7%，销售费用率为 3.89%，同比上升 1.81 个百分点，主要是针对整机系统的市场活动增加所致；管理费用为 1621 万元，同比增长 12.6%，管理费用率为 11.95%，同比上升 1.3 个百分点；研发费用为 1647 万元，同比增长 35.8%，研发费用率为 12.15%，同比上升 3.18 个百分点，2021H1 公司实现经营性现金流 6341 万元，同比增长 49.1%。
- **疫情和汇兑损益影响核心业务，光学产品快速增长：**分业务看，医用内窥镜器械产品销售收入为 9318 万元，同比减少 12%，主要是美国疫情和美元兑人民币汇率下降影响，经测算 2021H1 美元兑人民币汇率下降对总收入影响金额约为 800 万元，其中对医用内窥镜器械产品收入影响金额约为 600 万元。我们认为，随着美国疫苗接种率不断提升，下半年公司医用产品收入有望恢复增长；光学产品销售收入为 4237 万元，同比增长 46%，主要是应用于美容机、荧光分析和探测设备的医用光学产品销售增加。
- **荧光内窥镜市场空间广阔，公司整机系统即将推出：**2019 年中国硬镜市场规模达到 65.3 亿元，2015-2019 年复合增长率为 13.8%；其中荧光硬镜市场规模为 1.1 亿元，占硬镜市场比重仅为 1.7%。公司正积极进行 4K 超高清图像技术、多光谱集成光源技术的研发，其中 4K 超高清摄像系统即将提交注册申请，内窥镜冷光源 B600 已于 2021 年 8 月 6 日取得产品注册证，结合已在国内销售的高清内窥镜器械和境外销售的荧光内窥镜器械，形成了自主品牌内窥镜整机系统，有望在未来进一步增强公司的竞争优势，开拓增量市场，长期成长空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到美国疫情影响可能导致公司海外订单不及预期，我们将 2021-2023 年 EPS 从 1.42/2.01/2.71 元下调至 1.42/1.94/2.53 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 65 倍、48 倍、37 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品研发注册不及预期，新品推广不及预期风险等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	93.22
一年最低/最高价	56.10/122.88
市净率(倍)	8.09
流通 A 股市值(百万元)	1653.07

### 基础数据

每股净资产(元)	11.92
资产负债率(%)	9.15
总股本(百万股)	86.98
流通 A 股(百万股)	17.73

### 相关研究

1、《海泰新光 (688677)：好风凭借力，医用光学成像创新者展翅高飞》2021-05-05

## 海泰新光三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>194</b>	<b>1,070</b>	<b>1,083</b>	<b>1,251</b>	<b>营业收入</b>	<b>275</b>	<b>338</b>	<b>464</b>	<b>619</b>
现金	83	918	891	1,001	减:营业成本	100	129	171	221
应收账款	47	52	84	97	营业税金及附加	3	4	5	7
存货	46	82	88	131	营业费用	5	11	35	54
其他流动资产	18	19	21	22	管理费用	57	73	100	127
<b>非流动资产</b>	<b>223</b>	<b>271</b>	<b>375</b>	<b>441</b>	研发费用	31	39	53	68
长期股权投资	0	7	15	24	财务费用	5	-9	-20	-21
固定资产	111	142	193	241	资产减值损失	2	3	4	5
在建工程	69	77	120	124	加:投资净收益	-1	6	6	8
无形资产	32	35	37	41	其他收益	11	10	20	20
其他非流动资产	10	10	10	10	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>417</b>	<b>1,341</b>	<b>1,458</b>	<b>1,692</b>	<b>营业利润</b>	<b>111</b>	<b>143</b>	<b>194</b>	<b>254</b>
<b>流动负债</b>	<b>78</b>	<b>128</b>	<b>113</b>	<b>164</b>	加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
短期借款	30	30	30	30	<b>利润总额</b>	<b>111</b>	<b>143</b>	<b>194</b>	<b>254</b>
应付账款	22	28	38	47	减:所得税	15	19	26	34
其他流动负债	26	70	44	87	少数股东损益	-0	-0	-1	-1
<b>非流动负债</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>13</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>96</b>	<b>124</b>	<b>169</b>	<b>220</b>
长期借款	19	17	16	13	EBIT	112	130	170	228
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	121	139	181	243
<b>负债合计</b>	<b>98</b>	<b>145</b>	<b>129</b>	<b>178</b>					
少数股东权益	4	4	3	2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归属母公司股东权益	315	1,192	1,326	1,511	每股收益(元)	1.11	1.42	1.94	2.53
<b>负债和股东权益</b>	<b>417</b>	<b>1,341</b>	<b>1,458</b>	<b>1,692</b>	每股净资产(元)	3.63	13.71	15.25	17.38
					发行在外股份(百万 股)	65	87	87	87
					ROIC(%)	34.7%	35.7%	31.4%	37.0%
					ROE(%)	30.0%	10.3%	12.7%	14.5%
						63.7%	61.8%	63.2%	64.4%
					毛利率(%)				
					销售净利率(%)	35.0%	36.6%	36.4%	35.6%
					资产负债率(%)	23.4%	10.8%	8.9%	10.5%
					收入增长率(%)	8.8%	22.9%	37.2%	33.4%
					净利润增长率(%)	32.2%	28.6%	36.2%	30.4%
					P/E	84.15	65.43	48.04	36.83
					P/B	25.71	6.80	6.11	5.36
					EV/EBITDA	66.91	52.20	40.11	29.47

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>