

2021 年三季报点评：业绩符合我们预期，布局整机系统打开中长期成长空间

买入（维持）

2021 年 10 月 28 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 汪澜

wangl@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）	83.75	65.12	47.81	36.65

投资要点

- **事件：**2021 前三季度实现营业收入 2.2 亿元，同比增长 9.7%；实现归母净利润 9172 万元，同比增长 21.6%；实现扣非后归母净利润 7112 万元，同比增加 10.6%，业绩符合我们预期。
- **Q3 单季度高速增长，研发费用持续上升：**公司 2021 年第三季度各项指标明显上涨，Q3 单季度实现营收 8249 万元，同比增长 29.5%；实现归母净利润 3290 万元，同比增长 30.2%；实现扣非后归母净利润 2872 万元，同比增长 52.6%。2021 前三季度公司销售费用为 880 万元，同比增长 154.1%，销售费用率为 4.04%，同比上升 3.3 个百分点，主要系公司三季度医用内窥镜销售增加所致；管理费用为 2372 万元，同比增长 9.0%，管理费用率为 10.88%，同比下降 0.06 个百分点；研发费用为 2669 万元，同比增长 41.7%，研发费用率为 12.24%，同比上升 2.75 个百分点，2021 前三季度公司实现经营性现金流 7807 万元，同比增长 12.9%。
- **内窥镜器械产品发货显著增加，在研项目有序推进：**分业务看，第三季度公司医用内窥镜器械产品发货同比显著增加，销售收入为 6367 万元，占第三季度营业收入的比例为 77.19%，同比增长 56.16%，同时我们测算公司光学业务收入单季度下降约 18%，我们预计是受疫情影响海外订单减少所致。2021Q3 公司十余项研发项目有序进行，如 4K 超高清荧光胸腔镜正在进行注册检验，关节镜、宫腔镜已完成首样生产；内窥镜冷光源 B600、1080P 高清摄像系统已取得注册证。
- **荧光内窥镜整机获批，有望充分受益于行业高景气度：**根据弗若斯特沙利文报告，2019 年全球硬镜市场规模 56.9 亿美元，2015-2019 年复合增长率 5.2%，其中荧光硬镜市场达 13.1 亿美元，占总体硬镜市场的 22.9%，预计未来全球荧光内镜市场规模仍将以 24.3% 的速度继续快速增长，2024 年达到 38.7 亿美元；2019 年中国硬镜市场规模达 65.3 亿元，2015-2019 年复合增长率 13.8%；其中荧光硬镜市场 1.1 亿元，占硬镜市场比重仅 1.7%，2024 年市场规模有望达 35.2 亿元，占我国硬镜市场的比重达到 32%。2021 年 9 月公司 1080P 荧光成像系统获批，正式推出自主品牌的荧光整机系统，同时我们预计公司 4K 荧光成像系统有望年底获批，有望充分受益于国内荧光内窥镜行业高景气度。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2021-2023 年归母净利润预测为 1.24/1.69/2.2 亿元，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)	92.77
一年最低/最高价	56.10/122.88
市净率(倍)	7.81
流通 A 股市值(百万元)	1717.45

基础数据

每股净资产(元)	11.87
资产负债率(%)	6.72
总股本(百万股)	86.98
流通 A 股(百万股)	18.51

相关研究

- 1、《海泰新光 (688677)：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》2021-08-26
- 2、《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
流动资产	194	1,070	1,083	1,251	营业收入	275	338	464	619
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
非流动资产	223	271	375	441	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
资产总计	417	1,341	1,458	1,692	营业利润	111	143	194	254
流动负债	78	128	113	164	加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
短期借款	30	30	30	30	利润总额	111	143	194	254
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
非流动负债	19	17	16	13	归属母公司净利润	96	124	169	220
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
负债合计	98	145	129	178					
少数股东权益	4	4	3	2	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
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
负债和股东权益	417	1,341	1,458	1,692	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	83.75	65.12	47.81	36.65
					P/B	25.59	6.77	6.09	5.34
					EV/EBITDA	66.59	51.92	39.89	29.31

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>