

海泰新光(688677)

深度报告

行业公司研究——医疗器械行业

证券研究报告

# 内窥镜纵向拓展整合者

——海泰新光深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：02180105933  
✉️：sunjian@stocke.com.cn

## 报告导读

公司为内窥镜的上游高技术制造企业，纵向拓展内窥镜整机产品线，打开成长天花板。

## 投资要点

### □ 内窥镜上游制造行业：需求拉动增长，纵向拓展规模

2020-2024年硬镜市场规模有望维持11%复合增长率，拉动上游制造规模稳定增长。硬管式内窥镜（硬镜）为一种最常见的内窥镜，主要用于微创手术的观察。内窥镜上游制造行业主要生产内窥镜的三大核心模块：镜头、光源和成像模块，如海泰新光主要生产镜头与光源模块，为下游内窥镜整机厂商供货。2015-2019年，中国硬镜市场规模由45亿元增长至65亿元，CAGR13.8%，Frost & Sullivan预测2020-2024年，该市场规模CAGR11%，我们认为硬镜市场持续增长有望带动上游制造业持续稳定增长。

我们认为，我国内窥镜上游纵向拓展窗口期打开，产品质量与创新至关重要。我国正处于内窥镜需求快速增长、市场被海外龙头占据、政策鼓励国产创新与替代的时期，我们认为内窥镜元器件制造行业想要拓展规模，向下游发展整机无疑是最优选择。原因：（1）海外龙头供应商稳定性高，进入难度较大；国产企业市场规模小，发展之路漫长。（2）上游企业有成本优势，供应链控制能力更强。虽然上游企业渠道较弱，但在当前政策环境下，优质的产品品质与创新型产品更有助于打开下游渠道。

### □ 海泰新光：内窥镜上游制造企业，整机向下游拓展

内窥镜上游制造业，强出口能力。公司主要产品为内窥镜镜头、光源模块，2020年收入占比达73.51%。产品主要出口欧美，主要客户为全球内窥镜龙头史赛克，2020年史赛克单一客户总收入占比64.25%，公司出口占比高主要是有较好的产品质量、稳定的客户资源和供应商体系。

下游拓展至整机，立足山东、拓展全国。市场担忧，公司的整机与史赛克等下游客户直接竞争，影响双方合作。但我们认为，不同于史赛克等头部厂商定位三级医院，公司产品主要走下沉渠道，两者的合作短期将持续稳固，新渠道拓展才是需关注的首要问题。我们认为，公司依托山东省内渠道优势、树立品牌形象，继而拓展全国的策略为渠道拓展的有效战略。

半定制化创新产品为发展方向。我们认为，全产业链可控、欧美认可的产品质量、针对临床痛点快速创新产品的能力是公司核心竞争力。在当前以解决市场痛点为最大导向的发展前景下，我们认为差异化战略为公司更优战略选择。公司正积极与临床医生沟通，针对临床使用、科室痛点进行研发，以切实解决临床痛点为指导，针对不同科室的临床需求进行“半定制化生产”，利用差异化的产品优势拓展国内市场。

### □ 盈利预测及估值

基于以上分析，我们预计，公司2021-2023年营业总收入分别3.36/4.66/6.22亿元，分别同比增长22.2%、38.5%、33.6%，归母净利润分别为1.22/1.71/2.27亿元，分别同比增长26.40%、40.22%、33.05%，对应2021-2023年EPS为1.78、

## 评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥92.90

## 单季度业绩

元/股

3Q/2021

0.38

2Q/2021

0.37

1Q/2021

0.30

4Q/2020

0.32



## 公司简介

## 相关报告

报告撰写人：孙建  
联系人：孙建

2.49、3.32 元,参考行业可比公司估值,给出 2022 年 56 倍 PE,对应目标价 139.44 元,首次覆盖给予“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; 新冠疫情持续的风险; 研发不及预期的风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	275.20	336.30	465.68	621.99
(+/-)	8.83%	22.20%	38.47%	33.57%
净利润	96.35	121.79	170.77	227.21
(+/-)	33.95%	26.40%	40.22%	33.05%
每股收益(元)	1.41	1.78	2.49	3.32
P/E	66	52	37	28

## 正文目录

<b>1. 内窥镜上游制造行业：需求拉动增长，纵向拓展规模.....</b>	<b>5</b>
1.1. 需求：微创手术渗透率提升，内镜需求稳定增长.....	5
1.2. 可比公司：海外横向拓展，国内纵向拓展.....	7
1.2.1. 硬镜产业链：上游供应商较多，下游客户稳定.....	7
1.2.2. 可比公司 1：Henke-sass wolf.....	8
1.2.3. 可比公司 2：沈大内窥镜.....	8
<b>2. 海泰新光：内窥镜纵向拓展整合者.....</b>	<b>9</b>
2.1. 过去：史赛克供应商，强出口能力、高产品质量.....	9
2.1.1. 主营业务：内窥镜器件制造商，技术壁垒高.....	10
2.1.2. 主要客户：前五大客户海外龙头居多，出口能力强、产品质量优.....	11
2.1.3. 费用拆分：上游成本稳定，供应链控制能力强.....	12
2.2. 当下：4K 荧光成像系统即将获批，高创新能力.....	12
2.2.1. 发展路径：全产业链拓展，发展壮大的必由之路.....	12
2.2.2. 公司优势：高创新研发能力，根据市场需求快速更新迭代.....	13
2.2.3. 首要问题：新渠道拓展才是核心问题，立足山东、延伸全国.....	14
2.3. 未来：半定制化创新产品、拓展渠道.....	15
2.3.1. 产品方向：半定制化或为最优选择.....	15
2.3.2. 渠道方向：与临床共同研发或为有利方向.....	16
<b>3. 估值与盈利预测.....</b>	<b>16</b>
3.1. 营收拆分与关键假设.....	16
3.2. 相对估值.....	18
3.3. 投资建议.....	18
<b>4. 风险提示.....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 2015-2024E 全球硬镜市场规模及增速.....	6
图 2: 全球硬镜应用科室占比（出厂价口径）.....	6
图 3: 2019 年全球白光硬镜与荧光硬镜占比.....	6
图 4: 2015-2024E 中国硬镜市场规模及增速.....	7
图 5: 中国硬镜应用科室占比（出厂价口径）.....	7
图 6: 2015-2024E 中国外科手术与微创手术渗透率变化.....	7
图 7: 硬镜产业链分析.....	8
图 8: 2019 年全球白光内窥镜竞争格局.....	8



图 9: 2019 年全球荧光内窥镜竞争格局.....	8
图 10: 2018 年中国硬镜竞争格局.....	9
图 11: 2019 年中国荧光内窥镜竞争格局.....	9
图 12: 2016-2020 年公司主营业务收入情况 (百万元) .....	10
图 13: 2017-2020 年公司前五大客户营业收入 (百万元) .....	12
图 14: 2017-2020 年公司史赛克及前五大客户占比.....	12
图 15: 2017-2020 年公司成本拆分.....	12
图 16: 2017-2020H1 公司前五大供应商采购金额 (亿元) .....	12
图 17: 2017-2020H1 公司前五大供应商采购占比 (%) .....	13
图 18: 2017-2021Q3 公司四大费用占比.....	13
图 19: 2017-2020 年国内可比公司第一大客户占比 (%) .....	15
图 20: 2017-2020 年国内可比公司前五大客户占比 (%) .....	15
图 21: 2015-2019 年我国内窥镜进出口情况.....	15
图 22: 2017-2021Q3 公司毛利率与净利率.....	15
图 23: 2017-2021Q3 国内可比公司毛利率与净利率.....	16
图 24: 2017-2021Q3 史赛克毛利率与净利率.....	16
图 25: 2017-2021Q3 国内可比公司销售费用率 (%) .....	16
图 26: 2017-2021Q3 国内可比公司研发费用率 (%) .....	16
表 1: 内窥镜细分产品及应用.....	5
表 2: 公司主要产品情况.....	10
表 3: 海泰新光产品与竞品对比.....	13
表 4: 公司在研产品情况.....	14
表 5: 2018-2023 年公司营收拆分情况.....	17
表 6: 可比公司估值表.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	20

## 1. 内窥镜上游制造行业：需求拉动增长，纵向拓展规模

### 1.1. 需求：微创手术渗透率提升，内镜需求稳定增长

微创手术量增长拉动硬镜需求增长，进而拉动内窥镜上游制造企业规模增长。硬管式内窥镜（硬镜）为一种最常见的内窥镜，主要用于微创手术过程的观察，是微创手术的必备器械之一。内窥镜上游制造企业主要生产内窥镜的三大核心模块：镜头、光源和成像模块，如海泰新光主要生产镜头与光源模块，为下游内窥镜整机厂商供货。硬镜的需求增长带动上游制造业规模增长。

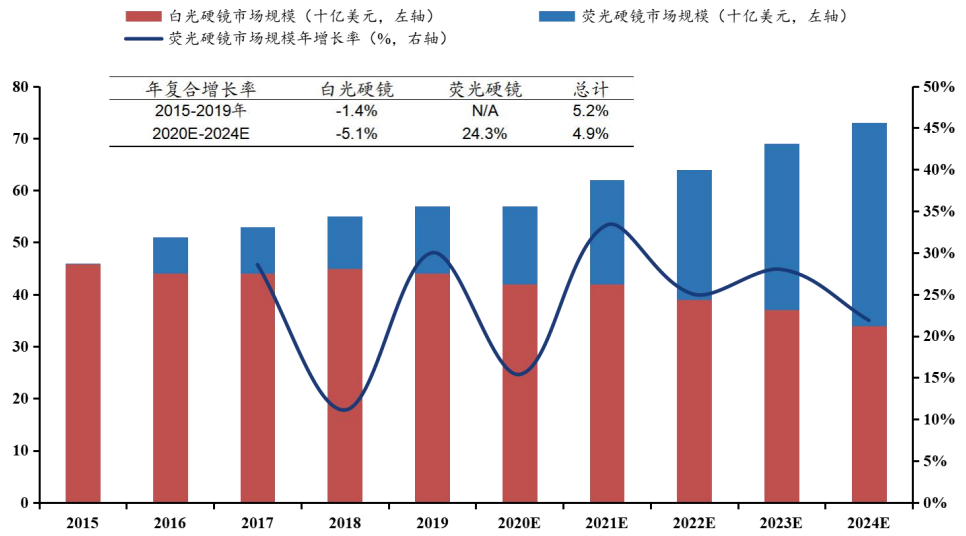
表 1：内窥镜细分产品及应用

种类	产品外观参考	特点	细分产品	产品作用	应用
硬镜		不可弯曲，主要经外科切口进入人体	普通硬镜（白光硬镜）	物镜+棒透镜组合传导光线，实现观察组织的高清成像	腹腔、耳鼻喉、关节、子宫、膀胱等
			附加功能硬镜（主要为荧光硬镜）	通过荧光染色，实现术中 对早期肿瘤细胞的识别	腹腔等
内窥镜		可弯曲，主要通过人体的自然腔道来完成检查、诊断和治疗	胃肠镜 支气管镜等	前端传感器将光信号转化为电信号，通过管内视频线传至主机，或通过柔性导像束进行传像；实现对消化道或呼吸道的观察和取样	消化道、呼吸道等

资料来源：澳华内镜招股书，海泰新光招股书，浙商证券研究所

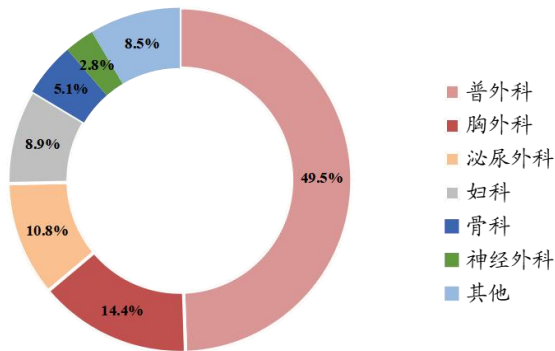
全球硬镜市场规模稳定增长，未来 5 年 CAGR 约 5%。全球硬管式内窥镜已发展相对成熟，2015-2019 年市场规模稳定增长，年复合增长率 5.2%。Frost & Sullivan 预测 2020-2024 年将以 4.9% 的年复合增长率增长，2024 年市场规模 72.3 亿美元。硬镜需求的快速增长拉动上游制造企业发展。

图 1: 2015-2024E 全球硬镜市场规模及增速



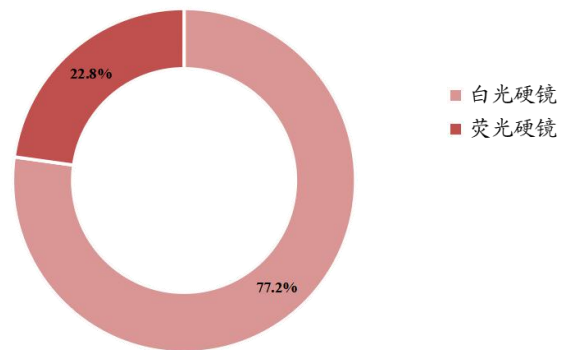
资料来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所

图 2: 全球硬镜应用科室占比 (出厂价口径)



资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

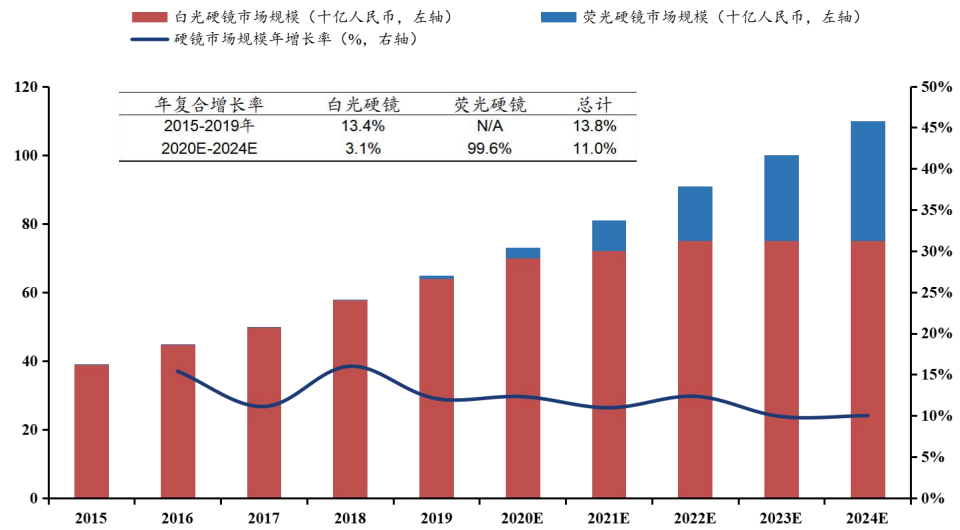
图 3: 2019 年全球白光硬镜与荧光硬镜占比



资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

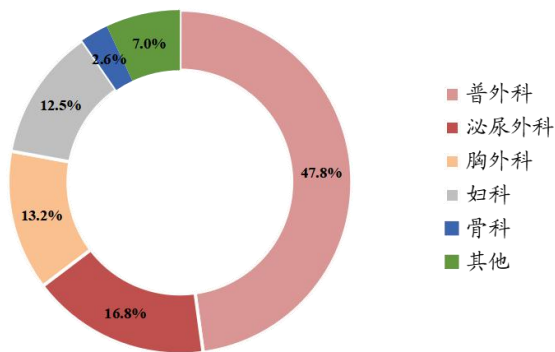
中国硬镜市场规模 CAGR 近 14%，远高于全球增速。2015-2019 年，我国外科手术量年复合增长率 9.4%，微创手术的渗透率由 12.7% 提升至 18.2%。我们认为，随着我国医疗水平的提升以及微创技术的普及，外科手术量及微创手术的渗透率将逐年提升，拉动硬镜需求的增长。2015-2019 年，中国硬管式内窥镜市场规模由 45 亿元增长至 65 亿元，年复合增长率 13.8%，远高于全球。Frost & Sullivan 预测 2020-2024 年，中国硬镜市场规模为 110 亿元，年复合增长率 11%。

图 4: 2015-2024E 中国硬镜市场规模及增速



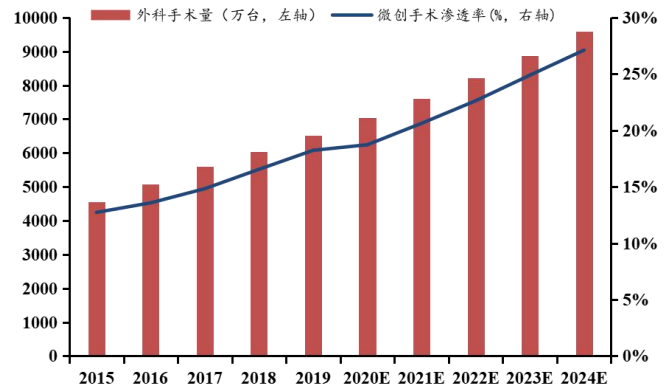
资料来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所

图 5: 中国硬镜应用科室占比 (出厂价口径)



资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

图 6: 2015-2024E 中国外科手术与微创手术渗透率变化



资料来源: 康基医疗招股书, 泽璟制药招股书, 浙商证券研究所

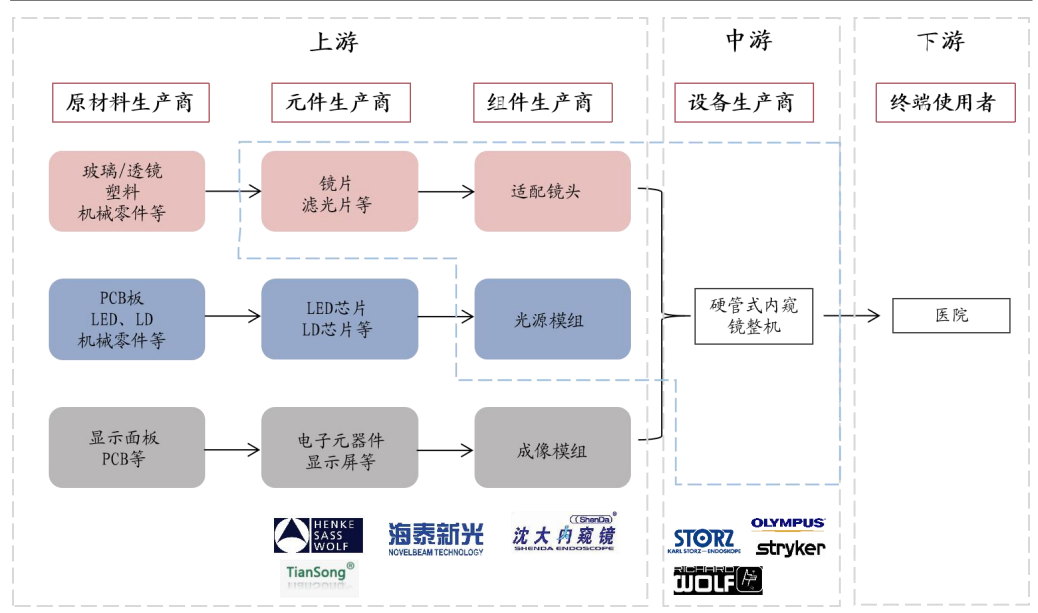
## 1.2. 可比公司: 海外横向拓展, 国内纵向拓展

### 1.2.1. 硬镜产业链: 上游供应商较多, 下游客户稳定

**上游原材料供货稳定, 行业技术壁垒较高。**内窥镜组件生产技术壁垒较高, 上游为玻璃、透镜、PCB 板等原材料供应商, 数量较多、成本稳定。而内窥镜元器件制造企业, 如海泰新光, 主要负责将原材料生产为内窥镜的核心组件。硬管式内窥镜(硬镜)主要包括三部分核心组件: 镜头、光源和成像三大模块。各模块生产工艺复杂, 均有较高技术壁垒。

**下游为整机生产商, 客户相对稳定。**无论是全球还是国内, 内窥镜市场主要被海外龙头占据, 海外龙头为保证其产品质量的稳定性, 轻易不会更换供应商, 且对供应商产品质量的要求较高, 更换供应商壁垒高、难度大。我们认为, 对上游内窥镜元器件生产商来说, 保证大客户高稳定性的同时也导致了新的大客户拓展难度大, 若要拓展规模, 只能横向拓展产品或纵向拓展产业链长度。

图 7: 硬镜产业链分析



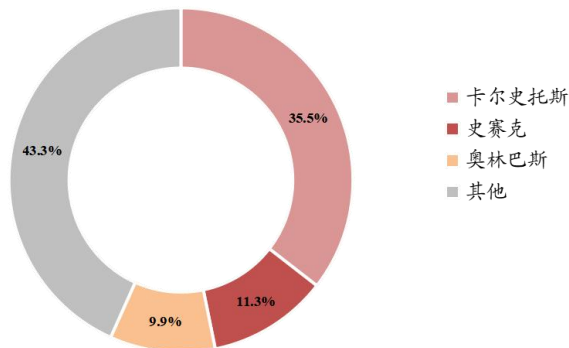
资料来源: 海泰新光招股书, 澳华内镜招股书, 浙商证券研究所

注: 蓝色虚线内为海泰新光产品覆盖板块

1.2.2. 可比公司 1: Henke-sass wolf

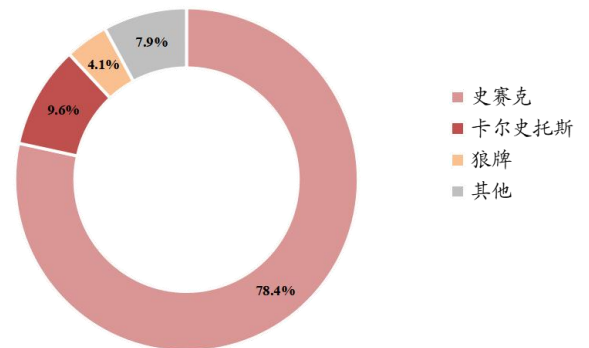
Henke-sass wolf 为全球知名内窥镜上游制造企业, 产品线横向拓展。Henke 总部位于德国, 擅长制造高精度组件, 包括光学元器件、精密金属元器件等, 为内窥镜龙头厂商供货, 出口金额占比约 80%。我们认为, 从全球来看, 内窥镜市场分布已经相对稳定, 龙头占比高, 且龙头的供应链相对稳定, 全球内窥镜的需求增长拉动上游制造业稳定增长, 但要做进新的大型供应链体系, 耗时长难度大, 通过拓展产品线来拓展规模为较优选择。Henke 在自己擅长的制造业横向扩展, 产品拓展至内窥镜元器件、兽医诊疗元器件、注射器、牙科元器件等。

图 8: 2019 年全球白光内窥镜竞争格局



资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

图 9: 2019 年全球荧光内窥镜竞争格局



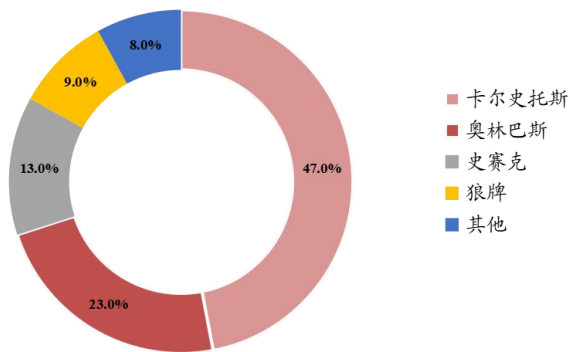
资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

1.2.3. 可比公司 2: 沈大内窥镜



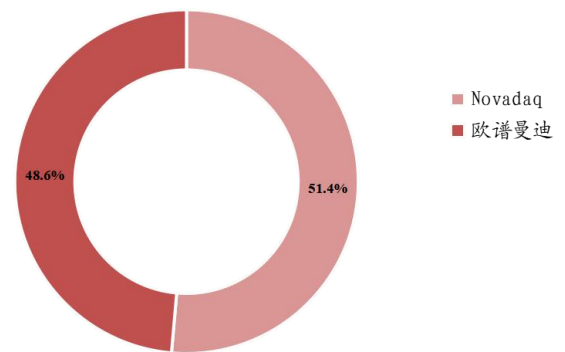
沈大内窥镜为国内老牌内窥镜元器件供应商，拓展产业链至下游。我们认为，迄今为止，我国内窥镜的发展可简单分为两个阶段：（1）早期阶段，我国内窥镜完全依赖进口，上游内窥镜元器件生产企业依靠为海外龙头供货成长。2018年硬管式内窥镜的海外龙头市占率高达90%以上，国内生产企业少、质量可比性弱、市场规模小。国内的内窥镜元器件制造商以出口为主，努力进入海外内窥镜龙头的供应链体系，经过长期的合作以及产品质量的验证，成为海外龙头的核心供应商，依托龙头产品销量的增长，从而保证公司业绩的稳步提升。（2）现阶段，随着国内鼓励创新与国产替代政策利好、内窥镜需求的增长，国产内窥镜企业渐渐兴起，上游企业也开始向下游拓展。随着政策利好和需求增长，国内内窥镜企业开始发展，与海外龙头同台竞技，但目前看来国产优质企业数量依然较少，且质量尚有差距，难以进入三甲医院，主要依靠性价比等优势进入下沉市场。我们分析，国内上游厂商与海外龙头合作有相对较高的毛利率，如海泰新光毛利率60%以上，但与国内厂商合作，无论从毛利率水平还是销售规模上都难以与海外龙头匹敌，下游规模增长任重道远。所以，国内上游生厂商依托在海外供应链中积累的质量优势和成本优势，开始拓展下游整机市场。以沈大内窥镜为例，其产品线已拓展至下游各式内窥镜，包括腹腔镜、乙状结肠内窥镜、膝关节镜、鼻窦镜、耳内窥镜、喉内窥镜、宫腔镜等。

图 10: 2018 年中国硬镜竞争格局



资料来源：海泰新光招股书，浙商证券研究所

图 11: 2019 年中国荧光内窥镜竞争格局



资料来源：海泰新光招股书，浙商证券研究所

综上，我们认为国内内窥镜元器件制造企业正处于向下游产业链拓展的转型期，产品质量与产品创新至关重要。在这一时期，我们认为需要考量公司的两个因素：**（1）元器件的出口能力。**元器件的出口能力决定了公司是否有产品质量优势、成本优势、以及在短期内元器件业务是否仍能稳定增长。**（2）整机产品的创新性。**国内政策鼓励创新，上游企业渠道较弱，我们认为只有创新型产品才能更好打开下游市场；且国内厂商的产品与海外龙头依然有差距，产品创新性强的企业才更有可能胜出。根据上述两点衡量指标，我们认为海泰新光在上游制造企业中有一定优势，从元器件出口能力来讲，公司的内窥镜镜头与光源模块主要为史赛克供货，产品质量优；从整机的创新性来讲，公司的4K 荧光成像系统即将获批，镜头防雾系统正在取证阶段，是国内为数不多解决临床痛点的创新型产品。

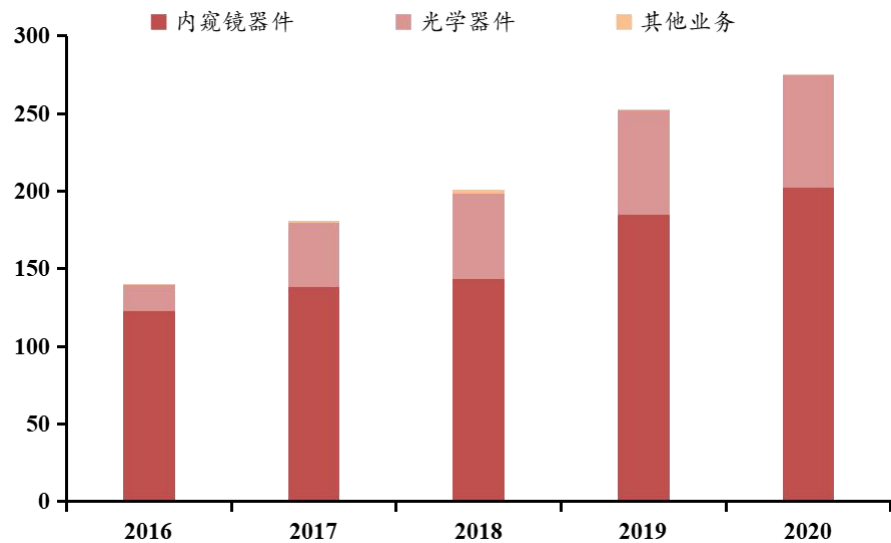
## 2. 海泰新光：内窥镜纵向拓展整合者

### 2.1. 过去：史赛克供应商，高产品质量

### 2.1.1. 主营业务：内窥镜器件制造商，技术壁垒高

内窥镜镜头与光源模块生产商，供货欧美，壁垒较高。硬管式内窥镜整机主要包括三个核心板块：镜头模块、光源模块以及成像模块，三个模块的生产制造均有较高技术壁垒。公司主要生产镜头与光源模块，产品主要供应欧美市场，2020年出口占比高达86%，是全球内窥镜龙头史赛克的核心供货商之一，2020年，史赛克收入占比64.25%。2021年，公司拓展整机产品，白光硬镜整机获批，4K荧光硬镜即将获批，布局国内下游市场。面对海外龙头与国内龙头竞争，我们认为欧美认可的产品质量、全产业链可控、针对临床痛点快速创新产品是公司的核心竞争力。

图 12: 2016-2020 年公司主营业务收入情况 (百万元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

表 2: 公司主要产品情况

产品名称	产品用途	图示
内窥镜器械	高清荧光腹腔镜 用于腹腔手术中的观察成像，可用于观察荧光和白光。	
	高清荧光内窥镜光源模组 输出 R/G/B 和 IR 四种光谱，R/G/B 用于白光照明，IR 用于激发 ICG 产生荧光图像。	
	高清荧光摄像适配器/适配镜头 荧光摄像系统配件，将内窥镜所成的光学图像再次成像到摄像手柄的 CMOS 靶面上	
内窥镜器件	高清白光腹腔镜 与白光内窥镜光源和高清摄像系统配合，用于腹腔手术中的观察成像。	
	高清白光内窥镜光源模组 输出 R/G/B 三色合成或者单路白光光谱，用于白光照明。也可用于软镜光源。	
	高清白光摄像适配器/适配镜头 加装在摄像手柄前端，与内窥镜镜头体连接，将内窥镜所成的光学图像再次成像到摄像手柄的 CMOS 靶面上。	

光学器件	医用光学产品	牙科内视镜模组	用于牙齿轮廓成像，由红外光学成像部分和单晶片红外 CMOS 组成。	
		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。	
	工业及激光光学产品	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，改善毛囊结构，从而起到脱毛或嫩肤作用。	
		准直镜聚焦镜扫描镜	将激光进行准直、聚焦等光束整形，使激光能量聚焦在一个很小的光斑范围内，对金属进行焊接或者切割等加工。	
生物识别产品	掌纹仪	各种类型指掌纹的一体化采集，通过了公安部 GA 认证。		
	指纹仪	单指指纹采集、身份认证，符合中国公安部 GA/T 1011-2012 标准和 FBI Mobile ID FAP20 标准，出口为主。		

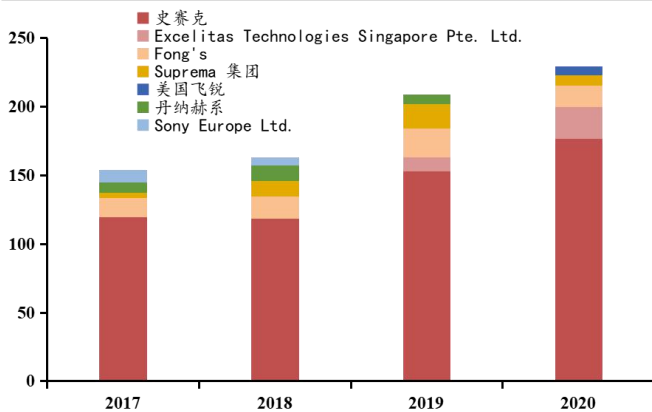
资料来源：海泰新光招股书，浙商证券研究所

### 2.1.2. 主要客户：前五大客户海外龙头居多

史赛克核心供应商之一，有较高不可替代性，产品质量过硬。史赛克为美国知名医疗器械公司，2019 年其硬管式白光内窥镜全球市场占有率 11.3%，荧光内窥镜全球市场占有率 78.4%。2020 年，史赛克内窥镜销售额为 115 亿元人民币，公司凭借产品质量逐步在史赛克供应链站稳脚跟，从 2015 年成为史赛克的核心供应商，覆盖史赛克荧光内窥镜 AIM 平台，由于史赛克的荧光内窥镜产品销量稳定增长，且海外品牌为保证其产品质量稳定性，较少更换供应商，我们认为公司与史赛克合作稳定，有较高不可替代性。

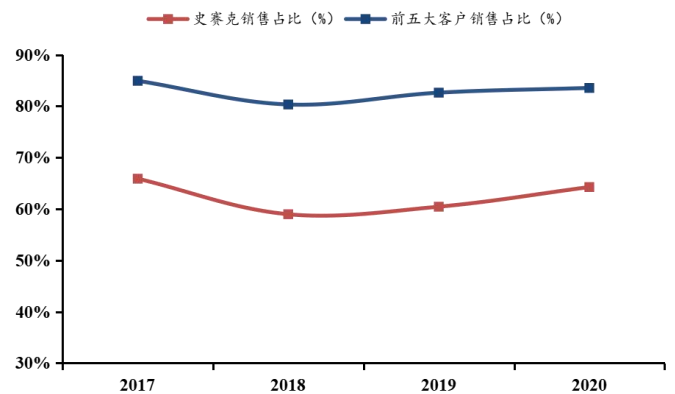
擅长进入海外龙头供应链，但取代核心供应商难度较大。公司前五大客户以海外龙头企业为主，但除史赛克外，营收占比均较小。我们认为，公司产品质量更优，擅长做进海外龙头供应链体系，但大多情况是作为少量供应商或备选供应商存在，替代核心供应商难度较大，海外 B 端大型渠道拓展机遇难求、前路漫漫。

图 13: 2017-2020 年公司前五大客户营业收入 (百万元)



资料来源: 海泰新光招股书, wind, 浙商证券研究所

图 14: 2017-2020 年公司史赛克及前五大客户占比

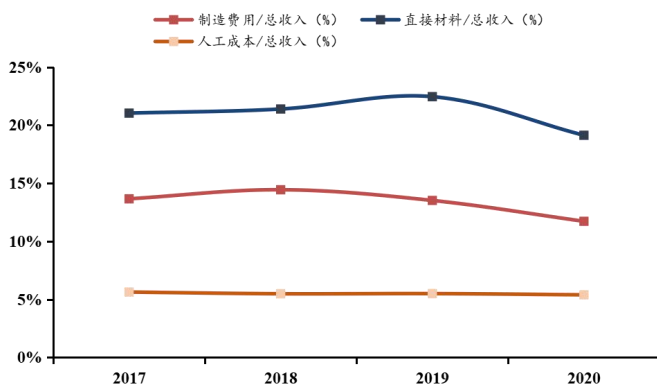


资料来源: 海泰新光招股书, wind, 浙商证券研究所

### 2.1.3. 费用拆分: 上游成本稳定, 供应链控制能力强

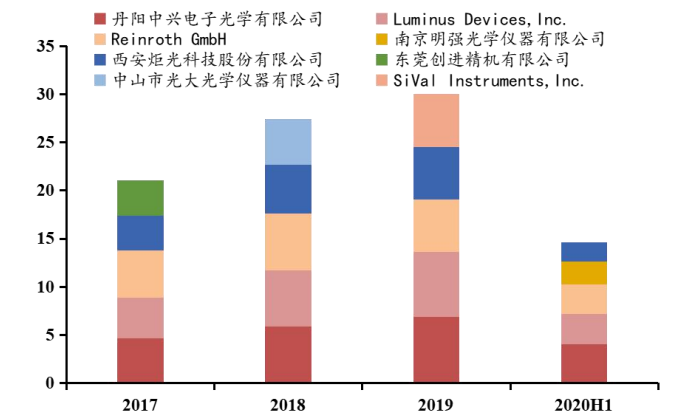
高技术制造企业, 上游成本稳定。公司材料采购费用和制造费用占比高, 我们统一以占营业总收入的比值计算, 2020 年, 原材料采购占比 19.13%, 制造费用占比 11.72%, 产品依靠人工进行精细化制造组装, 技术壁垒较高。公司对上游供应商依赖较小, 2019 年, 前五大核心供应商采购金额 3006 万元, 占总成本的比例为 38%, 成本占比相对稳定, 有较强的供应链控制能力。

图 15: 2017-2020 年公司成本拆分



资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

图 16: 2017-2020H1 公司前五大供应商采购金额 (亿元)



资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

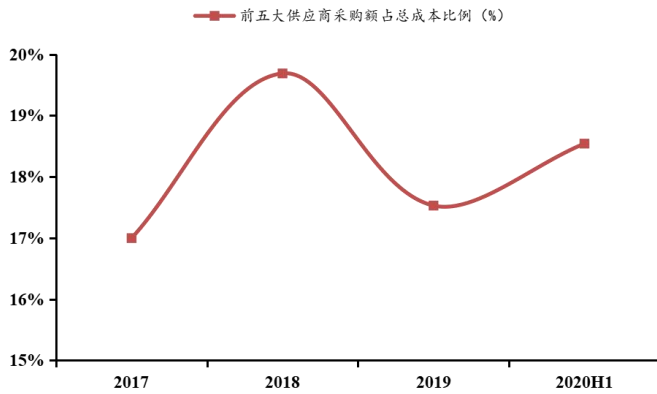
## 2.2. 当下: 4K 荧光成像系统即将获批, 高创新能力

### 2.2.1. 发展路径: 全产业链拓展, 发展壮大的必由之路

我们认为, 发展整机、纵向拓展是公司拓展规模的必由之路。主要原因: (1) 进入海外龙头供应商体系有难度, 国产下游厂商规模较小。海外龙头企业对产品稳定性要求较高, 轻易不会更换供应商, 新渠道拓展难度较大; 国内优质内窥镜生产厂商较少, 竞争性不强, 市占率低。从国内看, 公司为荧光内窥镜厂商欧谱曼迪的供应商, 虽然欧谱曼迪市占率高达 48.6%, 但国内荧光内窥镜整体市场规模仅仅 1.1 亿元, 公司想要依靠 B 端扩展规模前路漫漫。(2) 整机下游需求较大, 且处于国产替代发展期。国内微创手术量

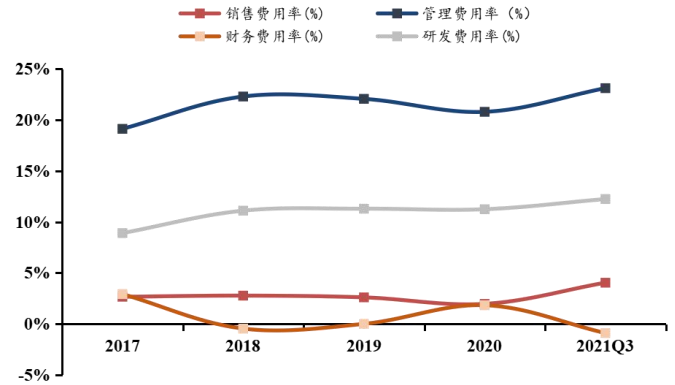
和渗透率快速增长，带动内窥镜需求增长；国内市场仍被海外龙头占据，近年来，迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、欧谱曼迪等创新能力较强的企业布局内窥镜领域，国内海外产品得以同台竞技，硬镜正处于国产替代发展期。公司作为产品质量、研发能力均较为出众的公司，有望在快速发展的市场中占据一席之地，快速实现规模扩展。

图 17: 2017-2020H1 公司前五大供应商采购占比 (%)



资料来源：海泰新光招股书，浙商证券研究所

图 18: 2017-2021Q3 公司四大费用占比



资料来源：wind，浙商证券研究所

我们预计，2021-2023 年公司整机销售额将快速增长。2020 年，公司白光内窥镜整机系统获批，公司产品质量优，正扩展销售团队进行推广、通过山东省内渠道进行院内宣传，销售费用率由 2020 年的 1.96% 提升至 2021Q3 的 4.04%。我们预计公司荧光内窥镜整机 2022 年也会进行商业化。公司白光整机的进院价格约为 120-220 万元/台，荧光内窥镜医院终端价格约为 300 万元/台，公司率先布局山东市场，依托公司在山东省的品牌与渠道优势，以直销方式进院，得益于公司创新性的产品和下游需求增长，我们预计公司整机销售额将快速增长。

表 3: 海泰新光产品与竞品对比

	国际竞品 1	国际竞品 2	国际竞品 3	国内竞品 1	公司 680	公司 690	公司 AIM	指标注释
中心分辨率	73.7	75.1	74.9	62.8	78.3	86.2	78.8	分辨率越大，分辨细节的能力越强，成像越清晰
平均分辨率	64.4	60	67.6	50.2	71.3	80.9	71.4	
最大畸变	31.4	29.2	10.8	31.2	13.2	14.3	10	绝对值越小，系统畸变越小，观察到的图像与真实越接近
平均畸变	30.9	28.2	8.3	29.6	12.2	13.8	8.2	
图像跳动	2.6	1.5	6.3	2.1	0.7	1.3	1.3	数值越小，光学光轴和机械光轴的一致性越高，内窥镜转动时图像位移越小
平均渐晕	10	14.1	12.4	17.7	11	12.5	22.2	渐晕越小，边缘亮度和中心亮度越接近，图像质量越好
最大渐晕	14	16.4	16.2	19.7	15.2	16	26.2	

资料来源：海泰新光招股书，浙商证券研究所

### 2.2.2. 公司优势：快速的创新研发迭代

与已有的内窥镜厂商相比，我们认为公司发展整机主要有**两点优势**：**(1) 产品质量稳定性更强**。主要得益于：**①技术标准稳定**。公司为史赛克生产内镜核心元器件多年，产品生产与质控均符合欧美更高标准的要求，产品质量有一定保障。**②供应商稳定**。公司的上游主要为原材料的生厂商，技术壁垒远低于元器件生产，且供应商较多，对上游

的依赖程度低。(2)研发能力强,产品更新迭代更快。我们认为公司全产业链的研发能力是公司拓展院内渠道的核心优势,可以根据临床的需求完成产品的快速更新换代,如公司根据临床需求研发的自动除雾内窥镜系统、超长腹腔内窥镜系统均可解决临床的部分痛点。

表 4: 公司在研产品情况

项目名称	项目进展					
	设计 开发	设计 验证	注册 检验	注册 申请	生产 许可	量产
超长腹腔内窥镜	[Progress bar]					
4K 超高清荧光胸腔镜、关节镜、喉镜、宫腔镜	[Progress bar]					
内窥镜冷光源	[Progress bar]					
1080P 高清摄像系统	[Progress bar]					
4K 超高清摄像系统	[Progress bar]					
自动除雾内窥镜系统	[Progress bar]					
早期肺癌诊断超高分辨共聚焦荧光显微内镜	[Progress bar]					
非接触式掌静脉模组及终端设备	[Progress bar]					
系列激光镜头	[Progress bar]					
骨髓细胞图像自动采集仪	[Progress bar]					

资料来源: 海泰新光 2021 年三季报, 浙商证券研究所

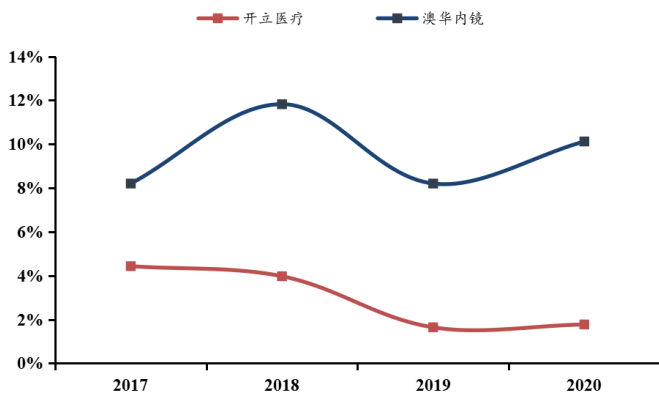
### 2.2.3. 首要问题: 新渠道拓展才是核心问题, 立足山东、延伸全国

市场担忧, 公司的整机与史赛克等下游客户直接竞争, 会触碰史赛克的利益, 影响双方合作, 而公司 C 端布局尚需较长时间, 恐新渠道拓展不利, 又损失老的渠道。

但我们认为, 史赛克与公司的合作短期将持续稳固。原因: (1) 从渠道来讲, 史赛克、欧谱曼迪等均三甲医院为主, 下沉市场需要更多人员深耕, 且对性价比要求更高、品牌效应不强, 成本高而收益低, 不是重点布局方向。而海泰新光的产品与海外龙头尚有差距, 三甲医院接受程度较低, 主要以下沉为主, 国内渠道冲突较小。(2) 从法规角度, 2018 年, 海泰新光与史赛克的合同限制已过, 公司拥有产品专利, 2018 年后布局整机, 并无违法; (3) 从供应链来讲, 龙头企业为维持产品质量稳定, 不轻易更换供应商, 除非有新的产品实现对原有产品的完全替换, 短期并没有看到这一趋势。

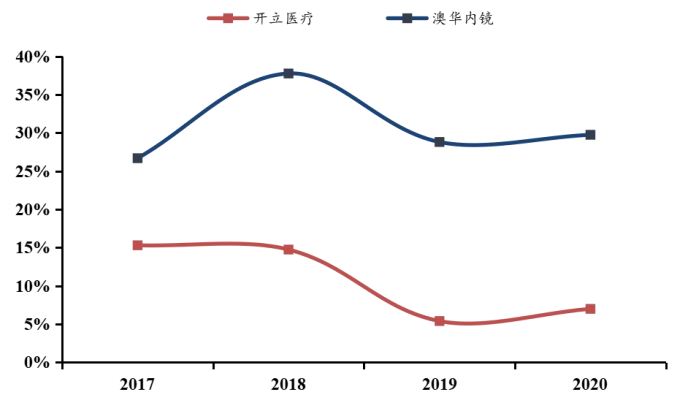
新渠道拓展才是核心问题, 公司立足山东, 拓展全国。我们认为, 相比对老渠道的担忧, 新渠道的拓展才是需要关注的核心问题。纵观国内可比公司整机销售情况, 我们发现下沉渠道拓展难度更大, 如开立医疗、澳华内镜, 2020 年内窥镜销售额 2-3 亿元, 前五大客户大都为国内代理商, 代理商分散、单个客户销售占比较低, 销售费用率高达 20%-30%。我们认为, 公司立足山东, 拓展全国的战略, 不失良策。公司拓展销售团队, 正在山东省内积极与院内医生建立联络, 进行品牌的宣传与推广。在推广前期, 采取直销方式、已解决临床痛点为导向, 后再采用代理商模式推广至全国市场。我们认为, 公司在山东省深耕多年, 有一定品牌信誉和渠道优势, 这种深耕局部市场、建立品牌优势、积累差异化产品的策略, 有利于公司建立差异化的产品, 树立品牌形象, 有助于全国化进程。

图 19: 2017-2020 年国内可比公司第一大客户占比 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 20: 2017-2020 年国内可比公司前五大客户占比 (%)



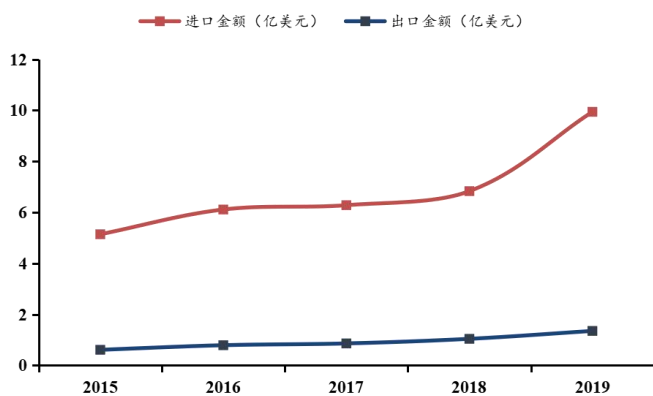
资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 2.3. 未来：半定制化创新产品、拓展渠道

### 2.3.1. 产品方向：半定制化或为最优选择

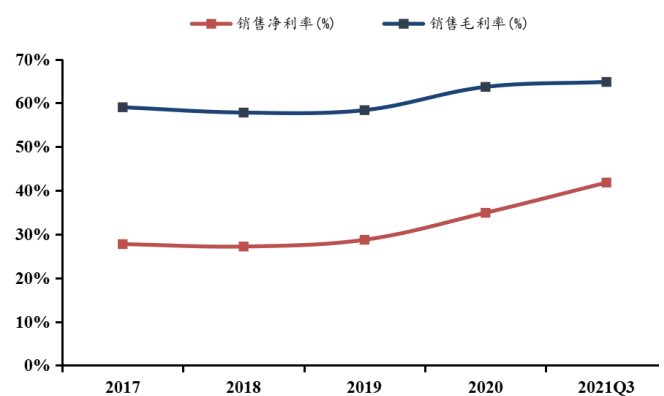
我们认为，**解决市场痛点为最大导向**，是我国医疗器械发展的核心方向。**差异化战略或为公司更优战略选择**。国产内窥镜仍在跟随期，产品同质化较为严重。在海外与国产品牌同台竞技、国内鼓励创新的当下，我们认为低价不再是绝对优势，仅依靠低价难以打入优势市场。在产品更新上，我们认为，公司应该发挥自己全产业链可控的优势，针对临床使用、科室痛点进行研发，以切实解决临床痛点为指导，针对不同科室的临床需求进行“半定制化生产”，利用差异化的产品优势拓展国内市场。**公司正积极与三甲医院医生沟通，共同解决临床痛点**。公司依靠自己的优势，针对不同科室的需求更新产品，如公司正在取证阶段的自动除雾内窥镜系统、超长腹腔内窥镜系统均针对临床痛点设计。

图 21: 2015-2019 年我国内窥镜进出口情况



资料来源: 海泰新光招股书, 浙商证券研究所

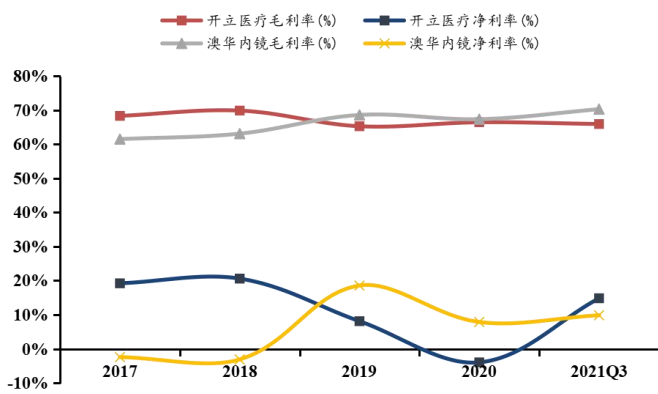
图 22: 2017-2021Q3 公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

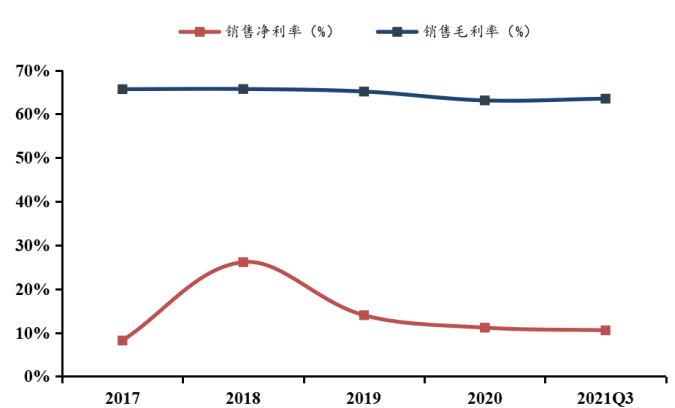
**公司毛利率有进一步提升空间**。我们认为，随着公司整机的布局，依靠公司产品差异化优势和供应链优势，对比国内与海外可比公司，公司的毛利率将进一步提升。

图 23: 2017-2021Q3 国内可比公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 24: 2017-2021Q3 史赛克毛利率与净利率



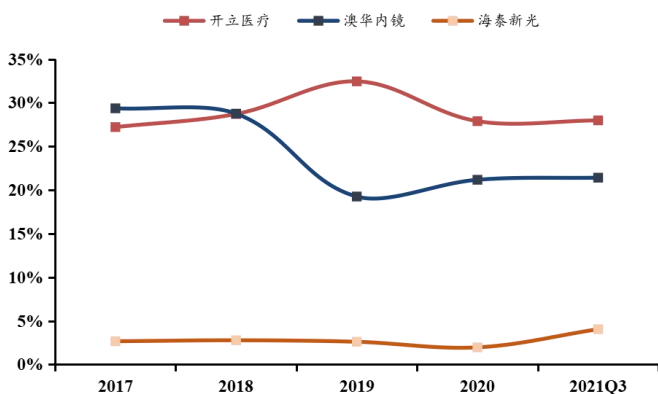
资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 2.3.2. 渠道方向: 与临床共同研发或为有利方向

公司要拓展渠道, 首先要增加品牌影响力, 与临床医生的科研合作或许为优势方向。我们认为, 公司的优势始终在于全产业链的布局和根据需求快速创新的能力, 与临床医生进行科研的合作, 可以体现公司优势, 打造影响力。一方面, 除宣传推广的影响力与学术影响齐头并进, 有更好的品牌宣传效果; 另一方面, 除要增加销售费用投入、人员布局之外, 还需要建立与临床医生的合作共赢关系。公司正积极寻求与临床医生合作, 通过共同研发的方式既解决临床痛点, 又满足医生的科研需求。

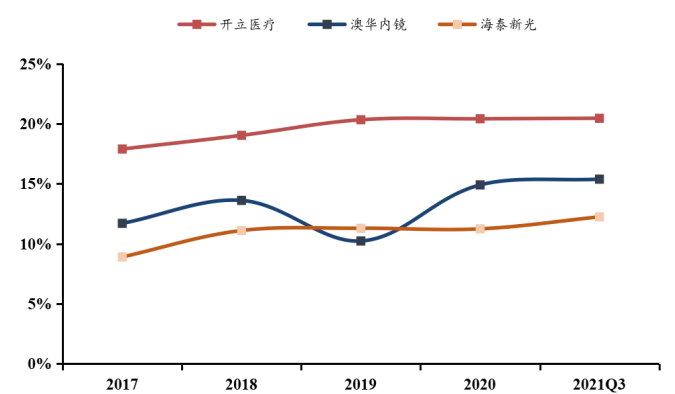
随着公司向下游布局, 销售费用率提升为必然趋势。产品获批早期, 产品品牌效应较弱, 公司利用山东省内的销售渠道, 省内率先布局, 是打开销售渠道、建立品牌的有效方式, 但对照国内可比公司的销售费用率情况, 我们认为随着公司销售人员、代理商的全国化, 销售费用率提升为必显然趋势。

图 25: 2017-2021Q3 国内可比公司销售费用率 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 26: 2017-2021Q3 国内可比公司研发费用率 (%)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 3. 估值与盈利预测

### 3.1. 营收拆分与关键假设

关键假设:



**(1) 高清荧光内窥镜:** 2020年及之前,公司主要生产荧光内窥镜元器件,主要客户为史赛克,2018-2020年史赛克销售额占总营收的比例分别为58.96%、60.43%、64.25%,我们认为,公司与史赛克合作稳定,元器件的销售将稳定增长。公司4K荧光内窥镜整机系统预计2022年会进行商业化,荧光内窥镜医院终端价格约为300万元/台,公司率先布局山东市场,依托公司在山东省的院内渠道,以直销方式进院,我们预计2022-2023年荧光整机销售额分别为2400/6000万元。荧光内窥镜整机毛利率更高,拉高该板块整体毛利率。2021-2023年,我们预计荧光内窥镜板块营收为1.90/2.44/3.00亿元,同比增长18.8%、28.4%、23.0%;对应毛利率66.0%、67.7%、69.5%。

**(2) 高清白光内窥镜:** 2021年,公司白光内窥镜整机率先获批,公司已经在山东省内依托三甲医院积极宣传,并扩展销售团队。我们认为2021-2023年,公司白光内窥镜的整机销售额将快速增长,白光内窥镜单台进院价格约为120-220万元/台,我们预计白光内窥镜整机销售额为600/2200/4200万元,白光内窥镜元器件销售额稳定增长。2021-2023年,我们预计白光内窥镜板块营收为0.46/0.72/1.02亿元,同比增长53.3%、55.7%、42.5%;对应毛利率67.0%、66.9%、66.9%。

**(3) 光学器件板块:** 公司光学器件板块主要包括医用光学产品、激光光学产品和生物识别产品三个部分。其中,公司生物识别产品掌纹仪和指纹仪均已通过公安部门GA认证,非接触式指纹识别装置也即将进入量产期。我们认为公司该板块业务将会快速增长,2021-2023年,我们预计光学器件板块营收为0.85/1.30/1.95亿元,同比增长17.7%、52.9%、50.0%;对应毛利率47.7%、49.4%、50.7%。

基于以上假设,我们预计,公司2021-2023年营业总收入分别3.36/4.66/6.22亿元,分别同比增长22.2%、38.5%、33.6%,营收拆分如下:

**表 5: 2018-2023 年公司营收拆分情况**

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	201	253	275	336	466	622
增长率(%)		26.0%	8.8%	22.2%	38.5%	33.6%
营业总成本(百万元)	85	105	100	129	174	229
毛利率(%)	57.8%	58.4%	63.7%	61.6%	62.5%	63.1%
<b>内窥镜器械</b>						
营业收入(百万元)	143	185	202	249	333	423
增长率(%)		29.2%	9.3%	23.2%	33.4%	27.1%
营业成本(百万元)	51	63	60	84	108	132
毛利率(%)	64.6%	66.2%	70.3%	66.1%	67.5%	68.7%
<b>高清荧光内窥镜</b>						
营业收入(百万元)	117	150	160	190	244	300
增长率(%)		28.4%	6.9%	18.8%	28.4%	23.0%
营业成本(百万元)	40	51	56	65	79	92
毛利率(%)	65.8%	66.1%	65.0%	66.0%	67.7%	69.5%
<b>高清白光内窥镜</b>						
营业收入(百万元)	19	24	30	46	72	102
增长率(%)		23.8%	27.3%	53.3%	55.7%	42.5%
营业成本(百万元)	7	8	10	15	24	34

毛利率 (%)	64.0%	64.8%	66.7%	67.0%	66.9%	66.9%
<b>内窥镜维修</b>						
营业收入 (百万元)	8	12	12	13	17	21
增长率 (%)		54.3%	1.5%	10.8%	26.3%	25.0%
营业成本 (百万元)	4	4	4	5	6	7
毛利率 (%)	48.4%	70.1%	66.7%	65.0%	67.0%	67.0%
<b>光学器件</b>						
营业收入 (百万元)	55	67	72	85	130	195
增长率 (%)		22.0%	8.0%	17.7%	52.9%	50.0%
营业成本 (百万元)	32	42	40	44	66	96
毛利率 (%)	41.3%	36.8%	45.1%	47.7%	49.4%	50.7%
<b>其他</b>						
营业收入 (百万元)	3	1	1	2	3	4
增长率 (%)	52.9%	-63.5%	-27.1%	185.7%	50.0%	33.3%
营业成本 (百万元)	1.8	0.4	0.2	0.4	0.6	0.8
毛利率 (%)	31.9%	54.2%	70.0%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：浙商证券研究所

### 3.2. 相对估值

选择迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、万东医疗业务与公司相近的国内医疗器械上市公司作为可比公司。其中，迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜均为国内布局内窥镜整机的上市公司，万东医疗为大型医疗设备的上游制造企业。我们认为，公司的PE与行业的平均值有一定可比性，给出2022年56倍PE值，对应目标价为139.44元。

**表 6: 可比公司估值表**

代码	公司名称	收盘价 (元)				EPS (元)				PE (倍)			
		12月16日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E			
300760.SZ	迈瑞医疗	360.25	5.48	6.77	8.26	10.04	66	53	44	36			
300633.SZ	开立医疗	31.42	-0.12	0.56	0.72	0.93	-	56	44	34			
688212.SH	澳华内镜	35.47	0.14	0.45	0.46	0.83	256	79	77	43			
600055.SH	万东医疗	25.05	0.41	0.35	0.41	0.47	61	72	61	53			
	平均值						64	65	56	41			
688677.SH	海泰新光	92.90	1.41	1.78	2.49	3.32	66	52	37	28			

资料来源：wind一致预测，浙商证券研究所

### 3.3. 投资建议

基于以上假设，我们预计，公司2021-2023年营业总收入分别3.36/4.66/6.22亿元，分别同比增长22.2%、38.5%、33.6%，归母净利润分别为1.22/1.71/2.27亿元，分别同比增长26.40%、40.22%、33.05%，对应2021-2023年EPS为1.78、2.49、3.32元，参考可比公司估值，首次覆盖给予“增持”评级。

## 4. 风险提示

1. **史赛克营收波动的风险。**2018-2020年史赛克销售额占总营收的比例分别为58.96%、60.43%、64.25%。一旦公司经营情况、监管要求或贸易摩擦等出现重大变动,或者史赛克的NOVADAQ荧光整机产品取代AIM平台成为史赛克主要推广的内窥镜产品,可能影响公司与史赛克的合作,对业绩带来不利影响。

2. **整机销售不及预期的风险。**公司的白光内镜整机获批,4K荧光成像系统即将获批,下游客户拓展至院内,一旦公司院内销售渠道搭建不力、医院对公司品牌及产品质量的认可程度不及预期,将影响公司整机的销售,影响业绩。

3. **新冠疫情持续的风险。**2020年,新冠疫情持续影响了全球医院对内窥镜的需求,若新冠疫情持续,海外市场对内窥镜的需求减少,将直接影响公司对史赛克元器件的提供;国内疫情持续,将直接影响公司整机的进院推广,对公司经营造成不利影响。

4. **研发及商业化不达预期的风险。**公司的防雾内镜镜头等产品均在研阶段,可以解决临床的痛点,我们认为针对临床需求的快速更新迭代能力是公司的核心竞争力,一旦公司研发创新或获批不及预期,将直接影响公司院内推广,对公司经营造成不利影响。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	194	925	1093	1351	<b>营业收入</b>	275	336	466	622
现金	83	274	894	1089	营业成本	100	129	174	229
交易性金融资产	0	500	0	0	营业税金及附加	3	4	5	7
应收账款	47	75	100	130	营业费用	5	15	23	37
其它应收款	1	0	0	0	管理费用	26	34	47	62
预付账款	2	6	9	11	研发费用	31	40	54	72
存货	46	52	61	80	财务费用	5	1	1	1
其他	15	18	30	41	资产减值损失	3	4	5	7
<b>非流动资产</b>	223	273	295	288	公允价值变动损益	0	1	1	1
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(1)	10	20	30
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	11	18	20	25
固定资产	111	127	144	154	<b>营业利润</b>	111	138	197	262
无形资产	32	37	38	39	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	69	87	94	75	<b>利润总额</b>	111	138	196	262
其他	10	21	20	19	所得税	15	17	25	34
<b>资产总计</b>	417	1198	1389	1639	<b>净利润</b>	96	121	172	228
<b>流动负债</b>	78	55	75	97	少数股东损益	(0)	(1)	1	1
短期借款	30	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	96	122	171	227
应付款项	22	34	47	62	EBITDA	121	146	205	271
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.41	1.78	2.49	3.32
其他	26	22	28	35	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	19	20	20	20		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	19	19	19	19	<b>成长能力</b>				
其他	0	1	1	0	营业收入	8.83%	22.20%	38.47%	33.57%
<b>负债合计</b>	98	76	95	117	营业利润	34.41%	24.29%	42.49%	33.39%
少数股东权益	4	3	4	5	归属母公司净利润	33.95%	26.40%	40.22%	33.05%
归属母公司股东权益	315	1119	1290	1517	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	417	1198	1389	1639	毛利率	63.68%	61.55%	62.53%	63.14%
					净利率	34.89%	35.86%	36.86%	36.71%
					ROE	35.39%	16.89%	14.13%	16.13%
					ROIC	26.52%	10.62%	13.08%	14.83%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	23.39%	6.31%	6.81%	7.14%
					净负债比率	50.63%	25.70%	20.52%	16.59%
					流动比率	2.49	16.71	14.66	13.91
					速动比率	1.89	15.77	13.84	13.09
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.74	0.42	0.36	0.41
					应收账款周转率	6.86	5.41	5.05	4.97
					应付账款周转率	5.16	4.63	4.35	4.22
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.41	1.78	2.49	3.32
					每股经营现金	1.68	1.25	2.07	2.61
					每股净资产	4.84	16.35	18.84	22.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	66.01	52.22	37.24	27.99
					P/B	19.21	5.68	4.93	4.19
					EV/EBITDA	-0.24	38.47	26.82	19.53

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	115	85	141	179
净利润	96	121	172	228
折旧摊销	9	8	9	10
财务费用	5	1	1	1
投资损失	1	(10)	(20)	(30)
营运资金变动	(40)	(19)	(15)	(17)
其它	43	(15)	(5)	(13)
<b>投资活动现金流</b>	(89)	(545)	478	17
资本支出	(50)	(40)	(30)	0
长期投资	0	2	1	0
其他	(40)	(507)	508	17
<b>筹资活动现金流</b>	1	651	(1)	(1)
短期借款	0	(30)	0	0
长期借款	9	0	0	0
其他	(8)	681	(1)	(1)
<b>现金净增加额</b>	27	192	619	195

资料来源：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>