

2024年04月25日  
海泰新光(688677.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

医疗器械

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

56.7元

股价(2024-04-24)

40.97元

交易数据

总市值(百万元) 4,983.48

流通市值(百万元) 4,983.48

总股本(百万股) 121.64

流通股本(百万股) 121.64

12个月价格区间 40.44/104.11元

## 业绩因库存周期现阶段性波动,存量出清+新品增量有望带来经营回暖

■ 事件: 公司发布 2023 年报及 2024 年一季报。

(1) 2023 年: 公司实现营业收入 4.7 亿元, 同比减少 1.31%; 归母净利润 1.46 亿元, 同比减少 20.19%; 扣非归母净利润 1.36 亿元, 同比减少 19.2%。23Q4, 公司实现营业收入 9435 万元, 同比减少 24.4%; 归母净利润 2752 万元, 同比减少 35.54%; 扣非归母净利润 2537 万元, 同比减少 35.62%; 毛利率 62.2%, 同比提升 1.1pct; 净利率 27.95%, 同比降低 2.94pct。净利率同比下滑主要系当期管理费用率提升明显(22Q4 10.3%→23Q4 16.15%, +5.84pct), 原因为公司实施限制性股票激励计划, 致使股份支付费用同比增加。

(2) 24Q1: 公司实现营业收入 1.17 亿元, 同比减少 20.7%; 归母净利润 3844 万元, 同比减少 20.68%; 扣非归母净利润 3646 万元, 同比减少 21.4%; 毛利率 64.5%, 同比降低 0.04pct; 净利率 32.28%, 同比提升 0.14, 基本保持稳定。

■ 公司业绩出现波动主要与大客户备货周期有关, 自主品牌业务维持高速增长态势。

(1) ODM&OEM 业务: 2023 年, 公司 ODM 业务收入 3 亿元, 占比 65.89%, 同比减少 7.8%; OEM 业务收入 9562 万元, 占比 20.41%, 同比减少 11%。2022 年下半年公司美国客户为新一代内窥镜系统上市备货, 公司荧光腹腔镜发货量在 2022 年下半年大幅增加, 使公司 2022 年业绩相对 2021 年大幅增长 54%, 同时也造成美国客户荧光腹腔镜库存大幅上升。但由于美国客户新系统实际上市时间较原计划延后较多, 直到 2023 年 9 月才正式上市, 使新系统上市后客户在较长的一段时间内以消耗库存为主, 造成公司 2023 年下半年荧光腹腔镜发货下降, 直接影响了公司 2023 年的销售收入。若剔除上述因素, 公司主营业务在近三年保持连续上升趋势。

(2) 自主品牌产品: 2023 年, 公司自主品牌产品实现收入 6416 万元, 占比 13.70%, 同比增长 91.27%, 其中, 公司内窥镜产品在国内市场增长势头强劲, 同比增加约 83%, 主要得益于公司积极开拓国内市场, 完善营销网络体系, 提升品牌影响力。公司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, 正积极向临床医用光学成像解决方案领域拓展。公司已陆续取得光源及摄像系统的产品注册证和生产许可证, 配套内窥镜产品, 组成自主品牌的 4K 内窥镜系统、3D 内窥镜系统和 4K 自动除雾内窥镜整机产品。未来几年, 公司还会持续迭代内窥镜核心部件和整机产品, 持续开发基于多片 CMOS 的摄像系统, 从而进一步提升公司的产品层

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-25.3	-24.2	-48.6
绝对收益	-25.9	-16.7	-60.2

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

李奔 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523110001

liben@essence.com.cn

相关报告

22Q4 及 23Q1 业绩符合预期, 2023-05-02

整机与光学平台放量潜力值得关注

22 年业绩预告符合预期, 内 2023-01-20

窥镜及光学产品持续驱动增长

业绩保持高增长态势, 内窥 2022-11-01

镜业务持续放量, 光学产品贡献增量

次，顺应国产化替代趋势，扩大公司在国内市场的竞争优势、市场份额和影响力。

### 目 公司研发实力强劲，丰富新品梯队驱动长期成长。

2023 年，公司研发投入 6589.33 万元，同比增长 10.01%，研发投入全部费用化；研发投入占比营业收入 14%，同比增加 1.44 pct。在医用内窥镜方面：

- (1) 公司配套美国客户新一代内窥镜系统在 2023 年 9 月正式上市；
- (2) 公司为美国市场开发的新型 4mm 宫腔镜已经完成产品定型，开始进入量产准备，预计 2024 年 6 月会正式推向市场。同时，公司为美国客户配套的 2.9mm 膀胱镜、3mm 小儿腹腔镜以及开放手术外视镜也在开发中，公司与美国客户的合作从原有腹腔内窥镜延展到泌尿、妇科以及开放手术领域；
- (3) 公司针对国内市场的关节镜、三维腹腔内窥镜、胸腔内窥镜完成产品注册，已经开始投放市场；
- (4) 公司针对国内市场的全系列腹腔镜，包括白光、荧光、除雾、3D 荧光、标准长度、加长型、超细型等几十种规格的腹腔镜在陆续注册取证中，预计 2024 年能够完成注册，届时公司腹腔镜将全面覆盖腹腔手术需求；
- (5) 公司针对泌尿科、妇科以及头颈外科开发的宫腔镜、膀胱镜、鼻窦镜等内窥镜产品已经完成产品开发并开始进行注册检验，预计产品在 2024 年中期能够完成注册，这些小镜种将会有力支撑公司在妇科、头颈外科等专科的品牌建设和业务发展；
- (6) 公司第二代内窥镜摄像系统在 2023 年 11 月开始陆续取证，目前已经推出市场并形成销售。

### 目 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 56.7 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 34.2%、30.1%、27.4%，净利润的增速分别为 58.1%、31.9%、30.3%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 56.7 元，相当于 2024 年 30 倍的动态市盈率。

**目 风险提示：**国际贸易形势的不确定性；行业库存消化进度的不确定性；国内医疗政策的不确定性；新品推广进度的不确定性。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	476.8	470.6	631.6	822.0	1,047.0
净利润	182.6	145.7	230.3	303.8	395.7
每股收益(元)	1.50	1.20	1.89	2.50	3.25
每股净资产(元)	10.02	10.63	12.07	14.57	17.82

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	27.3	34.2	21.6	16.4	12.6
市净率(倍)	4.1	3.9	3.4	2.8	2.3
净利润率	38.3%	31.0%	36.5%	37.0%	37.8%
净资产收益率	15.0%	11.3%	15.7%	17.1%	18.3%
股息收益率	1.4%	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%
ROIC	50.2%	23.8%	36.6%	46.4%	43.5%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	476.8	470.6	631.6	822.0	1,047.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	170.0	170.7	217.3	281.8	356.1	营业收入增长率	54.0%	-1.3%	34.2%	30.1%	27.4%
营业税费	4.4	6.4	7.3	9.4	12.7	营业利润增长率	54.0%	-22.0%	63.2%	31.4%	30.2%
销售费用	15.5	18.1	25.3	28.8	36.1	净利润增长率	55.1%	-20.2%	58.1%	31.9%	30.3%
管理费用	42.4	53.3	63.2	75.6	94.2	EBITDA 增长率	55.7%	-7.5%	41.4%	32.6%	27.0%
研发费用	22.1	28.5	80.9	94.5	113.1	EBIT 增长率	56.4%	-11.5%	43.3%	33.4%	28.3%
财务费用	-13.2	-4.9	-3.0	-2.0	-1.0	NOPLAT 增长率	45.9%	-18.9%	65.6%	32.4%	30.7%
资产减值损失	-2.8	-4.6	-3.2	-3.5	-3.8	投资资本增长率	71.2%	7.6%	4.4%	39.5%	5.7%
加:公允价值变动收益	-	0.5	1.6	-	-	净资产增长率	11.7%	5.7%	13.7%	20.8%	22.4%
投资和汇兑收益	5.3	-3.7	-2.9	-2.4	-3.0						
营业利润	206.3	161.0	262.6	345.1	449.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.8	-0.7	-0.7	-0.1	-0.2	毛利率	64.3%	63.7%	65.6%	65.7%	66.0%
利润总额	205.5	160.2	262.0	345.0	449.3	营业利润率	43.3%	34.2%	41.6%	42.0%	42.9%
减:所得税	23.8	18.1	30.5	39.7	51.5	净利润率	38.3%	31.0%	36.5%	37.0%	37.8%
净利润	182.6	145.7	230.3	303.8	395.7	EBITDA/营业收入	55.9%	52.4%	55.2%	56.2%	56.1%
						EBIT/营业收入	53.0%	47.5%	50.7%	52.0%	52.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	196	300	243	220	194
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	78	124	96	103	114
货币资金	636.2	592.3	752.5	798.8	1,167.2	流动资产周转天数	672	697	570	529	527
交易性金融资产	-	38.4	40.0	40.0	40.0	应收帐款周转天数	67	76	69	71	72
应收帐款	114.7	85.1	158.0	166.0	254.1	存货周转天数	77	118	83	89	94
应收票据	3.6	3.0	1.5	6.3	4.4	总资产周转天数	972	1,067	866	788	746
预付帐款	6.6	3.4	8.1	7.6	12.3	投资资本周转天数	348	462	365	343	323
存货	138.0	170.8	119.4	288.7	256.4						
其他流动资产	19.3	11.8	15.5	13.7	8.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.0%	11.3%	15.7%	17.1%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.0%	10.2%	14.1%	15.6%	16.7%
长期股权投资	25.0	13.6	13.6	13.6	13.6	ROIC	50.2%	23.8%	36.6%	46.4%	43.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	391.0	393.0	460.2	546.2	580.7	销售费用率	3.3%	3.8%	4.0%	3.5%	3.5%
在建工程	7.0	15.0	15.0	15.0	15.0	管理费用率	8.9%	11.3%	10.0%	9.2%	9.0%
无形资产	30.7	30.6	29.3	27.9	26.6	研发费用率	4.6%	6.1%	12.8%	11.5%	10.8%
其他非流动资产	21.4	37.8	30.3	33.3	6.0	财务费用率	-2.8%	-1.0%	-0.5%	-0.2%	-0.1%
资产总额	1,393.5	1,394.8	1,643.4	1,957.1	2,384.4	三费/营业收入	9.4%	14.1%	13.5%	12.5%	12.4%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	107.6	53.6	120.1	126.3	184.5	资产负债率	12.3%	7.3%	10.6%	9.3%	8.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	14.0%	7.9%	11.9%	10.3%	9.8%
其他流动负债	59.6	31.8	43.8	42.8	15.7	流动比率	5.49	10.60	6.68	7.82	8.70
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	4.67	8.60	5.95	6.11	7.42
其他非流动负债	3.8	16.7	10.2	13.5	11.9	利息保障倍数	-19.15	-45.96	-106.82	-213.82	-548.56
负债总额	171.0	102.1	174.2	182.5	212.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	3.2	0.2	1.3	2.8	4.8	DPS(元)	0.57	-	0.72	-	-
股本	87.0	121.6	121.6	121.6	121.6	分红比率	38.0%	0.0%	38.2%	0.0%	0.0%
留存收益	1,163.2	1,203.8	1,346.3	1,650.1	2,045.9	股息收益率	1.4%	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%
股东权益	1,222.5	1,292.7	1,469.2	1,774.6	2,172.3						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	181.7	142.2	230.3	303.8	395.7
						加:折旧和摊销	13.9	22.8	27.9	34.5	38.4
						资产减值准备	2.8	4.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-0.5	1.6	-	-
						财务费用	0.4	0.5	-3.0	-2.0	-1.0
						投资收益	-5.3	3.7	2.9	2.4	3.0
						少数股东损益	-0.9	-3.5	1.2	1.5	2.0
						营运资金的变动	-61.8	-32.0	45.8	-176.5	8.7
						经营活动产生现金流量	104.4	158.1	306.6	163.7	446.8
						投资活动产生现金流量	-126.1	-92.7	-99.9	-121.5	-74.6
						融资活动产生现金流量	-71.0	-110.2	-46.6	4.1	-3.8
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	1.50	1.20	1.89	2.50	3.25
						BVPS(元)	10.02	10.63	12.07	14.57	17.82
						PE(X)	27.3	34.2	21.6	16.4	12.6
						PB(X)	4.1	3.9	3.4	2.8	2.3
						P/FCF	-80.0	57.6	23.9	104.4	14.7
						P/S	10.5	10.6	7.9	6.1	4.8
						EV/EBITDA	34.5	23.6	12.0	8.9	6.4
						CAGR(%)	18.9%	40.9%	25.5%	18.9%	40.9%
						PEG	1.4	0.8	0.8	0.9	0.3
						ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034