

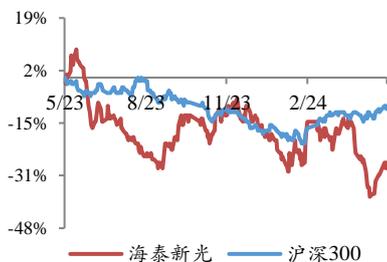
## 2023 年受大客户新品延期影响，2024 年改善可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-09

收盘价(元)	47.25
近12个月最高/最低(元)	105.68/39.11
总股本(百万股)	122
流通股本(百万股)	122
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	57

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

### 相关报告

- 【华安医药】公司点评海泰新光：公司业绩低点或现，预计2023Q4环比改善 2023-10-23
- 2.23Q2业绩环比下降，等待新产品和新订单落地 2023-09-07
- 【华安医药】海泰新光：光学技术

### 主要观点：

#### ✓ 事件：

公司发布2023年年报，2023年实现收入4.71亿元(yoy-1.31%)，归母净利润1.46亿元(yoy-20.19%)，扣非净利润1.36亿元(yoy-19.20%)。

2024年一季度，公司实现收入1.18亿元(yoy-20.74%)，归母净利润0.38亿元(yoy-20.68%)，扣非净利润0.36亿元(yoy-21.40%)。

#### ✓ 事件点评：

- 2023年公司收入受大客户采购节奏影响有所下降，2024Q1镜体发货已经恢复

2023年公司国外收入3.27亿元(-10.19%)，主要是供应美国大客户史赛克，2023年受大客户1788内窥镜系统推出延期(较预期延期了近2个季度)，公司的发货节奏放缓，收入因此有一些下降。2024Q1公司镜体发货量预计已经基本回到了2023年同期水平，史赛克1788内窥镜系统上市后，市场反馈较好，预计2023Q4已经消化了较多的镜体库存。公司是史赛克1788内窥镜系统中非常重要的供应商，其中荧光镜体、光源模组、适配镜头等组件均由公司独家提供。展望未来，我们预计1788内窥镜系统在北美、日本、欧洲等多个区域上市并放量，将带动公司业绩持续增长。

另外，公司与史赛克的合作进一步深化，包括代工4mm宫腔镜(进入量产阶段，2024年6月上市)、2.9mm膀胱镜、3mm小儿腹腔镜以及开放手术外视镜，未来也会考虑将海泰新光除雾功能整合到史赛克的系统中。公司与大客户的合作从原有腹腔内窥镜，已经延展到泌尿、妇科以及开放手术领域。而且，公司在美国设子公司，用于承担与史赛克的沟通、镜体的维修以及前沿技术的研发等职能，未来史赛克的订单会直接下达至公司美国子公司，双方沟通更顺畅，公司在泰国也同步建有工厂用于组装，产能充足，用于降低关税对公司的影响。

- 镜种更丰富，科室覆盖能力提升，国内整机业务值得期待

公司国内市场的产品布局也越来越全面，目前公司关节镜、三维腹腔镜内窥镜、胸腔内窥镜已完成产品注册，并在市场销售；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；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。

另外，公司三条整机销售渠道各有特色。联营子公司国药新光4K

超高清内窥镜系统和4K除雾内窥镜均已获证，借助国药器械的渠道实现销售；中国史赛克的赛镜TS88 4K荧光内窥镜系统（具有除雾功能）也已在国内获批上市，采购公司的光源、摄像、镜体后配合史赛克的台车等设备组合成整机销售，品牌力更强，目前已在市场上有中标。公司自主品牌二代整机自2023年11月取证，借助公司自身在山东省内医疗机构的影响力实现销售，未来可能会在全国范围内签更多的经销商。整体来看，公司国内整机业务三条主线平稳推进，未来放量可期。

### ● 投资建议

我们预计公司2024-2026年收入端有望分别实现5.92亿元、7.04亿元、8.44亿元，收入同比增速分别为25.8%、18.9%和19.9%，归母净利润预计2024-2026年分别实现2.00亿元、2.60亿元和3.15亿元，利润同比增速分别为37.4%、29.7%和21.1%。2024-2026年对应的EPS分别约1.65元、2.14元和2.59元，对应的PE估值分别为29倍、22倍和18倍，考虑到公司硬镜产品行业领先，在光学技术积累深厚，和大客户史赛克的合作紧密，且自身从零部件进军整机系统，未来在国产替代浪潮中有望取得一定市场份额，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

市场竞争加剧风险。

产品研发不及预期风险。

大客户供应链体系变化风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	471	592	704	844
收入同比 (%)	-1.3%	25.8%	18.9%	19.9%
归属母公司净利润	146	200	260	315
净利润同比 (%)	-20.2%	37.4%	29.7%	21.1%
毛利率 (%)	63.7%	64.8%	65.4%	66.0%
ROE (%)	11.3%	13.4%	14.8%	15.2%
每股收益 (元)	1.20	1.65	2.14	2.59
P/E	44.36	28.70	22.12	18.27
P/B	5.01	3.85	3.28	2.78
EV/EBITDA	32.13	19.20	15.76	12.25

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	905	1049	1265	1538	<b>营业收入</b>	471	592	704	844
现金	592	736	819	1094	营业成本	171	208	243	287
应收账款	84	134	138	188	营业税金及附加	6	5	6	8
其他应收款	1	0	2	1	销售费用	18	21	25	30
预付账款	3	6	7	7	管理费用	53	65	70	84
存货	171	121	245	192	财务费用	-5	-2	-15	-16
其他流动资产	53	52	54	56	资产减值损失	-5	0	0	0
<b>非流动资产</b>	490	599	647	717	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	14	14	14	14	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	393	508	558	628	<b>营业利润</b>	161	220	286	346
无形资产	31	30	30	30	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	53	47	46	45	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1395	1648	1911	2255	<b>利润总额</b>	160	220	286	346
<b>流动负债</b>	85	143	153	190	所得税	18	25	32	39
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	142	195	253	307
应付账款	40	66	65	90	少数股东损益	-4	-5	-6	-8
其他流动负债	45	77	88	100	<b>归属母公司净利润</b>	146	200	260	315
<b>非流动负债</b>	17	17	17	17	EBITDA	183	261	313	380
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.20	1.65	2.14	2.59
其他非流动负债	17	17	17	17					
<b>负债合计</b>	102	160	170	206					
少数股东权益	0	-5	-11	-19	<b>主要财务比率</b>				
股本	122	122	122	122	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	656	656	656	656	<b>成长能力</b>				
留存收益	515	715	975	1290	营业收入	-1.3%	25.8%	18.9%	19.9%
归属母公司股东权	1293	1493	1753	2067	营业利润	-22.0%	36.8%	29.7%	21.1%
<b>负债和股东权益</b>	1395	1648	1911	2255	归属于母公司净利	-20.2%	37.4%	29.7%	21.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	63.7%	64.8%	65.4%	66.0%
					净利率 (%)	31.0%	33.8%	36.9%	37.3%
					ROE (%)	11.3%	13.4%	14.8%	15.2%
					ROIC (%)	10.9%	13.0%	13.8%	14.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	7.3%	9.7%	8.9%	9.2%
					净负债比率 (%)	7.9%	10.7%	9.7%	10.1%
					流动比率	10.60	7.34	8.27	8.11
					速动比率	8.50	6.41	6.59	7.03
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.34	0.39	0.40	0.41
					应收账款周转率	4.74	5.44	5.18	5.18
					应付账款周转率	3.41	3.92	3.72	3.72
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.20	1.65	2.14	2.59
					每股经营现金流薄)	1.30	2.43	1.42	3.25
					每股净资产	10.63	12.27	14.41	16.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.36	28.70	22.12	18.27
					P/B	5.01	3.85	3.28	2.78
					EV/EBITDA	32.13	19.20	15.76	12.25

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师：**李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。