

海泰新光 (688677.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024 年 5 月 18 日

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 45.07 元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

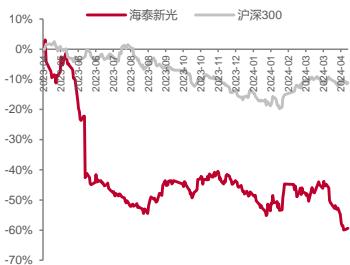
分析师: 于佳喜

执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	122
流通股本(百万股)	122
市价(元)	45.07
市值(百万元)	5,482
流通市值(百万元)	5,482

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 海泰新光 (688677.SH): 平台技术塑造硬镜领军者, 国产整机蓄势待发
- 2 海泰新光 2022 年年报点评: 硬镜龙头业绩持续高增, 自主新品即将进入放量期
- 3 海泰新光 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 2023H2 多款新品有望落地

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	477	471	651	850	1,106
增长率 yoy%	54%	-1%	38%	31%	30%
净利润(百万元)	183	146	242	314	404
增长率 yoy%	55%	-20%	66%	30%	29%
每股收益(元)	1.50	1.20	1.99	2.58	3.32
每股现金流量	0.86	1.30	1.88	2.53	3.42
净资产收益率	15%	11%	16%	17%	19%
P/E	30	38	23	17	14
P/B	4	4	4	3	3

注: 股价信息截止时间 2024 年 5 月 18 日

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2023 年年报以及 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 4.71 亿元, 同比下降 1.31%, 实现归母净利润 1.46 亿元, 同比下降 20.19%, 扣非净利润 1.36 亿元, 同比下降 19.20%。2024 年一季度, 公司实现营业收入 1.18 亿元, 同比下降 20.74%, 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比下降 20.68%, 实现扣非净利润 0.36 亿元, 同比下降 21.40%。
- **分季度看:** 2023 年单四季度公司实现营业收入 0.94 亿元, 同比下降 31.21%, 归母净利润 0.28 亿元, 同比下降 35.54%, 扣非净利润 0.25 亿元, 同比下降 35.62%。公司单季度业绩增速有所放缓, 主要与大客户荧光腹腔镜库存消化、新系统上市推迟有关。2024 年一季度, 公司实现营业收入 1.18 亿元, 同比下降 20.74%, 环比增长 24.68%, 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比下降 20.68%, 环比增长 39.68%, 实现扣非净利润 0.36 亿元, 同比下降 21.40%, 环比增长 43.71%, 呈现出良好的恢复趋势。
- **股份支付增加、投资损失、厂房设备折旧等影响短期利润率。** 2023 年公司销售费用率 3.85%, 同比提升 0.59 pp, 管理费用率 11.32%, 同比提升 2.43 pp, 研发费用率 14.00%, 同比提升 1.44 pp, 财务费用率 -1.03%, 同比提升 1.73 pp, 伴随公司持续扩大市场拓展以及新品研发, 期间费用率有所提升。2023 年公司毛利率 63.72%, 同比下降 0.63pp, 基本保持稳定, 净利率 30.21%, 同比下降 7.90 pp, 受股权激励费增加、联营企业投资损失、厂房设备折旧增加等因素影响, 公司净利率有所降低。
- **高基数影响下内镜业务表现稳健, 国内整机突破+海外新品放量有望驱动 2024 年业绩加速。** 2023 年, 公司医用内窥镜器械收入 3.71 亿元, 同比增长 1.42%, 在同期客户备货形成的高基数下保持稳健增长。2023 年 9 月海外大客户新一代摄像系统正式上市, 原有腹腔镜库存快速消化, 未来有望签署新一轮采购订单, 同时宫腔镜、尿道镜等新品合作也在快速推进, 有望进一步贡献增量业绩。在国内市场, 公司自主整机、史赛克合作、国药新光 3 条渠道均实现突破, 相关产品陆续完成注册拿证, 2024 年有望开始商业化销售。在国内整机突破+海外大客户新品放量驱动下, 我们预计 2024 年公司有望走出业绩拐点, 迎来加速增长。
- **需求波动影响光学产品增速, 更多创新产品有望逐渐成熟。** 2023 年公司光学产品收入 0.97 亿元, 同比下降 11.63%, 因下游需求变化光学业务短期有所波动。公司以光学设计、加工、镀膜、检测等技术能力为基础, 在医用光学、工业激光和生物识别等应用开发多款光学产品和光学器件, 不断拓展下游应用场景已在金融、医疗、部队、教育等多领域开始探索应用, 未来有望逐渐实现规模化生产销售, 实现快速增长。
- **盈利预测与投资建议:** 根据公告数据, 我们调整盈利预测, 预计海外业务有望顺利推进, 国内业务有望持续加速, 公司业绩有望持续快速增长, 预计 2024-2026 年公司收入 6.51、8.50、11.06 亿元, (调整前 24-25 年 6.52、8.52 亿元), 同比增长 38%、31%、30%, 2024-2026 年净利润 2.42、3.14、4.04 亿元 (调整前 24-25 年 2.55、3.32 亿元), 同比增长 66%、30%、29%。公司当前股价对应 2024-2026 年约 23、17、14 倍 PE, 考虑公司是国内硬镜行业龙头企业, 未来随着更多海外订单的不断收获以及国内整机业务的快速增长, 公司业绩有望持续兑现, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险, 与史赛克的 ODM 合作模式风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

## 内容目录

全年业绩相对稳健，Q1 环比快速提升 .....	- 3 -
内镜业务有望迎来拐点，光学应用场景持续拓展 .....	- 5 -
风险提示 .....	- 6 -

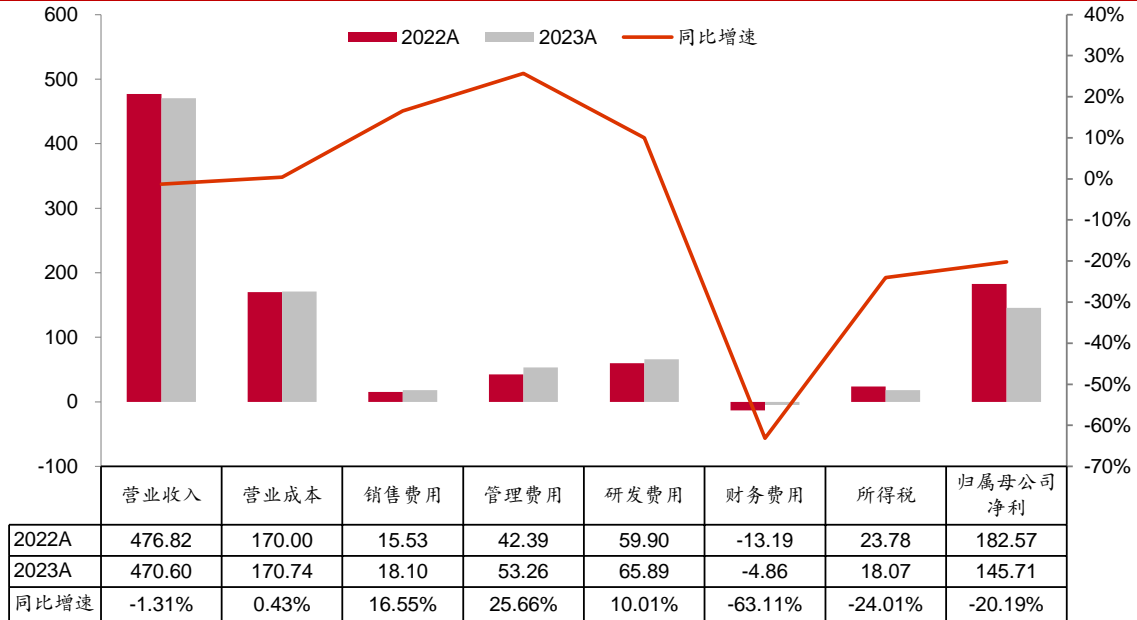
## 图表目录

图表 1: 海泰新光主要财务指标变化/百万元 .....	- 3 -
图表 2: 海泰新光营业收入增长情况/百万元 .....	- 3 -
图表 3: 海泰新光归母净利润情况/百万元 .....	- 3 -
图表 4: 海泰新光分季度财务数据/百万元 .....	- 4 -
图表 5: 海泰新光分季度营业收入变化/百万元 .....	- 4 -
图表 6: 海泰新光分季度归母净利润变化/百万元 .....	- 4 -
图表 7: 海泰新光期间费用率变化 .....	- 5 -
图表 8: 海泰新光利润率变化趋势 .....	- 5 -
图表 9: 海泰新光医疗器件营业收入/百万元 .....	- 5 -
图表 10: 海泰新光光学器件营业收入/百万元 .....	- 5 -
图表 11: 海泰新光财务模型预测 .....	- 7 -

## 全年业绩相对稳健，Q1 环比快速提升

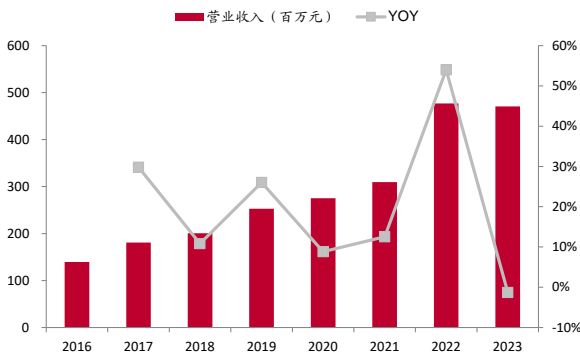
- 2023 年公司实现营业收入 4.71 亿元，同比下降 1.31%，实现归母净利润 1.46 亿元，同比下降 20.19%，扣非净利润 1.36 亿元，同比下降 19.20%。

图表 1：海泰新光主要财务指标变化/百万元



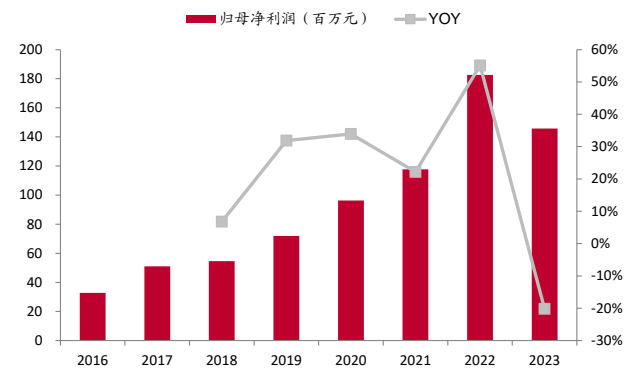
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：海泰新光营业收入增长情况/百万元



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：海泰新光归母净利润情况/百万元



来源：wind，中泰证券研究所

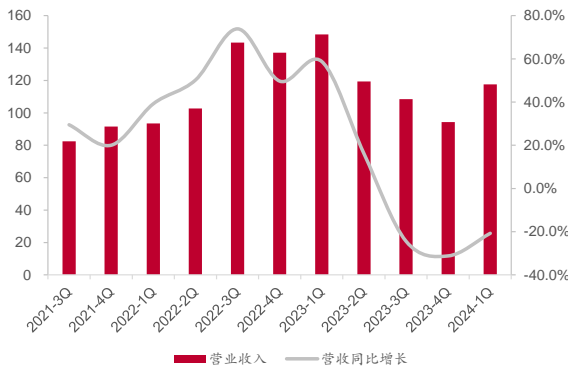
- **分季度看：**2023 年单四季度公司实现营业收入 0.94 亿元，同比下降 31.21%，归母净利润 0.28 亿元，同比下降 35.54%，扣非净利润 0.25 亿元，同比下降 35.62%。公司单季度业绩增速有所放缓，主要与大客户荧光腹腔镜库存消化、新系统上市推迟有关。2024 年一季度，公司实现营业收入 1.18 亿元，同比下降 20.74%，环比增长 24.68%，实现归母净利润 0.38 亿元，同比下降 20.68%，环比增长 39.68%，实现扣非净利润 0.36 亿元，同比下降 21.40%，环比增长 43.71%，呈现出良好的恢复趋势。

图表 4: 海泰新光分季度财务数据/百万元

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	82.49	91.61	93.49	102.74	143.44	137.15	148.43	119.38	108.44	94.35	117.64
营收同比增长	29.50%	20.03%	39.20%	50.18%	73.89%	49.71%	58.77%	16.20%	-24.40%	-31.21%	-20.74%
营收环比增长	20.58%	11.06%	2.05%	9.89%	39.61%	-4.39%	8.22%	-19.57%	-9.16%	-12.99%	24.68%
营业成本	29.23	36.35	32.23	34.85	49.57	53.35	52.63	43.47	38.97	35.67	41.77
销售费用	3.53	1.53	2.62	4	3.99	4.92	3.8	4.63	4.66	5.00	4.35
管理费用	7.51	10.31	8.23	9.7	10.33	14.14	12.79	11.94	13.30	15.24	11.35
财务费用	-1.04	1.15	-1.13	-7.67	-4.31	-0.08	2.3	-6.36	-0.53	-0.27	-2.08
营业利润	36.24	29.86	41.24	52.23	68.39	44.45	55.89	45.92	31.66	27.49	43.67
利润总额	36.23	29.34	41.10	51.51	68.37	44.51	55.85	45.68	31.66	27.04	43.66
所得税	3.58	3.33	5.49	7.81	8.33	2.15	8.14	5.70	3.56	0.67	5.69
归母净利润	32.90	26.01	35.79	44.08	60.01	42.69	48.46	40.87	28.86	27.52	38.44
归母净利润同比	30.25%	24.21%	36.97%	34.88%	82.40%	64.13%	35.40%	-7.28%	-51.91%	-35.54%	-20.68%

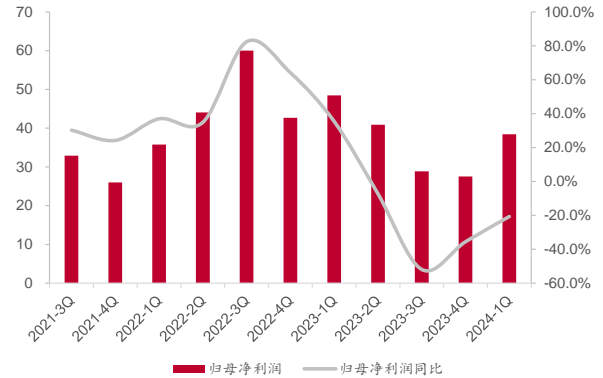
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 海泰新光分季度营业收入变化/百万元



来源: wind, 中泰证券研究所

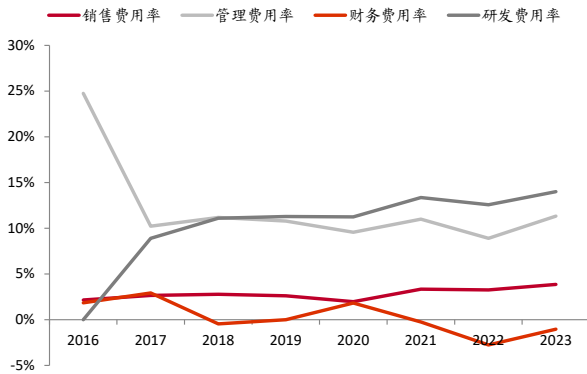
图表 6: 海泰新光分季度归母净利润变化/百万元



来源: wind, 中泰证券研究所

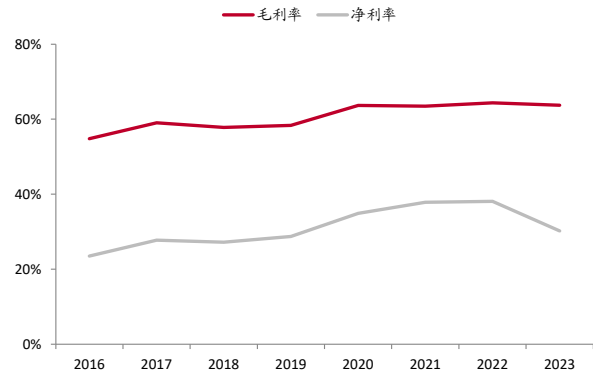
- 股份支付增加、投资损失、厂房设备折旧等影响短期利润率。**2023 年公司销售费用率 3.85%，同比提升 0.59 pp，管理费用率 11.32%，同比提升 2.43 pp，研发费用率 14.00%，同比提升 1.44 pp，财务费用率 -1.03%，同比提升 1.73 pp，伴随公司持续扩大市场拓展以及新品研发，期间费用率有所提升。2023 年公司毛利率 63.72%，同比下降 0.63pp，基本保持稳定，净利率 30.21%，同比下降 7.90 pp，受股权激励费增加、联营企业投资损失、厂房设备折旧增加等因素影响，公司净利率有所降低。

图表 7: 海泰新光期间费用率变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 海泰新光利润率变化趋势

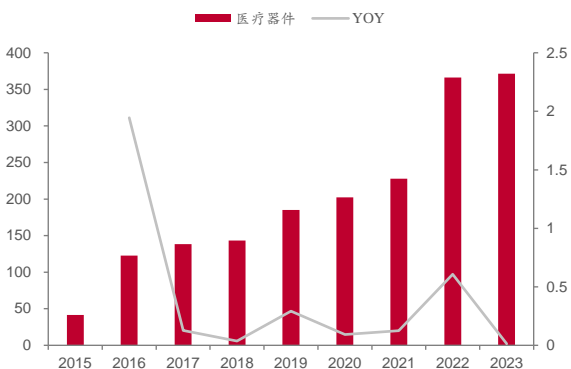


来源: wind, 中泰证券研究所

### 内镜业务有望迎来拐点，光学应用场景持续拓展

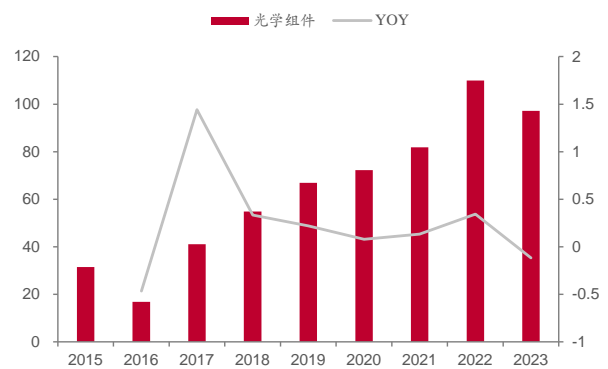
- **高基数影响下内镜业务表现稳健，国内整机突破+海外新品放量有望驱动 2024 年业绩加速。**2023 年，公司医用内窥镜器械收入 3.71 亿元，同比增长 1.42%，在同期客户备货形成的高基数下保持稳健增长。2023 年 9 月海外大客户新一代摄像系统正式上市，市场反馈良好，原有腹腔镜库存快速消化，未来有望签署新一轮采购订单，同时宫腔镜、尿道镜等新品合作也在快速推进，有望进一步贡献增量业绩。在国内市场，公司自主整机、史赛克合作、国药新光 3 条渠道均实现突破，相关产品陆续完成注册拿证，2024 年有望开始商业化销售。在国内整机突破+海外大客户新品放量驱动下，我们预计 2024 年公司有望走出业绩拐点，迎来加速增长。
- **需求波动影响光学产品增速，更多创新产品有望逐渐成熟。**2023 年公司光学产品收入 0.97 亿元，同比下降 11.63%，因下游需求变化光学业务短期有所波动。公司以光学设计、加工、镀膜、检测等技术能力为基础，在医用光学、工业激光和生物识别等应用开发多款光学产品和光学器件，不断拓展下游应用场景已在金融、医疗、部队、教育等多领域开始探索应用，未来有望逐渐实现规模化生产销售，实现快速增长。

图表 9: 海泰新光医疗器件营业收入/百万元



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 海泰新光光学器件营业收入/百万元



来源: wind, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **市场竞争风险：**随着公司下游相关应用场景日趋成熟，未来公司的同行业竞争对手数量可能将进一步增加，若公司不能紧跟市场发展趋势，满足客户需求变化，在人才储备、技术研发、产品更新和客户服务等方面进一步增强实力，则公司将可能面临市场竞争加剧的风险，进而对业绩增长产生不利影响。
- **与史赛克的 ODM 合作模式风险：**公司与史赛克采取 ODM 的业务合作模式。在 ODM 业务模式下，史赛克仅对产品的功能或外观、接口、标识和包装等提出需求并对公司进行质量管理体系审核。在产品功能实现及应用过程中涉及的研发和生产工艺均为公司自主进行，公司拥有产品相关的核心技术及知识产权，不存在来源于史赛克的情况。未来，若双方因知识产权、合作模式、合同条款等问题产生纠纷，可能对双方的合作关系产生重大不利影响，进而影响公司的销售经营。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 11: 海泰新光财务模型预测

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
货币资金	592	491	633	899	营业收入	471	651	850	1,106
应收票据	3	0	0	0	营业成本	171	227	294	377
应收账款	84	117	146	187	税金及附加	6	3	3	4
预付账款	3	6	9	10	销售费用	18	21	25	34
存货	171	181	221	264	管理费用	53	65	82	109
合同资产	0	0	0	0	研发费用	66	72	91	121
其他流动资产	51	52	56	62	财务费用	-5	-11	-1	2
流动资产合计	905	848	1,065	1,422	信用减值损失	1	0	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-5	-1	-1	-1
长期股权投资	14	14	14	14	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	393	781	1,209	1,672	投资收益	-4	-1	-1	-1
在建工程	15	115	115	15	其他收益	7	0	0	0
无形资产	31	28	26	25	营业利润	161	272	353	455
其他非流动资产	38	38	38	39	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	490	976	1,402	1,764	营业外支出	1	0	0	0
资产合计	1,395	1,824	2,466	3,186	利润总额	160	272	353	455
短期借款	0	97	226	335	所得税	18	30	39	50
应付票据	0	0	0	0	净利润	142	242	314	405
应付账款	40	45	60	78	少数股东损益	-4	0	1	1
预收款项	0	0	0	1	归属母公司净利润	146	242	313	404
合同负债	2	9	12	15	NOPLAT	138	233	313	407
其他应付款	14	14	14	14	EPS (按最新股本摊薄)	1.20	1.99	2.58	3.32
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	27	31	36	45	主要财务比率				
流动负债合计	85	198	350	489	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-1.3%	38.3%	30.7%	30.1%
其他非流动负债	17	17	17	17	EBIT增长率	-19.2%	68.2%	34.7%	29.8%
非流动负债合计	17	117	317	517	归母公司净利润增长率	-20.2%	65.9%	29.8%	28.9%
负债合计	102	315	667	1,006	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,293	1,509	1,798	2,178	毛利率	63.7%	65.1%	65.4%	65.9%
少数股东权益	0	1	1	2	净利率	30.2%	37.2%	37.0%	36.6%
所有者权益合计	1,293	1,509	1,799	2,180	ROE	11.3%	16.0%	17.4%	18.5%
负债和股东权益	1,395	1,824	2,466	3,186	ROIC	12.7%	16.0%	15.6%	15.5%
					偿债能力				
					资产负债率	7.3%	17.3%	27.0%	31.6%
					债务权益比	1.5%	14.3%	30.3%	39.2%
					流动比率	10.6	4.3	3.0	2.9
					速动比率	8.6	3.4	2.4	2.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.3
					应收账款周转天数	76	55	56	54
					应付账款周转天数	106	68	64	66
					存货周转天数	326	280	246	231
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.20	1.99	2.58	3.32
					每股经营现金流	1.30	1.87	2.54	3.42
					每股净资产	10.63	12.40	14.78	17.91
					估值比率				
					P/E	38	23	17	14
					P/B	4	4	3	3
					EV/EBITDA	43	27	19	14

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。