

短期业绩承压，订单放量节奏有望恢复

——海泰新光 2024 年半年报点评

核心观点

- **大客户高库存逐渐消化，边际有望改善。**2024H1，公司实现营收 2.2 亿元，同比-17.7%，主要系 2023H1 美国大客户为新系统的发布持续集中备货，一方面造成同期基数较高，另一方面客户为消化高库存后续进货节奏放缓；实现归母净利润 0.71 亿元，同比-21.0%，主要系营收规模同比下降，以及在研发投入、市场开拓、国外建厂等方面投入增加所致。根据公司公告，客户新一代内窥镜系统销售持续增长，随着客户库存量下降到较低水平，作为其内窥镜核心部件唯一供应商，公司发货量将逐渐回升。
- **积极开拓国内市场，加快布局海外业务。**公司积极开拓国内市场，截至 2024H1，第二代 4K 内窥镜系统已累计发货超 100 套，带动整机设备营收同比增长 200%，为自主品牌建设和整机业务拓展打下良好基础。另外，2024H1 公司全资子公司美国奥美克通过大客户认证，后续客户订单调整为下达到美国奥美克，该业务流程已进入测试阶段；泰国子公司生产能力建设和相关认证进度正持续推进，有利于规避国际政策如关税的影响，确保海外业务稳健发展。
- **毛利率基本稳定，持续研发推进新品上市。**2024H1，公司毛利率 64.1%（同比-0.02pct），基本保持稳定；销售费用率 4.7%（同比+1.5pct），管理费用率 10.9%（同比+1.7pct），研发费用率 14.0%（同比+1.1pct），费用增加主要系公司持续加大研发投入、积极开拓国内市场、加快海外业务布局所致。在研发端，公司重视新产品的自主创新，2024H1 成功获得 2 款胸腹腔内窥镜（4K 荧光、4K）、宫腔内窥镜（4K）、膀胱内窥镜（4K）、4K 内窥镜摄像系统 N780 的注册证和生产许可，其中 4K 内窥镜摄像系统，与特定内窥镜配合使用，可实现术中除雾功能；胸腹腔内窥镜（4K 荧光）与特定部件配合使用则可提供荧光影像。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年半年度报告，我们下调收入增速，调整 2024-26 年每股收益预测分别为 1.57/2.09/2.58（原预测 24-26 年为 1.69/2.34/3.01）元，根据可比公司给予 24 年 27 倍 PE，对应的目标价为 42.39 元，维持“买入”评级。

风险提示

大客户依赖风险、地缘政治风险、国内市场拓展不及预期风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	477	471	573	723	913
同比增长(%)	54.0%	-1.3%	21.8%	26.2%	26.2%
营业利润(百万元)	206	161	211	281	346
同比增长(%)	54.0%	-22.0%	31.3%	33.1%	23.1%
归属母公司净利润(百万元)	183	146	189	252	312
同比增长(%)	55.1%	-20.2%	29.7%	33.4%	23.6%
每股收益(元)	1.51	1.21	1.57	2.09	2.58
毛利率(%)	64.3%	63.7%	64.7%	65.2%	65.8%
净利率(%)	38.3%	31.0%	33.0%	34.8%	34.1%
净资产收益率(%)	15.8%	11.6%	13.8%	16.0%	16.8%
市盈率	19.6	24.5	18.9	14.2	11.5
市净率	2.9	2.8	2.5	2.1	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月16日）	29.61元
目标价格	42.39元
52周最高价/最低价	61.11/29.46元
总股本/流通A股（万股）	12,061/12,061
A股市值（百万元）	3,571
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年08月18日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-6.48	-12.06	-33.36	-37.43
相对表现%	-6.9	-7.7	-25.26	-25.05
沪深300%	0.42	-4.36	-8.1	-12.38



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860524020001
 香港证监会牌照：BRX199

相关报告

业绩短期承压，国内市场快速拓展：—— 2024-04-30
 海泰新光 2023 年报&2024 一季报点评
 硬镜 ODM+整机+光学产品三轮驱动，国产替代前景可期：——海泰新光首次覆盖报告 2023-07-05

表 1: 可比公司估值表 (2024 年 8 月 16 日收盘价)

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
开立医疗	300633	33.32	1.05	1.34	1.71	31.73	24.93	19.52
美好医疗	301363	27.66	0.77	0.97	1.21	35.90	28.62	22.83
奕瑞科技	688301	93.65	4.25	5.78	7.23	22.01	16.20	12.95
康众医疗	688607	10.94	0.17	0.41	0.54	62.55	26.78	20.30
乐心医疗	300562	9.20	0.16	0.30	0.40	58.08	30.92	22.95
	最大值					62.55	30.92	22.95
	最小值					22.01	16.20	12.95
	平均数					42.05	25.49	19.71
	调整后平均					42	27	21

数据来源: wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	636	592	740	880	1,060	营业收入	477	471	573	723	913
应收票据、账款及款项融资	127	94	121	155	186	营业成本	170	171	202	252	313
预付账款	7	3	6	8	8	销售费用	16	18	25	34	48
存货	138	171	162	219	278	管理费用	42	53	63	73	91
其他	11	45	20	25	31	研发费用	60	66	83	93	123
流动资产合计	918	905	1,048	1,287	1,563	财务费用	(13)	(5)	(6)	(8)	(9)
长期股权投资	25	14	14	14	14	资产、信用减值损失	4	4	(0)	2	2
固定资产	391	393	436	473	504	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	7	15	19	20	20	投资净收益	5	(4)	1	1	1
无形资产	31	31	31	31	31	其他	3	0	3	2	(1)
其他	21	38	28	28	28	营业利润	206	161	211	281	346
非流动资产合计	475	490	528	564	596	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,394	1,395	1,576	1,851	2,160	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	205	160	211	281	345
应付票据及应付账款	60	40	57	73	84	所得税	24	18	24	32	39
其他	107	45	65	74	63	净利润	182	142	187	249	306
流动负债合计	167	85	122	147	147	少数股东损益	(1)	(4)	(2)	(3)	(5)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	183	146	189	252	312
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.51	1.21	1.57	2.09	2.58
其他	4	17	9	10	12						
非流动负债合计	4	17	9	10	12	主要财务比率					
负债合计	171	102	130	157	159		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3	0	(2)	(5)	(11)	成长能力					
实收资本 (或股本)	87	122	121	121	121	营业收入	54.0%	-1.3%	21.8%	26.2%	26.2%
资本公积	661	622	657	657	657	营业利润	54.0%	-22.0%	31.3%	33.1%	23.1%
留存收益	472	548	670	922	1,234	归属于母公司净利润	55.1%	-20.2%	29.7%	33.4%	23.6%
其他	(1)	1	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,222	1,293	1,446	1,694	2,001	毛利率	64.3%	63.7%	64.7%	65.2%	65.8%
负债和股东权益总计	1,394	1,395	1,576	1,851	2,160	净利率	38.3%	31.0%	33.0%	34.8%	34.1%
						ROE	15.8%	11.6%	13.8%	16.0%	16.8%
						ROIC	14.5%	10.9%	13.2%	15.4%	16.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	12.3%	7.3%	8.3%	8.5%	7.4%
净利润	182	142	187	249	306	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	12	22	30	35	39	流动比率	5.49	10.60	8.60	8.76	10.61
财务费用	(13)	(5)	(6)	(8)	(9)	速动比率	4.65	8.53	7.24	7.22	8.66
投资损失	(5)	4	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(59)	(61)	10	(73)	(89)	应收账款周转率	5.4	4.7	5.7	5.4	5.5
其它	(12)	57	0	3	3	存货周转率	1.6	1.1	1.2	1.3	1.2
经营活动现金流	104	158	219	205	249	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
资本支出	(171)	(33)	(77)	(71)	(71)	每股指标 (元)					
长期投资	(24)	11	0	0	0	每股收益	1.51	1.21	1.57	2.09	2.58
其他	70	(71)	27	(3)	(4)	每股经营现金流	1.20	1.30	1.82	1.70	2.07
投资活动现金流	(126)	(93)	(51)	(74)	(76)	每股净资产	10.11	10.72	12.00	14.09	16.67
债权融资	(3)	(15)	5	1	(3)	估值比率					
股权融资	(20)	(5)	34	0	0	市盈率	19.6	24.5	18.9	14.2	11.5
其他	(49)	(90)	(60)	8	9	市净率	2.9	2.8	2.5	2.1	1.8
筹资活动现金流	(71)	(110)	(21)	9	7	EV/EBITDA	14.8	17.1	12.9	9.8	8.1
汇率变动影响	6	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.7	19.4	14.8	11.1	9.0
现金净增加额	(87)	(44)	148	140	180						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有海泰新光(688677)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。