

## 24Q3 短期承压，预计 Q4 发货有所改善

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年三季报，前三季度收入 3.2 亿元 (-15.3%)；归母净利润 0.97 亿元 (-17.6%)。其中 Q3 收入 0.98 亿元 (-9.4%)；归母净利润 0.27 亿 (-7.0%)。
- **24Q3 短期承压，预计 Q4 发货有所改善。**主要受美国大客户持续降库存影响，客户放缓了从公司进货的节奏。今年第三季度对美国客户的销售收入同比降幅环比今年第一、二季度有所收窄，随着客户库存量下降到较低水平，公司的发货会逐步回升。另外，公司整机设备的销售延续半年度增长趋势，同比增长显著。光源 Q3 有所回升，预计 Q4 会延续趋势。
- **海外：与史塞克合作进一步加深，行业 BETA 效应明显。**公司深度绑定史塞克后形成规模效应，业绩驶入快车道。荧光替代白光全球行业趋势明显，公司迎来行业红利期。公司掌握底层光学设计及光学制造，研发能力首屈一指。另外，公司在美国的子公司美国奥美克已经通过了美国客户的认证，可以在美国子公司进行内窥镜成品生产和销售。经双方协商一致，美国客户的订单下达到子公司美国奥美克，由美国奥美克发货给美国客户。该业务流程有利于公司规避国际贸易风险，确保海外业务安全。
- **国内：布局内销多品类镜体，研发创新厚积薄发。**针对 2024 年下半年的战略规划，公司将在国内重点落实：1) 在妇科、头颈及神经外科等重点专科全面开展品牌建设和全国营销活动，形成品牌影响力；2) 完成全系列腹腔镜、宫腔镜、膀胱镜、鼻窦镜等内窥镜产品的注册，开展一体式宫腔镜、耳镜、电切镜等新款内窥镜的开发；3) 完成第二代内窥镜系统的临床参数调试，配合全国市场的推广，同时完成 3D 内窥镜系统的开发；4) 进一步完善远程诊断和远程外科影像管理平台，结合自动显微扫描和内窥镜系统形成“外科诊疗+快速病理+远程交互”的影像管理方案；5) 拓展气腹机、手术器械等内窥镜配套产品，在妇科、头颈外科形成完善的内窥镜+器械产品方案；6) 开展外科手术显微镜和外科电子软镜开发。
- **整机逐步形成产品梯队未来可期，摄像系统进步明显。**行业趋势即将进入多技术融合阶段，即荧光+4K+3D 等多技术的归元合一。公司第二代 4K 内窥镜系统在 24 年春节过后开始量产销售，已经累积发货超过一百套。此外，公司围绕妇科、头颈及神经外科等重点科室进行产品布局，不仅针对内窥镜产品（摄像、光源、宫腔镜、膀胱镜、电切镜、鼻窦镜、耳镜等）进行了持续开发，还配套开发了旋切、电切和器械等外延产品，为重点科室提供全面产品和服务，相关产品在下半年会陆续获得注册证并上市销售。
- **盈利预测和评级：**预计 2024-2026 年归母净利润 1.4、2、2.5 亿元。作为国内硬镜龙头，我们认为可以给予公司 2025 年 30 倍的估值，对应股价 50.4 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发失败风险、新品推广不及预期风险；汇兑损益风险等。

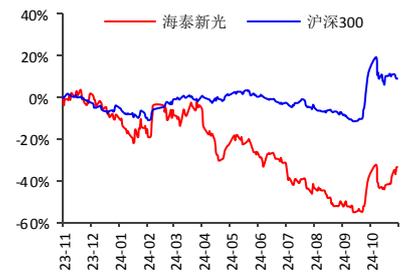
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	470.60	486.05	624.29	710.66
增长率	-1.31%	3.28%	28.44%	13.84%
归属母公司净利润(百万元)	145.71	144.19	202.39	247.13
增长率	-20.19%	-1.05%	40.37%	22.10%
每股收益 EPS(元)	1.21	1.20	1.68	2.05
净资产收益率 ROE	11.00%	10.19%	12.76%	13.80%
PE	32	32	23	19
PB	3.55	3.26	2.91	2.57

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn  
联系人: 陈辰  
电话: 021-68416017  
邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.21
流通 A 股(亿股)	1.21
52 周内股价区间(元)	25.48-61.11
总市值(亿元)	46
总资产(亿元)	13.96
每股净资产(元)	10.63

### 相关研究

1. 海泰新光 (688677): 23Q3 业绩承压，未来订单需求节奏有望恢复 (2023-10-24)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：医疗器件：业务线大部分订单来自美国史塞克，其中荧光内窥镜镜体也面对中国整机厂商进行售卖。全球行业荧光替代白光浪潮兴起，公司作为史塞克荧光内窥镜器械上游供货商，乘风而起。二季度增速放缓，系史塞克 1788 推广有所延迟，其中摄像及供应链环节为推迟上市的主要原因。主要受美国大客户持续降库存影响，客户放缓了从公司进货的节奏。今年第三季度对美国客户的销售收入同比降幅环比今年第一、二季度有所收窄，随着客户库存量下降到较低水平，公司的发货预计会逐步回升。因此预计 2024-2026 年医疗器件销量同比增长 20%、32%、14%，价格预计相对稳定。

假设 2：光学器件：公司光学器件产品涵盖较多细分领域，主要产品为牙科内视镜模组、荧光滤光片、显微镜、美容机滤光片、细胞分析仪、工业及激光学产品、生物识别产品等等。预计 2024-2026 年光学器件销量同比-16%、9.5%、9.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
医疗器件	收入	335	403	534	611
	增速	-8.5%	20.4%	32.3%	14.5%
	毛利率	70.8%	70.5%	70.5%	70.4%
光学器件	收入	97	82	90	98
	增速	-11.6%	-15.7%	9.5%	9.5%
	毛利率	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%
内窥镜维修	收入	36.2	41.7	47.9	55.1
	增速	22.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	75.1%	75.0%	75.0%	75.0%
其他业务	收入	2.10	0.70	0.80	1.00
	增速	187.7%	-66.7%	14.3%	25.0%
	毛利率	-8.6%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	471	486	624	711
	增速	-1.3%	3.3%	28.4%	13.8%
	毛利率	63.7%	64.7%	65.5%	65.6%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取医疗器械内窥镜板块相关公司开立医疗、迈瑞医疗、澳华内镜作为可比公司。3 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 54 倍、33 倍、23 倍。考虑到公司未来几年的稳健增长以及 2025 年整机品类的发力，我们认为可以给予公司 2025 年 30 倍的估值，对应股价 50.4 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300633.SZ	开立医疗	35.60	1.12	1.47	1.87	32	24	19
300760.SZ	迈瑞医疗	266.60	11.42	13.71	16.49	23	19	16
688212.SH	澳华内镜	52.90	0.49	0.97	1.56	107	54	34
行业平均						54	33	23

数据来源：Windeps 中位数一致预期，西南证券整理，截至2024年10月31日

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	470.60	486.05	624.29	710.66	净利润	142.17	143.19	201.39	246.13
营业成本	170.74	171.67	215.25	244.42	折旧与摊销	22.83	48.69	58.76	71.45
营业税金及附加	6.37	5.83	7.49	8.53	财务费用	-4.86	-5.02	-6.45	-7.34
销售费用	18.10	21.87	28.09	31.98	资产减值损失	-4.61	-4.00	-4.00	-4.00
管理费用	53.26	52.98	68.05	65.38	经营营运资本变动	-62.85	2.08	-48.92	-37.99
财务费用	-4.86	-5.02	-6.45	-7.34	其他	65.44	5.12	1.53	4.92
资产减值损失	-4.61	-4.00	-4.00	-4.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>158.12</b>	<b>190.06</b>	<b>202.32</b>	<b>273.16</b>
投资收益	-3.67	-2.00	1.00	1.00	资本支出	-10.53	-170.00	-170.00	-170.00
公允价值变动损益	0.54	0.00	0.00	0.00	其他	-82.14	-2.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-92.67</b>	<b>-172.00</b>	<b>-169.00</b>	<b>-169.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>160.96</b>	<b>162.71</b>	<b>228.85</b>	<b>279.69</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.72	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>160.24</b>	<b>162.71</b>	<b>228.85</b>	<b>279.69</b>	股权融资	-1.06	0.00	0.00	0.00
所得税	18.07	19.53	27.46	33.56	支付股利	-69.31	-29.14	-28.84	-40.48
净利润	142.17	143.19	201.39	246.13	其他	-39.82	1.31	6.45	7.34
少数股东损益	-3.55	-1.00	-1.00	-1.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-110.19</b>	<b>-27.83</b>	<b>-22.39</b>	<b>-33.14</b>
归属母公司股东净利润	145.71	144.19	202.39	247.13	<b>现金流量净额</b>	<b>-43.84</b>	<b>-9.77</b>	<b>10.93</b>	<b>71.02</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	592.32	582.55	593.48	664.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	91.52	105.15	130.25	150.09	销售收入增长率	-1.31%	3.28%	28.44%	13.84%
存货	170.83	173.06	220.29	249.09	营业利润增长率	-21.98%	1.09%	40.65%	22.21%
其他流动资产	50.25	43.40	44.81	45.69	净利润增长率	-21.76%	0.72%	40.65%	22.21%
长期股权投资	13.61	13.61	13.61	13.61	EBITDA 增长率	-13.58%	15.35%	36.23%	22.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	407.96	530.59	643.16	743.05	毛利率	63.72%	64.68%	65.52%	65.61%
无形资产和开发支出	30.58	29.37	28.17	26.96	三费率	14.13%	14.37%	14.37%	12.67%
其他非流动资产	37.77	37.65	37.52	37.40	净利率	30.21%	29.46%	32.26%	34.63%
<b>资产总计</b>	<b>1394.84</b>	<b>1515.39</b>	<b>1711.29</b>	<b>1930.38</b>	ROE	11.00%	10.19%	12.76%	13.80%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.19%	9.45%	11.77%	12.75%
应付和预收款项	66.99	79.61	99.48	110.59	ROIC	10.16%	8.99%	10.63%	11.09%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.02%	42.46%	45.04%	48.38%
其他负债	35.11	30.41	33.89	36.22	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>102.10</b>	<b>110.02</b>	<b>133.37</b>	<b>146.81</b>	总资产周转率	0.34	0.33	0.39	0.39
股本	121.64	120.61	120.61	120.61	固定资产周转率	1.20	1.17	1.31	1.29
资本公积	655.82	656.84	656.84	656.84	应收账款周转率	4.60	5.21	5.58	5.33
留存收益	548.02	663.07	836.62	1043.27	存货周转率	1.08	0.97	1.08	1.03
归属母公司股东权益	1292.58	1406.21	1579.77	1786.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.03%	—	—	—
少数股东权益	0.15	-0.85	-1.85	-2.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1292.74</b>	<b>1405.37</b>	<b>1577.92</b>	<b>1783.57</b>	资产负债率	7.32%	7.26%	7.79%	7.61%
负债和股东权益合计	1394.84	1515.39	1711.29	1930.38	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.60	9.69	8.48	8.53
					速动比率	8.60	7.83	6.59	6.61
					股利支付率	47.57%	20.21%	14.25%	16.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	178.93	206.39	281.17	343.80	每股收益	1.21	1.20	1.68	2.05
PE	31.50	31.84	22.68	18.58	每股净资产	10.72	11.66	13.10	14.81
PB	3.55	3.26	2.91	2.57	每股经营现金	1.31	1.58	1.68	2.26
PS	9.75	9.44	7.35	6.46	每股股利	0.57	0.24	0.24	0.34
EV/EBITDA	22.16	19.06	13.95	11.21					
股息率	1.51%	0.63%	0.63%	0.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn	

---

	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn