

## 24年业绩符合预期，24Q4开始发货逐渐回升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报，实现营业收入 4.4 亿元 (-5.9%)；归母净利润 1.35 亿元 (-7.1%)。同日，公司发布 2025 年一季报，实现营业收入 1.47 亿元 (+24.9%)；归母净利润 0.5 亿元 (+21.5%)。
- **海外:** 与史塞克合作进一步加深，行业 BETA 效应明显。受美国客户去库存影响，公司前三季度海外营业收入下降明显。第四季度随着客户库存降到低位，发货相比 2023 年同期大幅增长。延续客户需求增长趋势，公司海外业务收入会进一步增长。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。在对等关税发生之前，公司已经完成了美国工厂和泰国工厂的建立，目前公司绝大部分产品已经实现在美国工厂和泰国工厂生产和发货，公司内部可以通过协调境内和境外工厂的生产分工降低关税的影响。
- **国内:** 布局内销多品类镜体，研发创新厚积薄发。公司国内整机业务推进良好，同比增长显著。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，24 年实现平稳上量；(2) 公司为美国市场开发的新型 4mm 宫腔镜实现量产上市，2.9mm 膀胱镜和 3mm 小儿腹腔镜以及开放手术外视镜已经产品定型，很快会量产上市；(3) 公司关节镜、三维腹腔镜内窥镜、胸腔内窥镜正式在国内市场上市销售；(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完成产品注册并在国内上市；(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完成注册并在国内市场上市；(6) 公司第二代内窥镜摄像系统在 25 年实现量产并在国内市场上市。
- **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。第二代 4K 荧光内窥镜系统和 4K 除雾摄像系统已经投放临床并开始实现销售。未来几年，公司还会持续迭代相关核心部件和整机产品，进一步增强公司的竞争优势，使公司在保持内窥镜医疗器械系列产品销量增长的同时拓展国内增量市场，深度参与我国医疗器械领域的技术革新，改善我国内窥镜市场中低端产品集中、依赖进口的现状。
- **盈利预测和评级:** 预计 2025-2027 年归母净利润 1.9、2.2、2.5 亿元，海泰新光作为国内硬镜龙头，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外贸易政策变动风险、研发失败风险、新品推广或不及预期；汇兑损益风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	442.83	572.67	649.14	728.81
增长率	-5.90%	29.32%	13.35%	12.27%
归属母公司净利润(百万元)	135.35	194.54	221.74	250.23
增长率	-7.11%	43.73%	13.98%	12.85%
每股收益EPS(元)	1.12	1.61	1.84	2.07
净资产收益率 ROE	10.25%	13.18%	13.37%	13.43%
PE	31	22	19	17
PB	3.21	2.85	2.54	2.25

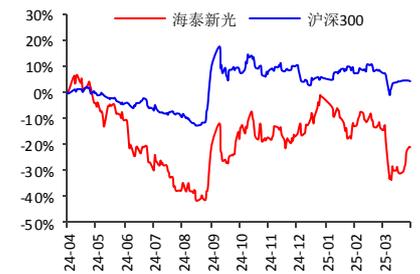
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

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

分析师: 陈辰  
执业证号: S1250524120002  
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)	25.48-48.60
总市值(亿元)	42
总资产(亿元)	15.48
每股净资产(元)	11.14

### 相关研究

1. 海泰新光 (688677): 24Q3 短期承压, 预计 Q4 发货有所改善 (2024-11-05)

## 盈利预测

### 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。受美国客户去库存影响，公司前三季度海外营业收入下降明显。第四季度随着客户库存降到低位，发货相比 2023 年同期大幅增长。延续客户需求增长趋势，公司海外业务收入会进一步增长。在暂不考虑关税政策的不确定因素下，预计 2025-2027 年医疗器件销量同比增长 38%、14%、13%。从泰国发货后，预计镜体价格会略有上调，因此毛利率略有上升。若考虑关税的不确定性，后续公司及史塞克就关税的分摊尚不明确。

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 2025-2027 年光学器件销量同比 9%、10%、10%，毛利率预计维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
医疗器件	收入	308	424	485	548
	增速	-8.2%	37.9%	14.4%	12.9%
	毛利率	69.3%	70.6%	70.5%	70.2%
光学器件	收入	95	104	114	126
	增速	-1.8%	9.1%	10.0%	10.0%
	毛利率	44.2%	44.2%	44.2%	44.2%
内窥镜维修	收入	37	41	45	50
	增速	3.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	81.3%	75.0%	75.0%	75.0%
其他业务	收入	2	3	4	5
	增速	6.7%	33.9%	33.3%	25.0%
	毛利率	-8.0%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	443	573	649	729
	增速	-5.9%	29.3%	13.4%	12.3%
	毛利率	64.5%	66.1%	66.2%	66.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	442.83	572.67	649.14	728.81	净利润	133.75	193.54	220.74	249.23
营业成本	157.17	193.86	219.68	247.70	折旧与摊销	26.85	54.82	57.13	60.09
营业税金及附加	5.09	6.87	7.79	8.75	财务费用	-8.87	-5.00	-6.00	-6.00
销售费用	25.70	30.84	33.92	37.32	资产减值损失	-4.77	-4.00	-4.00	-4.00
管理费用	52.20	65.25	71.78	78.95	经营营运资本变动	-20.74	-54.45	-44.67	-35.25
财务费用	-8.87	-5.00	-6.00	-6.00	其他	-13.91	9.10	6.65	1.21
资产减值损失	-4.77	-4.00	-4.00	-4.00	<b>经营活动现金流净额</b>	112.32	194.00	229.84	265.28
投资收益	-4.95	1.00	1.00	1.00	资本支出	-70.64	-50.00	-20.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-21.97	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	6.38	10.00	10.00	10.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-92.61	-49.00	-19.00	-59.00
<b>营业利润</b>	152.94	217.46	248.02	280.04	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.47	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	152.48	217.46	248.02	280.04	股权融资	-68.04	0.00	0.00	0.00
所得税	18.73	23.92	27.28	30.80	支付股利	-66.34	-27.07	-38.91	-44.35
净利润	133.75	193.54	220.74	249.23	其他	45.65	-30.41	6.00	6.00
少数股东损益	-1.60	-1.00	-1.00	-1.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-88.72	-57.48	-32.91	-38.35
归属母公司股东净利润	135.35	194.54	221.74	250.23	<b>现金流量净额</b>	-68.41	87.52	177.94	167.93
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	523.89	611.41	789.35	957.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	129.39	149.35	176.02	195.15	销售收入增长率	-5.90%	29.32%	13.35%	12.27%
存货	186.51	223.03	249.78	284.24	营业利润增长率	-4.98%	42.18%	14.05%	12.91%
其他流动资产	11.49	7.28	8.26	9.27	净利润增长率	-5.92%	44.70%	14.05%	12.91%
长期股权投资	53.52	53.52	53.52	53.52	EBITDA 增长率	-4.47%	56.37%	11.93%	11.69%
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	473.82	470.41	434.69	436.01	毛利率	64.51%	66.15%	66.16%	66.01%
无形资产和开发支出	32.98	31.77	30.55	29.34	三费率	15.59%	15.91%	15.36%	15.13%
其他非流动资产	48.48	48.29	48.09	47.89	净利率	30.20%	33.80%	34.00%	34.20%
<b>资产总计</b>	1460.09	1595.06	1790.26	2012.71	ROE	10.25%	13.18%	13.37%	13.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.16%	12.13%	12.33%	12.38%
应付和预收款项	80.55	94.54	105.83	121.13	ROIC	8.05%	10.67%	11.70%	12.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.60%	46.67%	46.08%	45.85%
其他负债	74.09	31.75	33.83	36.09	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	154.64	126.29	139.66	157.22	总资产周转率	0.31	0.37	0.38	0.38
股本	120.61	120.61	120.61	120.61	固定资产周转率	1.03	1.26	1.52	1.81
资本公积	588.81	588.81	588.81	588.81	应收账款周转率	4.22	4.33	4.21	4.14
留存收益	617.03	784.50	967.33	1173.22	存货周转率	0.88	0.96	0.93	0.92
归属母公司股东权益	1303.49	1467.81	1650.64	1856.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.47%	—	—	—
少数股东权益	1.96	0.96	-0.04	-1.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1305.45	1468.77	1650.60	1855.48	资产负债率	10.59%	7.92%	7.80%	7.81%
负债和股东权益合计	1460.09	1595.06	1790.26	2012.71	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.15	9.00	9.90	10.25
					速动比率	4.80	6.97	7.88	8.23
					股利支付率	49.01%	13.91%	17.55%	17.72%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.12	1.61	1.84	2.07
					每股净资产	10.81	12.17	13.69	15.39
					每股经营现金	0.93	1.61	1.91	2.20
					每股股利	0.55	0.22	0.32	0.37
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	170.93	267.27	299.15	334.13					
PE	30.92	21.51	18.88	16.73					
PB	3.21	2.85	2.54	2.25					
PS	9.45	7.31	6.45	5.74					
EV/EBITDA	21.35	13.20	11.20	9.53					
股息率	1.59%	0.65%	0.93%	1.06%					

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。

## 西南证券研究院

### 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	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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	资深销售经理	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
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@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	lzs@swsc.com.cn