

季度业绩持续改善，全年 ODM 业务订单有望稳定交付

核心观点

2024 年业绩符合预期，25Q1 业绩超预期。2024 年前三季度业绩承压，主要受美国客户去库存影响，随着史赛克库存水平降低到低位，公司 24Q4 和 25Q1 发货规模显著增长。展望 Q2 和下半年，公司订单有望保持稳定交付状态；同时，公司跟史赛克在新镜种和下一代内窥镜系统上的合作或进一步加深。在整机业务方面，随着公司持续加大国内市场和品牌推广力度、完善营销网络体系，市场份额和收入有望进一步提升。此外，关税短期可能会对公司毛利率以及净利率产生一定影响，目前公司绝大部分成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。

事件

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报

公司 2024 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.43 亿元、1.35 亿元和 1.29 亿元，分别同比下降 5.90%、7.11% 和 5.26%。基本每股收益为 1.12 元/股。2024 年利润分配预案为：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税）。

2025Q1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.47 亿元、0.47 亿元和 0.46 亿元，分别同比增长 24.86%、21.45% 和 26.89%。基本每股收益为 0.39 元/股。

简评

24 年业绩符合预期，25Q1 业绩超预期

公司 2024 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.43 亿元（-5.90%）、1.35 亿元（-7.11%）和 1.29 亿元（-5.26%），业绩符合预期。受美国客户去库存影响，公司 2024 年前三季度海外营收下降明显，第四季度随着客户库存降低到低位，发货相比 2023 年同期大幅增长。24Q4 单季度业绩改善显著，营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.24 亿元（+31.59%）、0.38 亿元（+37.92%）和 0.40 亿元（+57.44%）。

公司 2025Q1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.47 亿元（+24.86%）、0.47 亿元（+21.45%）和 0.46 亿元（+26.89%），业绩超预期。随着美国客户库存进一步降低，2025 年一季度公司发货规模大幅增长，2025Q1 发货同比 2024Q1 和环比 2024Q4 的增幅均在 40% 以上。

海泰新光 (688677. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2025 年 06 月 15 日

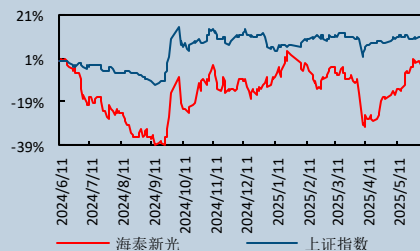
当前股价：41.22 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.77/15.49	1.38/1.01	6.24/-4.69
12 月最高/最低价 (元)		43.47/25.73
总股本 (万股)		11,987.70
流通 A 股 (万股)		11,987.70
总市值 (亿元)		49.41
流通市值 (亿元)		49.41
近 3 月日均成交量 (万)		126.54
主要股东		
青岛普奥达企业管理服务有限公司		12.68%

股价表现



分业务来看，2024 年公司医用内窥镜器械收入为 3.45 亿元（-7.04%），占主营业务收入比重为 78.34%；光学业务收入为 9543 万元（-1.80%），占主营业务收入比重为 21.66%。分销售模式来看，2024 年 ODM 业务收入 2.81 亿元，占比 63.81%；OEM 业务收入为 0.94 亿元，占比 21.39%；自主品牌产品收入为 0.65 亿元，占比 14.80%。受国内医疗行业合规要求提升的影响，2024 年公司自主品牌销售虽同比略有增长，但自主品牌中整机产品销售同比增长 2276.71 万元，同比增长显著，整机产品在国内市场销售获得快速增长，主要得益于公司积极开拓国内市场，完善营销网络体系，提升品牌影响力。分地区来看，2024 年公司国内收入为 1.35 亿元（-4.70%），国外收入为 3.06 亿元（-6.50%）。

展望 Q2 及下半年，ODM 业务订单有望稳定交付，海外产能布局有望降低关税影响

截至 2024 年末，美国大客户史赛克未完成的在手订单共计 3.60 亿元。展望 Q2 以及下半年，预计公司订单有望保持稳定交付状态。公司跟史赛克的合作进一步加深，开发的新型 4mm 宫腔镜已实现量产上市，2.9mm 膀胱镜、3mm 小儿腹腔镜等新产品预计很快会量产上市，同时与美国客户正在开展下一代系统的协助研发。在整机业务方面，随着公司持续加大国内市场和品牌推广力度、完善营销网络体系，市场份额和收入有望进一步提升。此外，关税短期可能会对公司毛利率以及净利率产生一定影响，目前公司绝大部分成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。

毛利率维持较高水平，营销和研发投入持续加大

公司 2024 年毛利率为 64.51%，同比增长 0.79 个百分点。销售费用率为 5.80%，同比增长 1.96 个百分点，主要由于公司积极开拓国内市场，完善营销网络体系，提升品牌影响力，业务宣传费、差旅费、业务招待费等支出增加；管理费用率为 11.79%，同比增长 0.47 个百分点，管理费用同比下降 2.00%，主要由于股份支付费用、修理费用减少；财务费用率为 -2.00%，同比下降 0.97 个百分点，主要由于汇兑收益增加；研发费用率为 12.23%，同比下降 1.77 个百分点，研发费用同比下降 17.83%，主要由于股份支付费用减少，剔除股份支付费用影响后，研发投入同比有所增加。2024 年经营性现金流净额为 1.12 亿元，同比下降 28.96%，主要由于公司第四季度销售规模大幅提升，尚在信用期内的应收账款增加，销售回款同比减少，叠加研发投入、市场推广以及海外子公司建设投入增加的影响。存货周转天数为 409.65 天，同比增加 83.83 天，预计主要由于公司为应对供应链长周期、供方风险以及复杂多变的外部环境，增加了物料储备。应收账款周转天数为 82.67 天，同比增加 6.79 天。其他财务指标基本正常。

2025 年第一季度，公司毛利率为 64.98%，同比增加 0.48 个百分点。公司费用管控良好，销售费用率为 6.19%，同比增加 2.49 个百分点；研发费用率为 10.61%，同比下降 2.09 个百分点，研发费用同比增长 4.30%；管理费用率为 8.46%，同比下降 1.19 个百分点；财务费用率为 0.003%，同比增加 1.77 个百分点。经营活动产生的现金流净额为 0.64 亿元，同比增长 61.66%，主要由于随着销售规模增长，销售回款相应增加；公司整体回款及时率高，现金盈利能力强，现金流稳健。应收账款周转天数为 66.40 天，同比增加 2.45 天，基本维持稳定。其他财务指标基本正常。

深耕医用光学二十载，三大业绩增长引擎齐发力

公司是国内领先的荧光硬镜上游厂商。短中期来看，公司订单有望保持稳定交付状态；同时，公司跟史赛克在新镜种和下一代内窥镜系统开发上的合作或进一步加深，未来随着合作镜体种类的持续丰富和新一代产品的上市，ODM 业务有望维持稳健增长；此外，公司自主整机品牌逐步发力，光学业务不断推出新产品、拓展新

客户，均有望增厚公司业绩。长期来看，公司光学技术优势显著，业务延展性较强，未来通过持续拓展新客户和新应用领域，有望打开成长天花板。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 5.52 亿元、6.71 亿元和 8.08 亿元，分别同比增长 25%、22%和 20%，归母净利润分别为 1.80 亿元、2.18 亿元和 2.61 亿元，分别同比增长 33%、21%和 20%。维持“买入”评级。

风险提示

公司面临的外部环境因素不确定性较大，存在我们给的盈利预测达不到的风险；美国加征关税带来的风险（公司大客户位于美国，对其销售额占公司营业收入的比例接近 60%。从 2025 年年初开始，美国政府几次对进口美国的产品宣布加征关税，4 月初宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”。多轮关税叠加可能对公司向美国客户供货产生不利影响）；国际贸易环境多变对公司海外销售可能影响较大的风险；新订单签订进度不及预期的风险；史赛克新品推广不及预期的风险；公司研发投入大、未来研发成果不确定的风险；国内市场拓展存在不确定性的风险；汇率波动的风险；整机业务受国内医疗行业合规要求提升等行业政策因素影响的以及市场推广和销售不及预期的风险；公司经营规模扩大带来的管理风险；海外工厂运营不及预期的风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	443	552	671	808
增长率(%)	-6%	25%	22%	20%
归属母公司股东净利润	135	180	218	261
增长率(%)	-75	33%	21%	20%
每股收益(元/股)	1.12	1.50	1.82	2.18
市盈率(P/E)	36	27	23	19

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 6 月 10 日

图表2： 财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
流动资产	905	851	1,046	1,273	1,533
现金	592	524	676	815	976
应收账款	94	130	142	174	213
其他应收款	1	1	1	1	2
预付账款	3	4	5	7	8
存货	171	187	214	268	324
其他流动资产	43	6	7	8	10
非流动资产	490	609	520	431	344
长期投资	14	54	46	38	30
固定资产	399	472	399	326	252
无形资产	31	29	24	20	15
其他非流动资产	47	54	51	48	47
资产总计	1,395	1,460	1,566	1,704	1,877
流动负债	85	139	154	185	229
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	40	54	62	75	92
其他流动负债	45	85	92	109	136
非流动负债	17	16	15	15	14
长期借款	4	1	1	0	0
其他非流动负债	13	15	15	15	15
负债合计	102	155	169	199	243
少数股东权益	0	2	-1	-3	-7
股本	122	121	121	121	121
资本公积	656	589	589	589	589
留存收益	515	594	688	799	932
归属母公司股东权益	1,293	1,303	1,397	1,508	1,641
负债和股东权益	1,395	1,460	1,566	1,704	1,877
利润表（百万元）					
营业收入	471	443	552	671	808
营业成本	171	157	202	245	295
营业税金及附加	6	5	7	8	10
营业费用	18	26	23	28	34
管理费用	53	52	58	70	85
研发费用	66	54	66	81	97
财务费用	-5	-9	-2	-3	-3
资产减值损失	-5	-5	-3	-3	-4
信用减值损失	1	-1	-1	-1	-1

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他收益	7	6	7	7	7
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	-4	-5	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	161	153	201	243	292
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	160	152	200	243	291
所得税	18	19	23	28	34
净利润	142	134	177	215	258
少数股东损益	-4	-2	-2	-3	-4
归属母公司净利润	146	135	180	218	261

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	158	112	231	238	281
净利润	142	134	177	215	258
折旧摊销	24	29	81	81	79
财务费用	-5	-9	-2	-3	-3
投资损失	4	5	1	1	1
营运资金变动	-26	-53	-27	-57	-55
其他经营现金流	19	6	1	1	1
投资活动现金流	-93	-93	6	6	6
资本支出	45	75	0	0	0
长期投资	-42	-23	0	0	0
其他投资现金流	-95	-144	6	6	6
筹资活动现金流	-110	-89	-85	-105	-126
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2	-2	-1	-1	-1
其他筹资现金流	-112	-87	-84	-104	-126
现金净增加额	-44	-68	152	139	161

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

中信建投医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇，团队成员的医疗产业资源丰富。

朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。3 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk