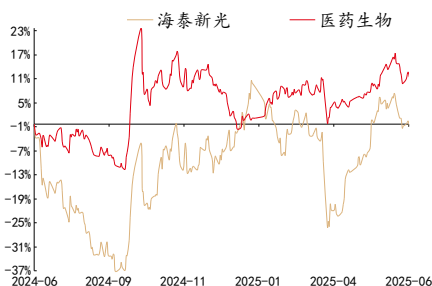


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	38.50
总股本/流通股本(亿股)	1.20 / 1.20
总市值/流通市值(亿元)	46 / 46
52周内最高/最低价	43.47 / 25.73
资产负债率(%)	10.6%
市盈率	34.38
第一大股东	青岛普奥达企业管理服务有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
研究助理: 陈峻
SAC 登记编号: S1340123110013
Email: chenjun@cnpsec.com

海泰新光(688677)

海外库存消化拐点已至，未雨绸缪化解关税风险

● 公司致力于探索光学技术与医学、工业及激光、生物识别等多领域的融合创新

海泰新光主要从事医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售。公司致力于探索光学技术与医学、工业及激光、生物识别等多领域的融合创新。

我们预计公司 2025-2027 年收入端分别为 5.66 亿元、7.19 亿元和 9.24 亿元，收入同比增速分别为 27.8%、27.0%和 28.6%，归母净利润预计 2025 年-2027 年分别为 1.79 亿元、2.26 亿元和 2.89 亿元，归母净利润同比增速分别为 32.5%，26.3%和 27.6%。2025-2027 年 PE 分别为 26.1 倍、20.6 倍和 16.2 倍，对应 PEG 分别为 0.80、0.79 和 0.59，给予“买入”评级。

● 内窥镜海外业务困境反转，国内整机业务渠道布局有望带来快速放量

荧光内窥镜业务持续放量。公司深度绑定史赛克，随着史赛克 1788 渗透率持续提升，公司订单量有望逐步增加，我们预计公司内窥镜镜体和光源 25 年会有明显增长。且公司国内整机业务 24 年已成功搭建渠道，随着海泰新光新一代荧光除雾内窥镜摄像系统 N780 4K 的发布，以及国内“以旧换新”政策对院端采购的支持，公司国内整机业务有望迎来快速发展。

● 公司未雨绸缪，提前布局海外产能，降低关税的影响

公司未雨绸缪布局美国和泰国工厂，通过协调境内和境外工厂的生产分工有效降低关税的影响。针对美国对华关税的风险，公司在几年前就开始了海外布局。在这次对等关税发生之前，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。另外公司已经开始就关税问题与美国客户进行协商、共同应对，随着关税情况进一步明朗，我们认为公司与客户会形成相应方案。

● 风险提示：

公司研发进度不及预期风险、产品销售不及预期风险、国际政治动荡及贸易摩擦影响。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	443	566	719	924
增长率(%)	-5.90	27.76	27.04	28.60
EBITDA（百万元）	178.04	190.33	240.97	309.24
归属母公司净利润（百万元）	135.35	179.29	226.39	288.89
增长率(%)	-7.11	32.47	26.27	27.61
EPS(元/股)	1.13	1.50	1.89	2.41
市盈率（P/E）	34.52	26.06	20.64	16.17
市净率（P/B）	3.58	3.48	3.22	2.95
EV/EBITDA	22.76	21.88	17.17	13.25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	公司业绩拐点明显, 2025 年 Q1 经营指标改善.....	5
1.1	海泰新光成立二十二载, 致力于医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售.....	5
1.2	公司管理团队拥有丰富的研发和管理经验.....	5
1.3	公司 2024 年年度任务目标顺利完成, 2025 年 Q1 经营指标明显改善.....	6
1.4	公司主要从事医用内窥镜器械和光学产品领域.....	7
2	荧光内窥镜市场空间广阔, 公司新款荧光除雾内窥镜摄像系统 N780 放量可期.....	8
2.1	荧光内窥镜对术中精准定位和降低手术风险起到关键的作用.....	8
2.2	公司高清荧光腹腔镜、光源、摄像适配器型号丰富, 提供荧光内窥镜整体解决方案.....	9
2.3	中国硬镜市场规模近 100 亿元, 荧光内窥镜潜力巨大.....	11
2.4	公司整机业务销售渠道渐成体系, N780 有望引领市场销量.....	12
3	公司深度绑定海外大客户, 未雨绸缪化解关税困境.....	14
3.1	史赛克腔镜业务持续高增长, 2024 年营业收入为 225.95 亿美元.....	14
3.2	史赛克新一代内窥镜 1788 手术摄像平台推动腔镜业务持续增长.....	14
3.3	公司未雨绸缪, 提前布局海外产能, 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....	16
4	公司光学业务板块种类丰富, 应用面广.....	17
4.1	公司光学业务产品种类丰富, 可应用于下游多个行业.....	17
4.2	生物识别技术在金融、电信、信息安全、电子政务等领域正在加速推广.....	18
5	盈利预测与投资建议.....	20
6	风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 海泰新光成立二十二载, 致力于医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售.....	5
图表 2: 董事长郑安民直接持有公司 12.19% 的股份, 一致行动人青岛普奥达和 FOREAL SPECTRUM 分别持有公司 12.68% 和 11.61% 的股份.....	6
图表 3: 2025 年 Q1 公司实现营业收入 1.47 亿元, 同比增长 24.86%.....	7
图表 4: 2025 年 Q1 实现归属于母公司所有者的净利润 0.47 亿元, 同比增长 21.45%.....	7
图表 5: 2024 年海泰新光毛利率略有提升.....	7
图表 6: 2024 年海泰新光整体费用率略有下降.....	7
图表 7: 医疗器件是公司主要业务板块, 收入占比约 70%.....	8
图表 8: 硬镜系统主要由内窥镜、光源、摄像系统以及配套的显示器、台车等构成.....	8
图表 9: 内窥镜主要由镜体、导光束接口、目镜罩及附件导光束转接器等结构组成.....	8
图表 10: 荧光内窥镜对术中精准定位和降低手术风险起到关键的作用.....	9
图表 11: 公司高清荧光腹腔镜规格齐全, 性能稳定.....	10
图表 12: LED 光源具有无污染、亮度高、寿命长、转化率高等优势.....	10
图表 13: 2024 年中国硬镜市场规模近 100 亿元.....	11
图表 14: 2024 年我国硬镜市场国产化率达到 51% 以上.....	11
图表 15: 预计荧光硬镜市场规模将逐步超过白光硬镜.....	12
图表 16: 内窥镜热点技术方向分析.....	12
图表 17: 海泰新光 4K 内窥镜摄像系统 N700-F 于 2023 年 2 月 13 日获准注册.....	13
图表 18: 海泰新光 N700-F 具有一键光学除雾功能.....	13
图表 19: 2025 年 6 月海泰新光发布了新一代荧光除雾内窥镜摄像系统 N780 4K.....	13
图表 20: 2024 年美国史赛克营业收入为 225.95 亿美元.....	14
图表 21: 美国史赛克最新市值为 1456 亿美元(截至 2025 年 6 月 1 日).....	14
图表 22: 史赛克 1788 摄像平台产品力表现更出色.....	15
图表 23: 史赛克 1788 摄像平台设备配置得到升级提高.....	15
图表 24: 2024 年史赛克公司内窥镜业务收入 33.89 亿美元, 同比增长 11.74%.....	16
图表 25: 近几年海泰新光对史赛克销售额占公司营业收入的比例超 70%.....	16
图表 26: 海泰新光主要参与光学行业产业链中下游相关领域.....	17
图表 27: 公司光学产品可以分为医用光学产品、工业及激光光学产品和生物识别产品三类.....	17
图表 28: 2024 年光学器件业务收入 0.95 亿元, 同比下降 1.80%.....	18
图表 29: 2024 年光学器件毛利率 44.16%, 同比增长 7.69 pct.....	18
图表 30: 2022 年至 2028 年全球生物识别市场规模年复合增长率将达到 17.5%.....	19
图表 31: 2014 年至 2022 年国内生物识别市场规模年复合增长率达到 24.1%.....	19
图表 32: 海泰新光掌静脉模块产品特点.....	19
图表 33: 海泰新光掌静脉一体机产品特点.....	19
图表 34: 可比公司估值情况.....	20

1 公司业绩拐点明显, 2025 年 Q1 经营指标改善

1.1 海泰新光成立二十二载，致力于医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售

公司成立于 2003 年，主要从事医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售。公司致力于探索光学技术与医学、工业及激光、生物识别等多领域的融合创新，建立了“光学、精密机械、电子、数字图像”四大技术平台，具备从系统设计、光机设计到光学加工、光学镀膜、精密机械封装再到部件装配和系统集成的完备产业链，为医疗、生物识别、精密光学等领域提供优质的产品和服务。公司于 2021 年 2 月在上海证券交易所科创板挂牌上市（股票代码：688677）。

图表1：海泰新光成立二十二载，致力于医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售



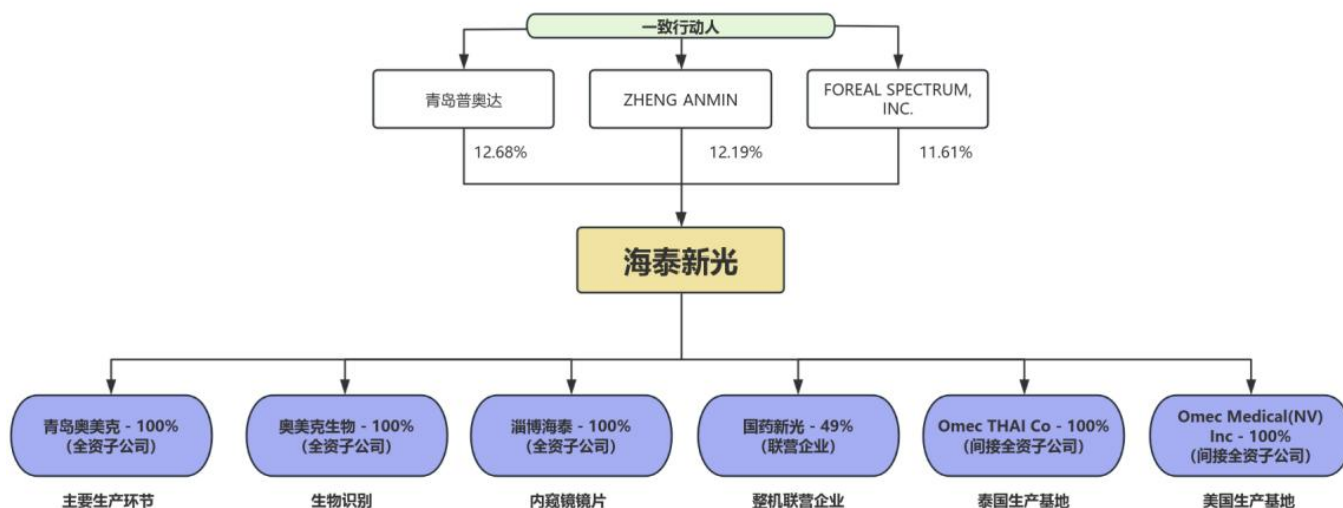
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 公司管理团队拥有丰富的研发和管理经验

公司董事长郑安民先生是公司实际控制人，公司管理团队拥有丰富的研发和管理经验。郑安民先生于 1965 年出生，美国国籍，毕业于中国科学院上海技术物理研究所和英国雷丁大学，博士研究生学历，历任英国 Barr Associates Ltd. Design engineer、Senior engineer、美国 E-Tek Dynamics Inc. Manager、Senior Manager、Director RD、美国飞锐董事长、海泰有限董事、海泰有限总经理等。公司主要高管均从事光学业务多年，拥有丰富的研发和管理经验。

经验。截至 2025 年 3 月 31 日，董事长郑安民直接持有公司 12.19% 的股份，同时一致行动人青岛普奥达和 FOREAL SPECTRUM 分别持有公司 12.68% 和 11.61% 的股份。

图表2：董事长郑安民直接持有公司 12.19% 的股份，一致行动人青岛普奥达和 FOREAL SPECTRUM 分别持有公司 12.68% 和 11.61% 的股份



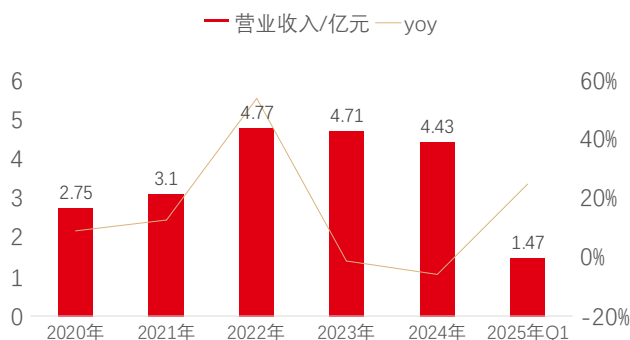
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 公司 2024 年年度任务目标顺利完成，2025 年 Q1 经营指标明显改善

公司 2024 年各年度任务目标均顺利完成。(1) 公司配套美国客户的新系统 2023 年 9 月正式上市后，在 2024 年实现平稳上量，销售持续上扬；(2) 美国子公司顺利通过三方体系认证和客户二方认证，实现了对美国订单的顺利承接；(3) 泰国子公司建立了内窥镜和光源模组生产能力，实现公司绝大多数对美销售产品的生产，通过美国子公司、泰国子公司以及国内工厂的内部调节和生产协同，可以应对中美贸易政策的变化；(4) 与美国客户开展了下一代系统的协助研发。在下一代系统中，将会引入公司的专利技术，合作产品也从普外科产品扩展到运动医学、妇科、泌尿、关节以及头颈外科等科室，大大拓展了双方产品合作范围；(5) 公司 4K 摄像系统 24 年顺利量产，在国内市场取得快速增长；(6) 加大围绕重点科室的品牌建设和市场推广活动，公司品牌影响力得以加强；(7) 围绕重点科室布局的产品研发持续进行，从内窥镜核心产品扩展到手术器械以及周边设备。

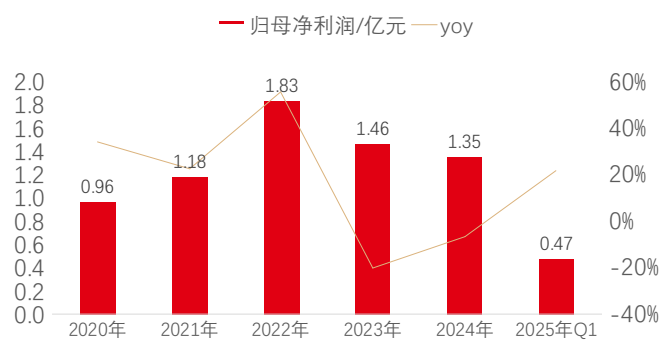
随着海外库存逐步见底，公司 Q1 增速明显加快。2024 年公司实现营业收入 4.43 亿元，同比减少 5.90%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.35 亿元，同比减少 7.11%；公司 2024 年度归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 1.29 亿元，同比减少 5.26%。我们认为主要是 2024 年受美国客户去库存影响导致海外收入不及预期。随着海外库存逐步见底，公司增速明显加快。2025 年 Q1 公司实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 24.86%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.47 亿元，同比增长 21.45%；2025 年 Q1 归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 0.46 亿元，同比增长 26.89%。

图表3：2025 年 Q1 公司实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 24.86%



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：2025 年 Q1 实现归属于母公司所有者的净利润 0.47 亿元，同比增长 21.45%

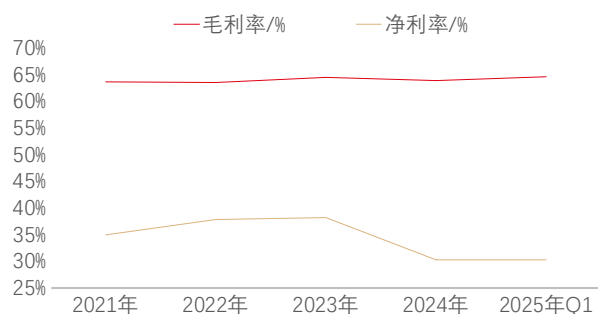


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

在盈利能力上，2024 年公司毛利率略有提升。2024 年公司毛利率为 64.51%，同比增长 0.79 pct；公司净利率为 30.20%，同比下降 0.01 pct；2025 年 Q1 公司毛利率为 64.54%，同比增长 0.04 pct；公司净利率为 32.14%，同比下降 0.14 pct。

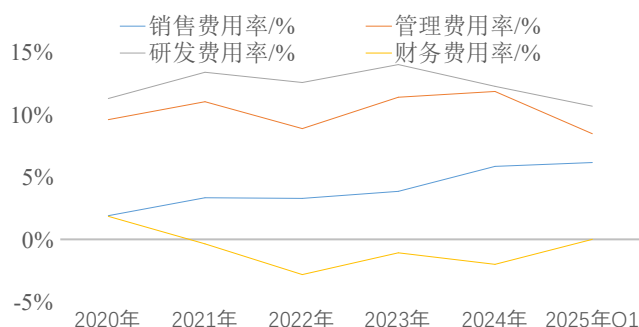
在费用率方面，2024 年公司整体费用率略有下降。2024 年公司主要费用率为 27.8%，同比下降 0.3 pct。其中销售费用率为 5.8%，同比增长 1.9 pct；管理费用率为 11.8%，同比增长 0.5 pct；研发费用率为 12.2%，同比下降 1.8 pct；财务费用率为-2.0%，同比下降 1.0 pct。

图表5：2024 年海泰新光毛利率略有提升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：2024 年海泰新光整体费用率略有下降



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.4 公司主要从事医用内窥镜器械和光学产品领域

公司主要从事医用内窥镜器械和光学产品的研发、制造、销售和服务。公司致力于光学技术和数字图像技术的创新应用，为临床医学、精密光学等领域提供优质的、有开创性的产品和服务。海泰新光以医疗应用为重点，在保持并巩固内窥镜领域竞争优势的同时，持续开发与完善医用光学成像器械领域的产品线布局。

医疗器件是公司主要业务板块，收入占比约 70%。公司业务可以分为医疗器件、光学器件、维修业务和其他。其中医疗器件是公司主要业务板块，收入占比约 70%。医用内窥镜器械产品包括 4K 荧光/白光腹腔镜、内窥镜光源模组、摄像适配器/适配镜头等。此外，公司围绕医院主要科室持续打造具备高品质、高性能的产品，包括胸腔镜、宫腔镜、关节镜、3D 腹腔镜等系列产品。

图表7：医疗器件是公司主要业务板块，收入占比约 70%



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 荧光内窥镜市场空间广阔，公司新款荧光除雾内窥镜摄像系统 N780 放量可期

2.1 荧光内窥镜对术中精准定位和降低手术风险起到关键的作用

医用内窥镜是集中了光学、人体工程学、精密机械、现代电子、计算机软件等为一体的用于在临床检查、诊断、治疗中为医生提供人体内部解剖结构图像的医用设备。在临床操作中，医生利用手术开口或身体的自然通道，将医用内窥镜送入体内，以检查器官的病变状况。通过观察窗口或屏幕，医生能够直观地进行疾病诊断，或者采取活检样本进行病理分析，并且能够立即对病症进行治疗或置入治疗性的人工制品。随着技术进步和应用范围的扩大，医用内窥镜已经成为诸如普外科、耳鼻喉科、泌尿科、骨科、妇科等众多科室进行诊断和手术时必不可少的工具。

医用内窥镜按产品结构可分为硬镜和软镜。硬镜包含摄像系统、光源系统以及镜体，广泛用于普外科、泌尿科、妇科和骨科等多个科室。由于硬镜无法弯曲，在操作时用于诊断和/或治疗人体表浅或浅层部位的自然腔道以及通过穿刺开口的腔道病灶，例如膀胱镜和宫腔镜等。

硬镜系统主要由内窥镜、光源、摄像系统以及配套的显示器、台车等构成。其中内窥镜、光源和摄像系统为整机系统的核心零部件。内窥镜主要由镜体、导光束接口、目镜罩及附件导光束转接器等结构组成。配套相应的摄像系统、光源及其他手术器械使用，用于在人体内的检查和手术中的观察成像。硬镜具有成像清晰、色彩逼真、易于操作等优点，已成为目前医务人员观察治疗人体内部病变组织最方便、直接、有效的医疗器械之一。

图表8：硬镜系统主要由内窥镜、光源、摄像系统以及配套的显示器、台车等构成



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

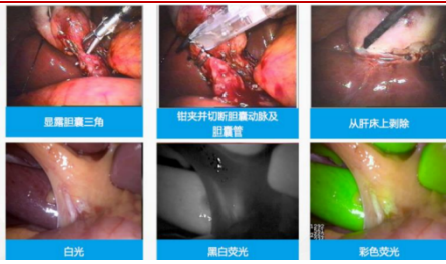
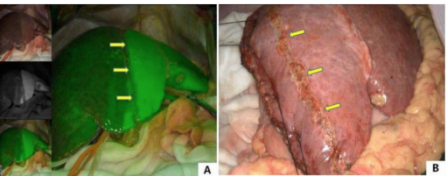
图表9：内窥镜主要由镜体、导光束接口、目镜罩及附件导光束转接器等结构组成



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

荧光内窥镜对术中精准定位和降低手术风险起到关键的作用。根据内窥镜的光谱工作范围，硬质镜分为白光内窥镜和荧光内窥镜两大类。白光内窥镜利用400-700nm的可见光谱，能够呈现人体组织表面的图像，其工作光谱即为白光光谱；而荧光内窥镜是一种自2016年起发展并广泛应用于医疗领域的新型内窥镜技术，其工作光谱覆盖400-900nm，不仅可以显示人体组织表面图像，还能实现对深层组织如胆囊管、淋巴管和血管的荧光显影。这种技术对于手术中的精确导航和降低手术风险具有至关重要的作用。

图表10：荧光内窥镜对术中精准定位和降低手术风险起到关键的作用

应用场景	介绍	成像对比
胆管显影	腹腔镜胆囊切除术的临床研究显示，荧光影像技术能够实现术中快速显影，成功率高，且不需要胆道插管和X射线，是目前显示胆道系统的金标准IOC（术中胆道造影）的良好替代。荧光影像技术还可对血管显影，有助于辨认血管的解剖结构，减少腹腔镜手术中的血管损伤。	
子宫恶性肿瘤前哨淋巴结定位	妇科肿瘤学临床实践指南（NCCN指南）中提出，前哨淋巴结定位对选定I期宫颈癌患者手术处理中已被临床广泛应用于直径达4cm的肿瘤，并在直径小于2cm的肿瘤方面检出率和定位效果最好。荧光腹腔镜为临床手术提供了一种高效、便捷的示踪技术，使术者在术中可以清楚地对肿瘤周围的淋巴组织进行实时、准确定位，同时还可以帮助指示病灶附近组织的空间位置，从而进行精准的淋巴结清扫，降低术后复发风险，提高病人存活率。成功的前哨淋巴结活检可有效缩小淋巴结清扫范围。荧光腹腔镜技术在前哨淋巴结定位中可发挥重要作用，使得医生能够清晰观察从原发肿瘤到淋巴结的引流，有效检测到前哨淋巴结，利于进行淋巴结活检。其中采用ICG注射方法以实现荧光显影的方式可更加准确地反映前哨淋巴结的状态，通过前哨淋巴结病理分析，判断是否需要淋巴结系统切除，为患者带来良好预后。	
肝段显影	在肝段显影手术中，可通过门静脉或外周静脉注射ICG，进行阳性染色或阴性染色，使目标肝区或肝段产生荧光信号，实现肝实质的三维染色。该方法的优点包括：1）肝段表面边界清晰，肝实质分离过程中可持续显影边界；2）显影持续时间长，肝段荧光显影>3小时；3）即刻显影，ICG注射后约1分钟，肝段即可荧光显影。	
肿瘤定位	在肝肿瘤切除手术中，荧光腹腔镜提供了一种新的术中影像探测方法，以精确发现微小肿瘤病灶，并对手术操作进行实时导航，表现出了比常规腹腔镜更高的肝癌诊断灵敏度。	

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

2.2 公司高清荧光腹腔镜、光源、摄像适配器型号丰富，提供荧光内窥镜整体解决方案

相对于白光内窥镜，荧光内窥镜在技术特点上难度更大。关键点在于：1）设计与构建。为了在广泛的光谱区间（400-900nm）校正像差（即在白光图像与荧光图像切换时无需重新调整焦距），荧光内窥镜需要配备45~50片光学透镜，并采用独特的光学结构设计，而常规白光内窥镜一般只用30~35片光学透镜；2）镀膜工艺。鉴于荧光内窥镜的透镜数量远多于普通白光内窥镜，其单面反射率必须控制在0.3%以下，以确保高透射率和高对比度。相比之下，白

光内窥镜的单面反射率控制在 0.5% 以内。随着荧光内窥镜在宽光谱成像领域的优势日益凸显，其在腹腔镜手术治疗方案中的学术和治疗价值逐渐被认可，并广泛应用于多种疾病的临床治疗。荧光腹腔镜在临床医学中的应用及优势包括：

公司提供荧光内窥镜整体解决方案。在众多产品中，高清荧光内窥镜器械作为公司的核心产品，其性能指标在行业中处于领先地位。这些指标包括了 1080P 的全高清分辨率，光学畸变率小于 10%，以及荧光与白光的离焦量小于 0.02mm。同时，荧光与白光的光学透过率比值也达到了 1:1。凭借在荧光内窥镜器械技术与性能方面的显著优势，公司与多家国际知名的医疗器械制造商建立了紧密的合作关系。公司成为美国史赛克高清荧光腹腔镜整机系统中，核心部件——高清荧光内窥镜、高清荧光摄像适配镜头和荧光光源模组的独家设计与生产供应商。

公司高清荧光腹腔镜规格齐全，性能稳定。公司推出的高清荧光腹腔镜具备四种型号：10mm 0 度、10mm 30 度、5mm 0 度以及 5mm 30 度。这些腹腔镜能够与荧光内窥镜光源和摄像系统相结合，形成完整的内窥镜系统，适用于微创手术。这些高清荧光腹腔镜产品在视场角、分辨率、畸变、渐晕、色差、景深、对比度、透过率等光学性能方面都达到了严格的标准。同时，它们在高温蒸汽灭菌等环境下，性能稳定性也经得起考验，确保了白光图像与荧光图像在相同成像位置上都能达到高清分辨率。

图表11：公司高清荧光腹腔镜规格齐全，性能稳定

产品名称		代表产品型号	产品简介及用途	图示
高清荧光内窥镜器械	高清荧光腹腔镜	10mm 0°、10mm 30°、5mm 0°、5mm 30°	与荧光内窥镜光源和荧光摄像系统配合，可同时观察白光和荧光图像，用于人体腹腔手术。采用高品质光纤照明，照明更均匀，耐磨损、密封性好，可耐受 300 次以上 134℃ C 高温蒸汽灭菌；三层套管设计，具有较强的系统稳定性。	
	高清荧光腹腔镜光源模组	L10KLD、L11KLD	输出 R/G/B 和 IR 四种光谱，其中 R/G/B 用于白光照明，IR 用于穿透人体组织表层，激发 ICG 产生荧光图像。	
	高清荧光摄像适配器/适配镜头	MZ-015、MZ-026	作为荧光摄像系统的配件，将内窥镜所成的光学图像再次成像到摄像手柄的 CMOS 靶面上。荧光摄像适配镜头既可以跟荧光内窥镜配合使用，也可以连接普通白光内窥镜。	

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司的光源亮度、成像质量、显色性能明显优于普通单芯片 LED 光源，并可配荧光激发功能。作为内窥镜整机系统的关键部分，光源的颜色、亮度、均匀性及稳定性对图像品质有着决定性作用。过去，内窥镜系统普遍使用氙灯和卤素灯作为照明，但随着技术进步，医用 LED 光源因其出色的成像视觉效果而逐渐取代了传统光源。LED 光源以其无污染、高亮度、长寿命和高转化率等优点，在内窥镜的临床应用中，为医生提供了优质的照明，确保了检查、治疗、手术以及摄像和录像过程中的清晰成像。

图表12：LED 光源具有无污染、亮度高、寿命长、转化率高等优势

项目	氙灯	医用 LED
光谱范围	极宽，无用的光谱形成杂光，进而转换为大量热能	冷光源照明
开关时间	延迟时间长	即开即亮，即关即灭，延时时间以毫秒计，并可使用连续和脉冲两种方式进行控制，有利于与摄像系统匹配以调节图像色彩
使用寿命	亮度衰减较快，平均 500 小时衰减约 50%	使用寿命长，可达 5 万-6 万小时
电力使用	较为费电	输出稳定，环保节能
散热能力	较弱	较强

资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

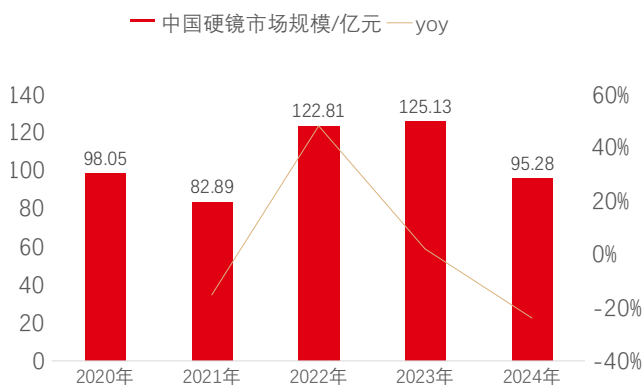
摄像适配器是内窥镜摄像系统的核心部件之一。适配镜头作为摄像适配器的核心组件，负责将内窥镜捕捉到的图像传送至摄像头的 CMOS 传感器上。高质量的摄像适配器能够提供更广阔的视角、更深的景深，并且能够降低图像的扭曲和失真。鉴于微创手术在体外操作时对视野清晰度和成像精确性的特殊需求，先进的光学技术对于提升对细微病变的观察和诊断能力至关重要。一般而言，一套内窥镜摄像系统会配备多种规格的适配器，以适应各种手术环境，这些适配器包括定焦、变焦、直角以及白光、荧光等多种类型。

公司的摄像适配器可提供清晰的视野，促使医学判断更精确，能提升手术效率，降低不良事件发生率。作为荧光内窥镜摄像系统的辅助光学镜头，公司的高清荧光摄像适配镜头主要作用是将内窥镜产生的白光图像和荧光图像重新投射至 CMOS 传感器上。CMOS 传感器捕获这些图像后，进行进一步的图像处理，确保了白光和荧光视野的清晰度。公司研发的荧光摄像适配镜头能够与荧光内窥镜以及常规白光内窥镜系统兼容使用，在微创内窥镜手术中，它能提供高质量的荧光和白光影像。这些影像有助于医生实时监测淋巴、血液和特定肿瘤等组织，进而作出更精确的医疗诊断，提高手术精确度，减少手术中的不良事件。

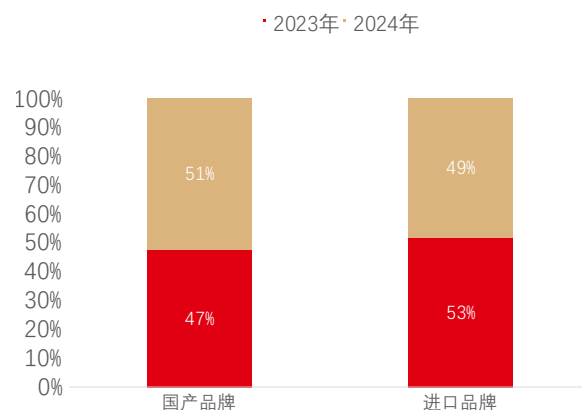
2.3 中国硬镜市场规模近 100 亿元，荧光内窥镜潜力巨大

2024 年中国硬镜市场规模近 100 亿元，国产化率逐步增长。硬镜市场展现出强劲的发展潜力，根据《硬式内窥镜市场分析及全球专利技术发展图谱报告(2024)》，2023 年全球硬镜市场规模已达 74 亿美元，预计到 2033 年将以每年 7.1% 的复合增长率增长，有望攀升至 147 亿美元。中国硬镜市场 2021-2024 年的复合增长率达 4.75%，2024 年市场规模增至 95 亿元以上。医用硬镜在医用内窥镜整体市场的占比超 50%，同比增加 1.73 个百分点。同时随着国产企业产品技术的不断提升，我国硬镜市场国产化率也在增长。2024 年我国硬镜市场国产化率达到 51% 以上，同比增加 4.09 个百分点。

图表13：2024 年中国硬镜市场规模近 100 亿元



图表14：2024 年我国硬镜市场国产化率达到 51% 以上



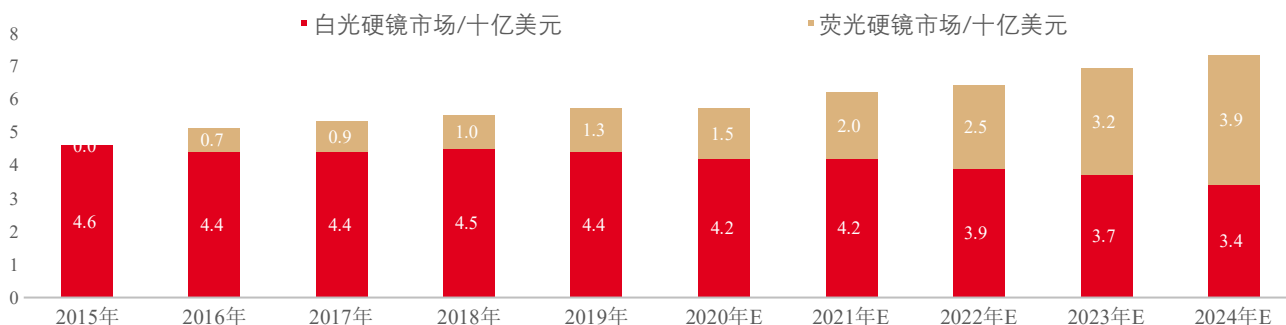
资料来源：医装数据，中邮证券研究所

资料来源：医装数据，中邮证券研究所

全球荧光硬镜市场规模有望超过白光硬镜。荧光硬镜市场全球范围内的初步发展始于 2015 年。随着技术的不断进步和完善，荧光硬镜在近年来被广泛地应用于腹腔镜等手术领域。由于荧光整机系统融合了白光和荧光内窥镜的功能，这种集成化产品能够减少手术室内的设备配置需求，并增强科室的诊疗效率，从而使得荧光硬镜产品的市场规模和市场份额逐年上升。2019 年全球荧光硬镜市场规模已达到 13.1 亿美元，占整个硬镜市场的 22.9%。预计未来

几年内，该市场将保持高速增长态势，预计将以 24.3% 的年复合增长率增长，到 2024 年市场规模将达到 38.7 亿美元，市场份额也将逐步提升至 53.5%。

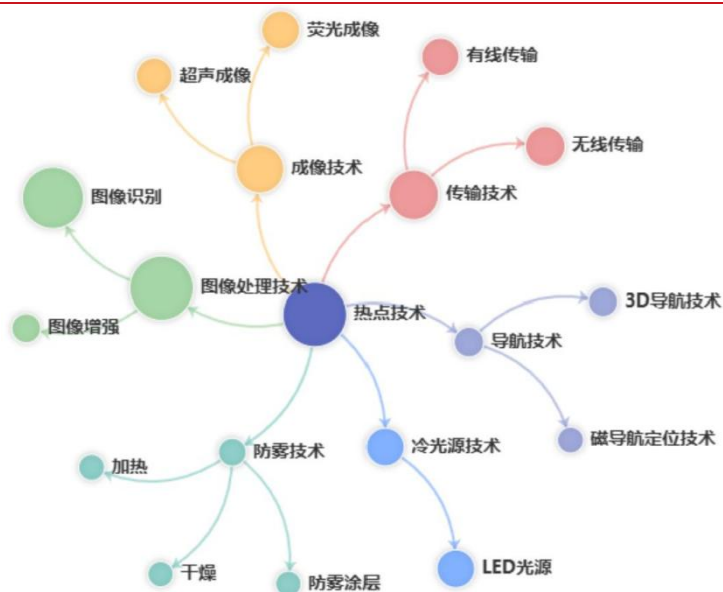
图表15：预计荧光硬镜市场规模将逐步超过白光硬镜



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

未来内窥镜的发展方向主要有图像处理技术方向、导航技术方向、成像技术方向、冷光源技术方向、传输技术方向和防雾技术方向。图像处理技术中的图像识别与增强，可提升硬镜成像的清晰度和细节辨识度，助力医疗手术中的精准观察与诊断；导航技术里的磁导航定位和3D导航，让硬镜能更精准地抵达目标位置，提高操作的安全性和准确性；成像技术中的荧光成像与超声成像，为医生提供多样化的内部组织信息，有助于疾病的早期发现和精确判断；冷光源技术的LED光源保证了稳定且节能的照明；传输技术则实现了图像和数据的高速稳定传输；防雾技术确保硬镜在使用中保持清晰视野。

图表16：内窥镜热点技术方向分析



资料来源：医知桥，中邮证券研究所

2.4 公司整机业务销售渠道渐成体系，N780 有望引领市场销量

公司注重自主品牌的培养，开展渠道建设和营销布局。基于与全球行业龙头的多年深度合作，海泰新光锻造了极具竞争力的技术长板，是目前国内唯一拥有光源、镜体、摄像系统设计

和制造能力的硬镜整机厂商。公司不仅在 ODM 板块成绩出色，公司还一直注重对自主品牌的培养。自 2018 年布局自主品牌产品以来，海泰新光就同步启动渠道建设和营销布局。

4K 内窥镜摄像系统 N700-F 崭露头角。2023 年 2 月海泰新光自主研发的 4K 内窥镜摄像系统 N700-F 获准注册。公司 N700-F 摄像系统具备 4K 超高清分辨率（分辨率 3840×2160 ，4 倍于全高清（ 1920×1080 ）），同时还具有一键光学除雾、更广的色域、高实时性 60 帧/秒等特点。尤其是一键光学除雾，能够缩短手术时间，降低手术风险，始终保持边界清晰，呈现完美细节。

图表17：海泰新光 4K 内窥镜摄像系统 N700-F 于 2023 年 2 月 13 日获准注册



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

图表18：海泰新光 N700-F 具有一键光学除雾功能



资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

公司整机业务销售渠道渐成体系，未来前景可期。根据公司投资者交流纪要，2024 年春节后公司开始布局国内整机推广业务，到三季度已经有 150 套销售（在临床使用），其中重点科室是妇科和头颈外科。2024 年前三季度公司围绕重点科室搭建了营销推广团队，合计有 30 多人，在重点省份建立了销售经理和经销商，经销商体系现已基本建设完备。多家经销商已在 2024 年 11 月底集中签订经销协议，经销体系覆盖全国大部分省市。

2025 年 6 月公司推出 N780 4K 荧光除雾内窥镜摄像系统，未来有望引领市场销量。根据公司公众号，2025 年 6 月海泰新光发布了新一代荧光除雾内窥镜摄像系统 N780 4K。N780 采用全球领先的近红外光学除雾技术，搭载多光谱成像功能的影像系统，可有效应对腔镜手术中的雾气干扰，以“一键光学除雾”取代传统物理擦拭，显著提升复杂手术的效率。我们认为公司内窥镜产品技术领先，尤其是荧光除雾功能具有技术壁垒，看好公司内窥镜摄像系统在国内销量。随着国内“以旧换新”政策对院端采购的支持，公司国内整机业务有望迎来快速发展。

图表19：2025 年 6 月海泰新光发布了新一代荧光除雾内窥镜摄像系统 N780 4K



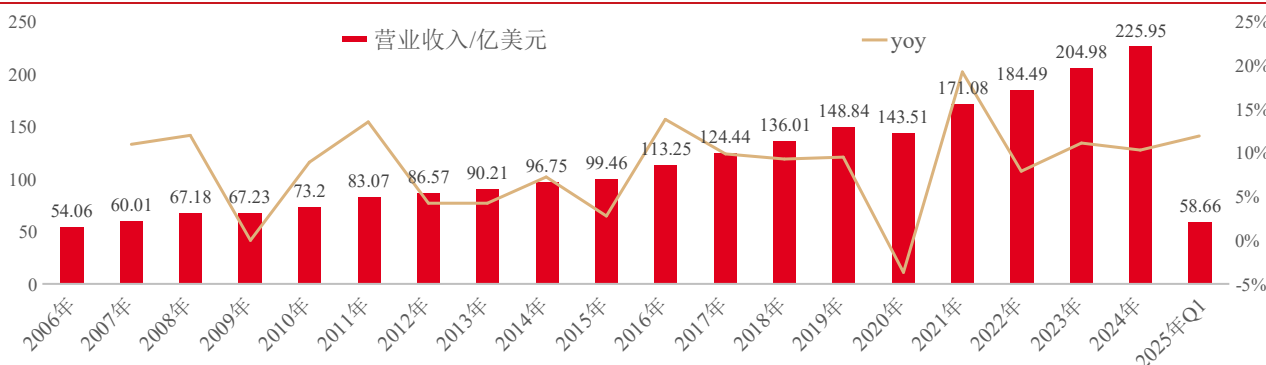
资料来源：公司公众号，中邮证券研究所

3 公司深度绑定海外大客户，未雨绸缪化解关税困境

3.1 史赛克腔镜业务持续高增长，2024 年营业收入为 225.95 亿美元

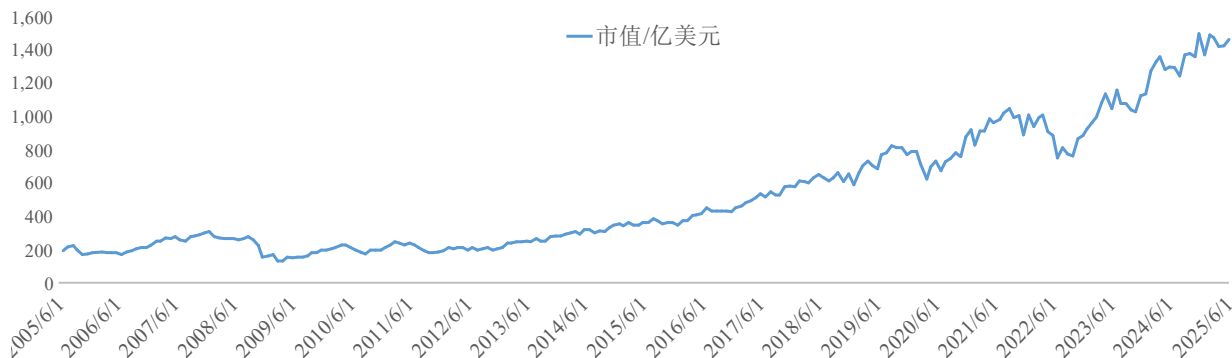
史赛克 2024 年营业收入为 225.95 亿美元，最新市值为 1456 亿美元。史赛克成立于 1946 年，是全球最大的骨科及医疗科技公司之一，总部位于美国密歇根州，在全球拥有 14 个生产研发及销售分部，曾被评为财富 500 强公司及全美 50 大医疗公司。史赛克的产品主要分为整形矫正、内外科和神经脊柱医疗器械三大领域，产品包括用于关节置换和创伤手术的植入物；手术设备和手术导航系统；内窥镜和通讯系统；病人处理和紧急医疗设备；神经外科，神经血管和脊柱器械；用于各种医学专业的其他医疗器械产品等。2024 年史赛克营业收入为 225.95 亿美元，最新市值为 1456 亿美元（截至 2025 年 6 月 1 日）。

图表20：2024 年美国史赛克营业收入为 225.95 亿美元



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表21：美国史赛克最新市值为 1456 亿美元(截至 2025 年 6 月 1 日)

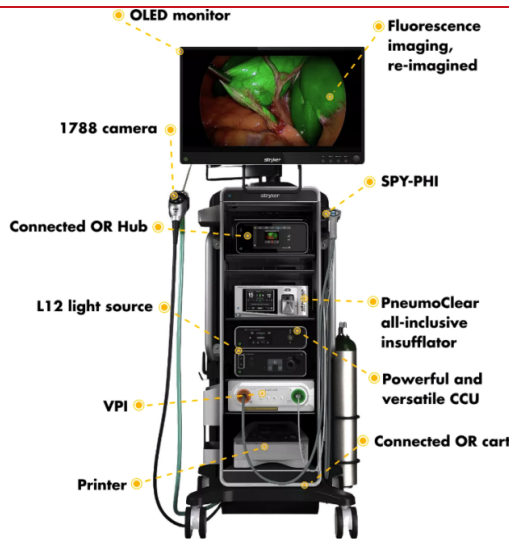


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 史赛克新一代内窥镜 1788 手术摄像平台推动腔镜业务持续增长

2023 年史赛克推出了新一代内窥镜 1788 摄像平台。2023 年 9 月 14 日，史赛克（Stryker，纽约证券交易所股票代码：SYK）宣布，推出了 1788 摄像平台。1788 摄像平台为手术室带来了增强技术，包括更宽的色域、更鲜艳的白光和新的荧光成像功能。该平台旨在改进血流和关键解剖结构的可视化，并且能够在最重要的时候对多种光学成像剂进行可视化。

图表22：史赛克 1788 摄像平台产品力表现更出色



资料来源：骨未来公众号，中邮证券研究所

基于新一代的设备配置，1788 摄像平台具有更好的产品力表现。1788 摄像平台为手术室带来了增强技术，包括更宽的色域、更鲜艳的白光和新的荧光成像功能。该平台旨在改进血流和关键解剖结构的可视化，并且能够在最重要的时候对多种光学成像剂进行可视化。

1、**更宽的色域**：1788 摄像平台采用了全新的色彩技术，能够呈现出更丰富的颜色和更真实的色彩还原，使得医生能够更准确地判断病变的颜色和特征，从而更好地进行手术操作。

2、**更鲜艳的白光**：1788 摄像平台采用高亮度 LED 光源，能够发出更明亮、更稳定的光线，从而使得手术视野更加清晰，同时避免了色差和阴影的出现，提高了手术的精确性和安全性。

3、**新的荧光成像功能**：1788 摄像平台新增了荧光成像功能，可以在手术中辅助医生发现微小病变和血管分布情况，从而更好地指导手术操作，提高手术的成功率和效果。

4、**先进的数字信号处理技术**：1788 摄像平台采用了先进的数字信号处理技术，能够保证图像传输的稳定性和流畅性，避免了图像延迟和失真的情况出现，从而让医生在手术过程中能够更加准确地判断病变情况和手术进展。

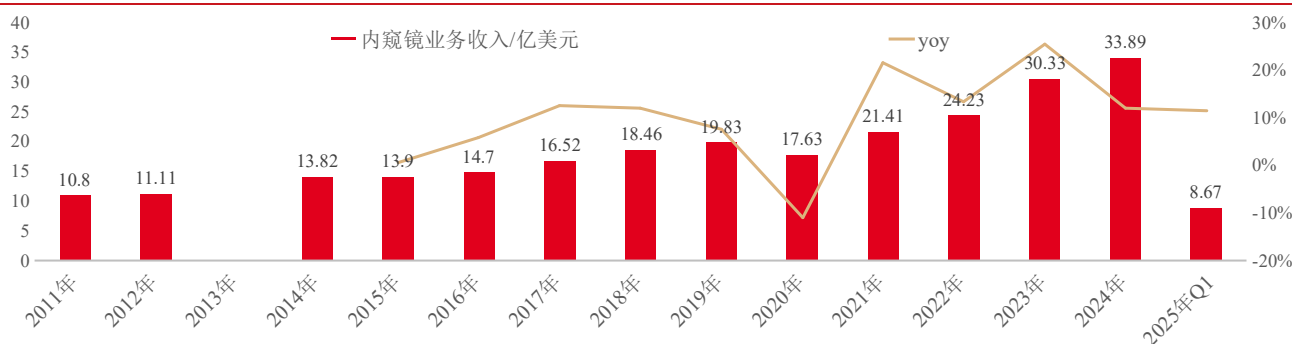
图表23：史赛克 1788 摄像平台设备配置得到升级提高

模块	产品优点
OLED 显示器	32 英寸的 4K OLED 手术显示器可显示超过十亿种颜色，能够在各种角度更清晰地观察精细组织类型和结构。
荧光成像	1788 平台集成了 SPY 对比度、叠加和 ENV 模式，可提供更清晰的荧光信号描绘，从而改善灌注和关键解剖结构的可视化。
1788 摄像头	拥有更高的图像传感器灵敏度、通过最低亮度水平实现的更高对比度以及更通用的激光波长，可产生清晰、生动的手术图像。
SPY-PHI	SPY 便携式手持成像仪让外科医生能够在开放手术中可视化灌注。
PneumoClear 全包式吹入器	第一个集成加热、加湿和排烟功能的全包注气系统，将注气体验提升到一个新的水平。
L12 光源	通过“安全灯”技术改进了灯光控制。

资料来源：骨未来公众号，中邮证券研究所

2024 年史赛克公司内窥镜业务收入 33.89 亿美元，同比增长 11.74%。美国史赛克公司在 2024 年取得了显著的财务业绩，营业收入达到 225.95 亿美元，实现了 11.88% 的同比增长。其中内窥镜业务收入 33.89 亿美元，同比增长 11.74%。自公司 2023 推出 17884K 摄像平台后，公司内窥镜业务持续增长。2025 年 Q1 史赛克内窥镜业务收入 8.67 亿美元，同比增长 11.44%，是史赛克医疗系统业务线中增速最快的细分业务板块。

图表24：2024 年史赛克公司内窥镜业务收入 33.89 亿美元，同比增长 11.74%

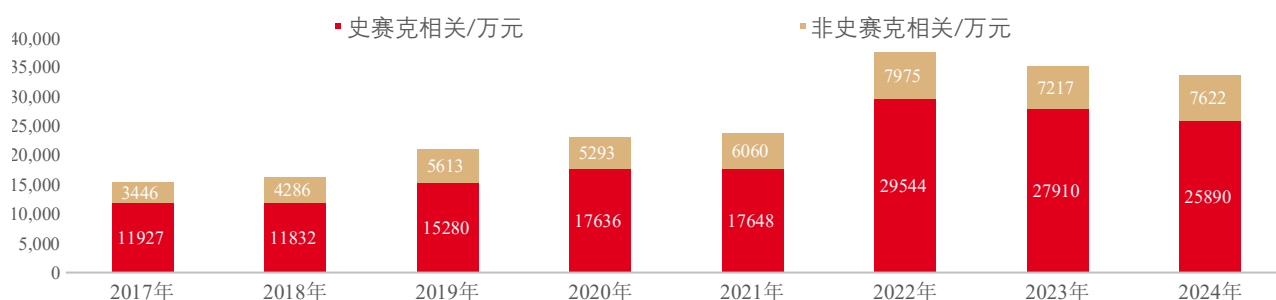


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.3 公司未雨绸缪，提前布局海外产能，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

公司成为史赛克高清荧光腹腔镜整机系统中核心部件的唯一设计及生产供应商。基于公司在光学成像技术上突出的技术实力以及高品质的产品生产和质量控制能力，国际医疗器械巨头美国史赛克选择与公司深度合作，公司参与了美国史赛克从 2008 年以来的历代内窥镜系统核心光学部件的研发和量产，包括历代整机系统中的光源模组、荧光腹腔镜以及适配镜头等。通过十几年的成功合作，公司的核心技术已经深深融入了史赛克的内窥镜整机产品中，双方形成了长期稳固的合作关系；同时，通过与美国史赛克的合作，公司的产品在世界主流市场上经历了长期锤炼，在性能、质量上都达到了世界先进水平，具备很强的市场竞争力。近几年海泰新光对史赛克/公司第一大客户的销售额占公司营业收入的比例超 70%。

图表25：近几年海泰新光对史赛克销售额占公司营业收入的比例超 70%



资料来源：公司招股书，公司公告，中邮证券研究所

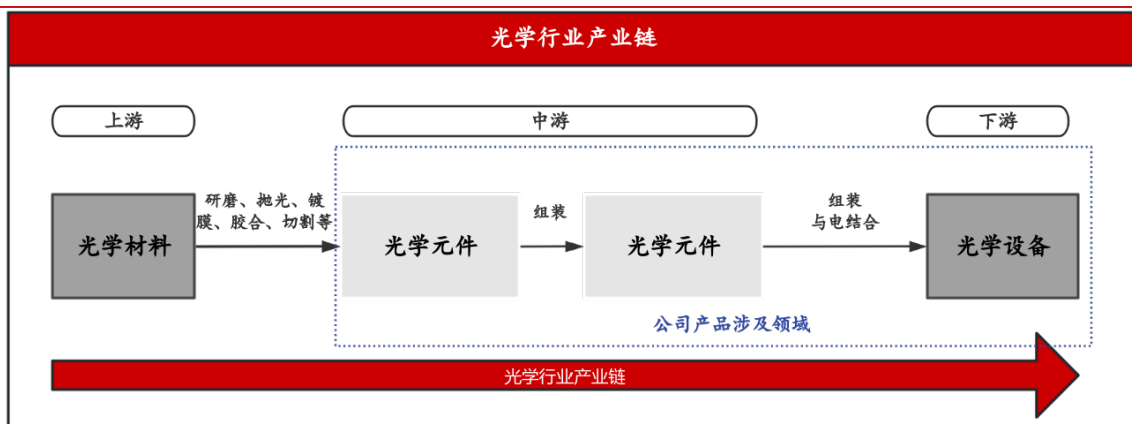
公司未雨绸缪布局美国和泰国工厂，通过协调境内和境外工厂的生产分工有效降低关税的影响。针对美国对华关税的风险，公司在几年前就开始了海外布局。在这次对等关税发生之前，公司已经完成了美国工厂和泰国工厂的建立，目前公司绝大部分产品已经实现在美国工厂和泰国工厂生产和发货，公司内部可以通过协调境内和境外工厂的生产分工降低关税的影响。另外公司已经开始就关税问题与美国客户进行协商、共同应对，随着关税情况进一步明朗，公司与客户会形成相应方案。我们认为公司产品是医疗产品，对供应链体系管控非常严格，美国医疗界也在积极促进对医疗产品的豁免，美国关税对公司的影响有限。此外随着公司整机产品在国内市场销售获得快速增长，占主营业务收入的比例会进一步增加。

4 公司光学业务板块种类丰富，应用面广

4.1 公司光学业务产品种类丰富，可应用于下游多个行业

光学产品产业链的上游为光学原材料生产企业，主要包括光学玻璃、光学塑料等。目前上述原材料市场中生产企业较多，供应量充足，处于充分竞争状态。产业链的中游为光学器件及组件制造企业，包括光学器件和组件等生产厂商，其采用上游原、辅材料制造镜片、滤光片等光学器件或生产镜头等光学组件。该部分器件为下游应用光学产品的主要原材料，与光电技术紧密结合，具有核心技术门槛。产业链的下游为各类终端光学产品生产厂商，采用中游的光学器件和组件等进行光学整机设备产品的生产，应用场景与领域广泛，包括体外诊断、医疗美容、工业激光和生物识别等。下游产业链细分领域的多样化及市场规模增长带动了光学产品行业的发展。光学产业链上、中、下游的构成如下图所示：

图表26：海泰新光主要参与光学行业产业链中下游相关领域



资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司光学业务板块产品可分为医用光学产品、工业及激光光学产品和生物识别产品三类。在光学领域，公司以光学设计、光学加工、光学镀膜、光学集成和检测等技术能力为基础，为生物医学、工业激光和生物识别等多个领域提供光学产品和光学元器件。公司具备较强的光学产品研发设计能力，既可以按照客户提供的标准和方案生产，也可以根据客户对器件功能、应用等因素的要求，自主设计产品实现方案并完成生产加工。公司产品包括牙科内视和 3D 扫描模组、荧光滤光片、美容机滤光片，激光准直镜、聚焦镜、扫描镜，PBS、NPBS，掌纹仪、指纹仪、掌静脉仪等，根据用途可以归纳划分为医用光学产品、工业及激光光学产品和生物识别产品三类。

图表27：公司光学产品可以分为医用光学产品、工业及激光光学产品和生物识别产品三类

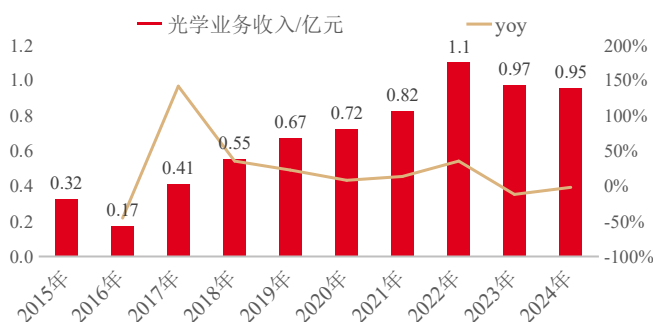
产品名称	代表产品型号	产品简介及用途	图示
牙科内视镜模组	MZ-023	作为牙科设备的部件，用于牙科检查或手术中牙齿轮廓的成像，由红外光学成像部分和单晶片红外 CMOS 组成，可以红外成像，图像通过数据线传输到电脑中进行处理和显示。	
高清荧光内窥镜器械	BF-432、BF-225 BF-226、BF-480 BF-074R、BF-075R BF-076R	用于配套以生化分析仪、荧光显微镜、流式细胞仪为代表的荧光分析和探测设备，将激发光和环境杂光过滤干净，只让需要的荧光光谱通过，从而通过探测器探测荧光图像或荧光能量。不同的激发光源和荧光试剂对应的产品规格不同。	

工业及激光光学产品	美容机滤光片	WI-1835、LG-298 MZ-036、WI-907	用于配套脱毛、光子嫩肤等美容机设备，截止掉不需要的短波光谱，让长波光谱以特定的频率和能量照射皮肤，在光能的刺激下逐渐改善毛囊结构，从而起到脱毛或嫩肤的作用。	
	准直镜聚焦镜扫描镜 PBSNPBS	MZ-054、WI-1953 LN-227、WI-1200 PM-081、PBS-174	将光纤激光器发出的激光进行准直、聚焦等光束整形，将激光能量聚焦在一个很小的光斑范围内，通过聚集激光的能量对金属进行焊接或者切割等加工工作。	
生物识别产品	掌纹仪	MZ-011、MZ-063 MZ-074	在一台设备上实现对单指平面/滚动、指尖滚动、四连指、掌纹、侧掌纹等各种类型指掌纹的一体化采集，主要用于公安系统和司法系统对重点人员的指掌纹采集，通过了公安部 GA 认证。	
	指纹仪	MZ-044、MZ-041 MZ-039、MZ-035 MZ-047	产品可以实现对单指指纹的采集和人员指纹的比对和身份认证，符合中国公安部 GA/T 1011-2012 标准和 FBI Mobile ID FAP20 标准。主要出口国外，用于政府选举和人员管理。	

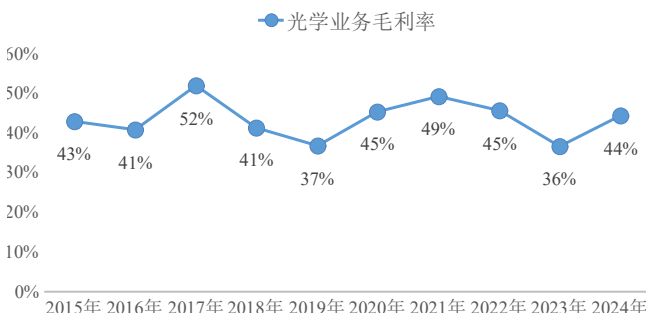
资料来源：公司招股书，中邮证券研究所

公司光学业务收入增长相对稳定。2024 年光学器件业务收入 0.95 亿元，同比下降 1.80%，其中医用光学产品的业务有所增加。毛利率 44.16%，同比增长 7.69 pct。我们认为未来公司会重点发展医用光学产品，相信在医用光学板块会出现较好的增长。

图表28：2024 年光学器件业务收入 0.95 亿元，同比下降 1.80%



图表29：2024 年光学器件毛利率 44.16%，同比增长 7.69 pct



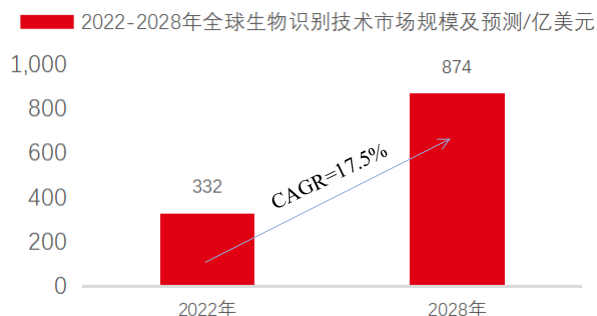
资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

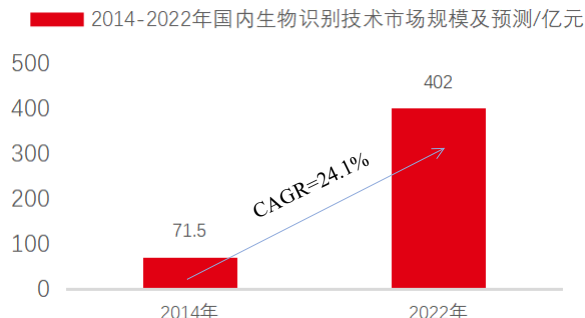
4.2 生物识别技术在金融、电信、信息安全、电子政务等领域正在加速推广

生物识别技术在金融、电信、信息安全、电子政务等领域正在加速推广。特别是各国政府在边境安全、电子护照以及刑侦等方面逐渐普及了生物识别技术的应用。此外，云计算和电子商务也带来了巨大的需求，移动支付和在线转账等业务推动了生物识别技术市场的扩张。2022 年全球生物识别市场规模约为 332 亿美元，预计 2028 年将达到 874 亿美元，年复合增长率将达到 17.5%。国内生物识别技术市场规模从 2014 年的 71.5 亿元迅速增长至 2022 年的 402 亿元，期间 CAGR 达 24.1%。

图表30：2022年至2028年全球生物识别市场规模年复合增长率将达到17.5%



图表31：2014年至2022年国内生物识别市场规模年复合增长率达到24.1%



资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

手掌识别相比指纹、人脸、声波、虹膜等识别方式，具有更强的信息安全性和抗泄漏风险能力。相对于指纹、人脸、声波、虹膜等识别方式，手掌识别具有更强的信息安全性和抗泄漏风险能力，在应用场景方面，刷掌支付也几乎可以代替刷脸支付。用户只需要将手掌对准支付设备的扫描区，设备确认完成后即可完成支付。

在生物识别领域，公司在掌静脉识别领域布局多年。作为海泰新光旗下的生物识别品牌，映脉专注于研究尖端生物识别技术在身份验证领域的应用。自2016年起，该品牌已成功研发出警用活体指掌纹采集仪，并通过了公安部GA认证，成为全球领先的非接触式掌静脉识别技术供应商。映脉的掌静脉识别技术融合了深度三维建模、快速融合比对引擎和体内生物特征捕捉三大先进技术，打造出真正非接触、活体检测、高精度的掌静脉识别身份认证产品。这些产品有效解决了传统生物识别技术易被伪造、存在安全隐患、使用不便等问题。用户仅需将手掌置于产品表面3~10cm范围内，即可轻松完成识别，且对手掌姿势和角度要求不高，无需额外支架辅助，识别准确率达99.99%，误识率仅为0.00001%。映脉的产品满足金融、医疗、军事、教育、交通等多个行业的标准和安全信息化建设需求，支持智能终端的集成和应用，如金库门、保险柜、智能医药柜、智能枪弹柜、支付终端、门禁考勤终端、人行通道等场景的身份验证，为身份识别和信息安全提供了先进的解决方案。

图表32：海泰新光掌静脉模块产品特点



资料来源：青岛工信公众号，中邮证券研究所

图表33：海泰新光掌静脉一体机产品特点



资料来源：青岛工信公众号，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资建议

关键假设：

医疗器件业务：随着史赛克订单量的逐步增加，预计公司内窥镜镜体和光源 25 年会有明显增长。且公司国内整机业务 24 年已成功搭建渠道，随着海泰新光新一代荧光除雾内窥镜摄像系统 N780 4K 的发布，以及国内“以旧换新”政策对院端采购的支持，公司国内整机业务有望迎来快速发展。我们预计公司医疗器件业务 25 年~27 年分别增长 32%、41%和 30%。

光学器件业务：光学市场细分市场众多，相关产业链丰富，未来成长空间广阔。工业激光领域稳定发展，医用激光有望快速发展。我们预计公司医疗器件业务 25 年~27 年分别增长 14%、12%和 12%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入端分别为 5.66 亿元、7.19 亿元和 9.24 亿元，收入同比增速分别为 27.8%、27.0%和 28.6%，归母净利润预计 2025 年-2027 年分别为 1.79 亿元、2.26 亿元和 2.89 亿元，归母净利润同比增速分别为 32.5%，26.3%和 27.6%。2025-2027 年 PE 分别为 26.1 倍、20.6 倍和 16.2 倍，对应 PEG 分别为 0.80、0.79 和 0.59，给予“买入”评级。

可比公司估值：

与公司业务相似性高的同行业公司，有专注于内窥镜领域的澳华内镜和开立医疗，以及主营业务同为设备的迈瑞医疗。截至 2025 年 6 月 25 日收盘价，可比公司对应 2025 年的预期 PE 平均水平约为 46.9 倍，海泰新光 2025 年预期 PE 估值为 26.1 倍，目前估值较低，给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值情况

公司名称	代码	市值*/亿元	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
*迈瑞医疗	300760.SZ	2,777.10	115.82	127.76	146.93	169.10	24.0	21.7	18.9	16.4
*开立医疗	300633.SZ	130.85	4.54	3.78	4.98	6.26	28.8	34.6	26.3	20.9
*澳华内镜	688212.SH	64.98	0.58	0.77	1.19	1.64	112.3	84.3	54.7	39.7
平均							55.0	46.9	33.3	25.7
海泰新光	688677.SH	46.15	1.35	1.79	2.26	2.89	34.5	26.1	20.6	16.2

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：*市值选取 2025 年 6 月 25 日收盘市值水平，参考公司数据取自 iFinD 一致预测

6 风险提示

公司研发进度不及预期风险、产品销售不及预期风险、国际政治动荡及贸易摩擦影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	443	566	719	924	营业收入	-5.9%	27.8%	27.0%	28.6%
营业成本	157	198	252	324	营业利润	-5.0%	31.0%	26.3%	27.8%
税金及附加	5	7	9	11	归属于母公司净利润	-7.1%	32.5%	26.3%	27.6%
销售费用	26	34	42	53	获利能力				
管理费用	52	68	83	104	毛利率	64.5%	65.0%	65.0%	65.0%
研发费用	54	74	97	129	净利率	30.6%	31.7%	31.5%	31.3%
财务费用	-9	-10	-12	-14	ROE	10.4%	13.4%	15.6%	18.2%
资产减值损失	-5	0	0	0	ROIC	9.8%	12.2%	14.3%	16.9%
营业利润	153	200	253	323	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	10.6%	11.7%	12.6%	14.1%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	6.15	5.60	5.41	5.05
利润总额	152	200	253	323	营运能力				
所得税	19	24	30	39	应收账款周转率	4.35	4.49	4.75	4.70
净利润	134	177	223	285	存货周转率	0.88	1.00	1.04	1.03
归母净利润	135	179	226	289	总资产周转率	0.31	0.38	0.45	0.53
每股收益(元)	1.13	1.50	1.89	2.41	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.13	1.50	1.89	2.41
货币资金	524	542	569	610	每股净资产	10.87	11.19	12.09	13.23
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	125	138	177	232	PE	34.52	26.06	20.64	16.17
预付款项	4	5	6	8	PB	3.58	3.48	3.22	2.95
存货	187	210	275	355	现金流量表				
流动资产合计	851	910	1044	1226	净利润	134	177	223	285
固定资产	469	469	469	469	折旧和摊销	29	0	0	0
在建工程	5	5	5	5	营运资本变动	-62	-18	-77	-91
无形资产	29	29	29	29	其他	12	4	6	7
非流动资产合计	609	609	609	609	经营活动现金流净额	112	162	152	201
资产总计	1460	1519	1653	1836	资本开支	-76	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-16	-4	-6	-7
应付票据及应付账款	54	61	77	101	投资活动现金流净额	-93	-4	-6	-7
其他流动负债	85	101	116	141	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	139	162	193	243	债务融资	30	2	0	0
其他	16	15	15	15	其他	-119	-141	-119	-152
非流动负债合计	16	15	15	15	筹资活动现金流净额	-89	-140	-119	-152
负债合计	155	178	208	258	现金及现金等价物净增加额	-68	18	27	42
股本	121	121	121	121					
资本公积金	589	589	589	589					
未分配利润	577	635	708	801					
少数股东权益	2	-1	-4	-8					
其他	17	-2	32	75					
所有者权益合计	1305	1341	1445	1578					
负债和所有者权益总计	1460	1519	1653	1836					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048