

公司研究

去库影响减弱，期待二季度业绩修复

——海泰新光（688677.SH）跟踪点评

要点

客户去库影响减弱，25 年以来恢复增长。2024 年公司实现营业收入 4.43 亿元，同比减少 5.90%，归属于母公司所有者的净利润为 1.35 亿元，同比减少 7.11%。受大客户拿货节奏放缓影响，24 年短期营收和利润呈现下降。2025 年以来，随客户库存降低、去库影响减弱，发货显著增长，25Q1 收入同比增长 24.9%，环比增长 18.3%。随客户需求恢复，公司业务收入有望实现进一步增长。大客户新一代内窥镜系统销售持续增长，去库影响逐步削弱，我们预计公司发货水平回归到正常节奏后有望持续推动业绩增长。

内窥镜整机商业化加速，积极配套开发外延产品。公司第二代 4K 内窥镜系统在 2024 年开始量产销售，国内市场取得加速增长，市场反馈良好。内窥镜方面，公司对全套产品（摄像、光源、多种镜体）进行持续开发，同时积极配套开发旋切、电切、器械等外延产品，为客户提供全面产品和服务，不断提升产品矩阵，增强市场竞争力。

研发投入强劲，产品线布局全面。公司 24 年研发投入 0.54 亿元，占营业收入的 12.23%，展示了强大的技术创新能力和市场竞争力。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，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今年实现量产并在国内市场上市。

盈利预测、估值与评级：考虑到客户去库影响、费用投入等因素，我们下调公司 25~26 年归母净利润预测分别为 1.85/2.22 亿元（前值为 2.55/3.33 亿元，较前次预测下调 27.5/33.3%），新增 27 年归母净利润预测为 2.68 亿元，现价对应 PE 分别为 30/25/21 倍。公司大客户新产品销售持续增长，公司整机业务有望贡献增量，维持“买入”评级。

风险提示：新订单不及预期；新产品推广不及预期；贸易摩擦风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	471	443	552	669	816
营业收入增长率	-1.31%	-5.90%	24.65%	21.25%	21.90%
归母净利润（百万元）	146	135	185	222	268
归母净利润增长率	-20.19%	-7.11%	36.77%	19.76%	21.09%
EPS（元）	1.20	1.12	1.54	1.85	2.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.27%	10.38%	13.07%	14.09%	17.40%
P/E	39	42	30	25	21
P/B	4.4	4.3	4.0	3.6	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-08

买入（维持）

当前价：46.69 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

021-52523697

wujiaqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.20
总市值(亿元):	55.97
一年最低/最高(元):	25.12/47.75
近 3 月换手率:	85.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	20.20	25.48	26.04
绝对	22.45	30.99	49.47

资料来源：Wind

相关研报

大客户拿货节奏放缓，静待发货水平回升——海泰新光（688677.SH）2024 年半年报点评（2024-08-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	471	443	552	669	816
营业成本	171	157	193	239	289
折旧和摊销	23	27	27	28	30
税金及附加	6	5	6	7	8
销售费用	18	26	25	30	37
管理费用	53	52	66	79	96
研发费用	66	54	66	79	96
财务费用	-5	-9	-4	-5	-5
投资收益	-4	-5	2	2	2
营业利润	161	153	211	253	306
利润总额	160	152	210	252	305
所得税	18	19	26	31	38
净利润	142	134	185	221	268
少数股东损益	-4	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	146	135	185	222	268
EPS(元)	1.20	1.12	1.54	1.85	2.24

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	158	112	259	198	240
净利润	146	135	185	222	268
折旧摊销	23	27	27	28	30
净营运资金增加	54	8	34	137	168
其他	-64	-58	13	-189	-226
投资活动产生现金流	-93	-93	-41	-51	-51
净资本支出	-56	-76	-52	-52	-52
长期投资变化	14	54	0	0	0
其他资产变化	-50	-70	11	1	1
融资活动现金流	-110	-89	-68	-59	-293
股本变化	35	-1	-1	0	0
债务净变化	-15	30	0	0	0
无息负债变化	-54	23	6	21	23
净现金流	-44	-68	150	89	-104

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	63.7%	64.5%	65.1%	64.3%	64.6%
EBITDA 率	40.4%	42.1%	41.9%	41.1%	40.6%
EBIT 率	35.6%	36.1%	37.0%	36.9%	36.9%
税前净利润率	34.0%	34.4%	38.1%	37.7%	37.4%
归母净利润率	31.0%	30.6%	33.5%	33.1%	32.9%
ROA	10.2%	9.2%	11.7%	12.6%	15.3%
ROE (摊薄)	11.3%	10.4%	13.1%	14.1%	17.4%
经营性 ROIC	14.6%	12.8%	15.5%	16.5%	17.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	7%	11%	10%	10%	12%
流动比率	10.60	6.15	6.59	6.69	5.73
速动比率	8.60	4.80	5.52	5.54	4.50
归母权益/有息债务	564.70	40.40	43.90	48.77	47.83
有形资产/有息债务	586.71	43.53	47.20	52.70	52.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,395	1,460	1,579	1,757	1,749
货币资金	592	524	674	763	659
交易性金融资产	38	0	0	0	0
应收帐款	84	119	104	126	154
应收票据	3	5	3	3	4
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	1
存货	171	187	154	191	231
其他流动资产	12	11	14	17	21
流动资产合计	905	851	954	1,107	1,077
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	14	54	54	54	54
固定资产	393	469	463	463	466
在建工程	15	5	30	49	63
无形资产	31	29	30	30	31
商誉	0	4	4	4	4
其他非流动资产	1	1	2	2	2
非流动资产合计	490	609	625	649	672
总负债	102	155	161	182	205
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	40	54	58	72	87
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	85	139	145	165	188
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	14	15	15	16
非流动负债合计	17	16	16	17	18
股东权益	1,293	1,305	1,418	1,574	1,544
股本	122	121	120	120	120
公积金	686	629	648	650	650
未分配利润	518	577	671	827	797
归属母公司权益	1,293	1,303	1,416	1,573	1,543
少数股东权益	0	2	1	1	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.85%	5.80%	4.50%	4.50%	4.50%
管理费用率	11.32%	11.79%	12.00%	11.80%	11.80%
财务费用率	-1.03%	-2.00%	-0.71%	-0.81%	-0.56%
研发费用率	14.00%	12.23%	12.00%	11.80%	11.80%
所得税率	11%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.55	0.60	0.54	2.49	5.25
每股经营现金流	1.30	0.93	2.16	1.66	2.01
每股净资产	10.63	10.81	11.81	13.12	12.87
每股销售收入	3.87	3.67	4.60	5.58	6.81

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	39	42	30	25	21
PB	4.4	4.3	4.0	3.6	3.6
EV/EBITDA	28.4	29.2	23.1	19.4	16.8
股息率	1.2%	1.3%	1.2%	5.3%	11.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP