

下游去库结束，看好出口修复

——海泰新光 2025 年中报点评

核心观点

- 事件：**25H1 公司实现营收 2.7 亿元（同比+20.5%），归母净利润 0.7 亿元（同比+5.5%）。25H1 公司主营业务营收为 2.6 亿元，占比 99.6%。其中医用内窥镜器械实现营收 2.1 亿元（同比+17.7%）；光学产品实现营收 0.6 亿元（同比+34.6%）。
- 海外库存出清，快速修复。**分地区来看，25H1 公司海外收入实现 2.0 亿元（同比+28.6%），增速较快，系客户完成降库存，上半年发货规模大幅增长所致。在美国“对等关税”压力下，公司积极调整产能布局，截至 25H1，泰国公司建成内窥镜和光源模组生产线，多数销往美国市场的产品已经在泰国公司实现生产；公司在泰国公司实现了分析仪器整机设备的生产，并启动了二期生产产线的建设，包括整机装配、GMP 生产车间等。其次，公司尚与德国某手术器械公司合资建立手术器械控股子公司，发展微创手术器械产品，海外业务版图进一步扩大。
- 加强国内布局，建设自主品牌。**25H1 公司国内业务实现收入 0.7 亿元（同比+1.7%），保持平稳态势。其中，医用光学产品国内销售同比增长 48%，医用内窥镜销售同比略有下降，系国内招投标时间节奏波动所致。公司自 24 年底开始布局全国市场，为进行销售团队和渠道建设，25H1 销售费用为 0.2 亿元（同比+94.0%），显著增加，为公司业务扩展进行铺垫。行业需求刚性，随着招投标转暖，我们预计公司国内销售将稳健增长。
- 研发成果丰富，技术实力持续增强。**25H1 公司研发投入为 3321.5 万元（同比+7.8%），取得了丰富的研发成果，包括配套客户研发的 2.9mm 膀胱镜和 3mm 小儿腹腔镜进入试生产阶段，鼻窦镜已向客户交付样本；获得宫腔镜器械注册证，扩充妇科产品体系；头颈外科相关镜体和手术器械已提交注册检验；抗酸杆菌显微扫描分析仪已启动注册相关工作；已开展用 AI 技术提升内窥镜图像质量的相关工作。

盈利预测与投资建议

- 根据 2025 年中报，我们下调收入假设、上调费用率假设，调整 2025-27 年每股收益预测分别为 1.46/1.69/2.04（原预测 25-27 年为 1.51/1.79/2.23）元，根据可比公司给予 25 年 39 倍 PE，对应的目标价为 56.94 元，维持“买入”评级。

风险提示

大客户依赖风险、地缘政治风险、国内市场拓展不及预期风险、下游需求波动风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	471	443	556	674	835
同比增长(%)	-1.3%	-5.9%	25.6%	21.1%	23.9%
营业利润(百万元)	161	153	198	227	276
同比增长(%)	-22.0%	-5.0%	29.5%	14.5%	21.5%
归属母公司净利润(百万元)	146	135	176	202	245
同比增长(%)	-20.2%	-7.1%	29.7%	15.3%	21.0%
每股收益(元)	1.22	1.13	1.46	1.69	2.04
毛利率(%)	63.7%	64.5%	64.7%	64.9%	63.8%
净利率(%)	31.0%	30.6%	31.6%	30.1%	29.4%
净资产收益率(%)	11.6%	10.4%	12.5%	12.6%	13.4%
市盈率	35.3	38.0	29.3	25.4	21.0
市净率	4.0	3.9	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年09月03日）	42.87 元
目标价格	56.94 元
52 周最高价/最低价	50.65/25.12 元
总股本/流通 A 股（万股）	11,988/11,988
A 股市值（百万元）	5,139
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.3	0.85	4.55	57.75
相对表现%	-3.98	-9.14	-11.23	21.51
沪深 300%	1.68	9.99	15.78	36.24



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

陆佳晶 lujiating@orientsec.com.cn

相关报告

业绩环比修复，海内外市场同步拓展：—— 2025-04-30
——海泰新光 2024 年报&2025 年一季报点评
短期业绩承压，订单放量节奏有望恢复：—— 2024-08-18
——海泰新光 2024 年半年报点评
业绩短期承压，国内市场快速拓展：—— 2024-04-30
海泰新光 2023 年报&2024 一季报点评

表 1：可比公司估值表（2025 年 9 月 3 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
开立医疗	300633	32.02	0.33	0.78	1.06	97.30	41.19	30.27
美好医疗	301363	24.60	0.64	0.74	0.91	38.47	33.38	27.07
奕瑞科技	688301	116.88	2.32	3.11	3.90	50.31	37.61	29.93
康众医疗	688607	31.10	0.20	0.39	0.50	155.27	80.61	62.29
乐心医疗	300562	14.93	0.28	0.41	0.57	53.08	36.74	26.26
最大值						155.27	80.61	62.29
最小值						38.47	33.38	26.26
平均数						78.88	45.91	35.17
调整后平均							39	29

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	592	524	675	757	881	营业收入	471	443	556	674	835
应收票据、账款及款项融资	94	130	132	158	210	营业成本	171	157	196	237	302
预付账款	3	4	5	6	7	销售费用	18	26	33	43	60
存货	171	187	196	251	327	管理费用	53	52	65	75	93
其他	45	7	21	24	18	研发费用	66	54	71	101	113
流动资产合计	905	851	1,030	1,197	1,443	财务费用	(5)	(9)	(5)	(6)	(7)
长期股权投资	14	54	54	54	54	资产、信用减值损失	4	6	2	1	1
固定资产	393	469	515	541	568	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
在建工程	15	5	0	10	15	投资净收益	(4)	(5)	1	1	1
无形资产	31	29	29	30	30	其他	0	1	4	2	0
其他	38	52	27	27	27	营业利润	161	153	198	227	276
非流动资产合计	490	609	625	661	693	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,395	1,460	1,654	1,858	2,137	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	160	152	197	226	275
应付票据及应付账款	40	54	61	70	95	所得税	18	19	24	27	33
其他	45	85	81	73	86	净利润	142	134	173	199	242
流动负债合计	85	139	141	143	181	少数股东损益	(4)	(2)	(2)	(3)	(3)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	146	135	176	202	245
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.22	1.13	1.46	1.69	2.04
其他	17	16	11	14	14	主要财务比率					
非流动负债合计	17	16	11	14	14		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	102	155	153	157	195	成长能力					
少数股东权益	0	2	(0)	(4)	(7)	营业收入	-1.3%	-5.9%	25.6%	21.1%	23.9%
实收资本（或股本）	122	121	120	120	120	营业利润	-22.0%	-5.0%	29.5%	14.5%	21.5%
资本公积	622	563	590	590	590	归属于母公司净利润	-20.2%	-7.1%	29.7%	15.3%	21.0%
留存收益	548	617	793	995	1,240	获利能力					
其他	1	3	0	0	0	毛利率	63.7%	64.5%	64.7%	64.9%	63.8%
股东权益合计	1,293	1,305	1,502	1,701	1,942	净利率	31.0%	30.6%	31.6%	30.1%	29.4%
负债和股东权益总计	1,395	1,460	1,654	1,858	2,137	ROE	11.6%	10.4%	12.5%	12.6%	13.4%
现金流量表						ROIC	10.9%	9.6%	11.9%	12.0%	12.8%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	142	134	173	199	242	资产负债率	7.3%	10.6%	9.2%	8.5%	9.1%
折旧摊销	22	26	31	35	39	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(5)	(9)	(5)	(6)	(7)	流动比率	10.60	6.15	7.28	8.35	7.97
投资损失	4	5	(1)	(1)	(1)	速动比率	8.53	4.80	5.88	6.59	6.16
营运资金变动	(61)	(25)	1	(79)	(98)	营运能力					
其它	57	(19)	15	3	1	应收账款周转率	4.7	4.4	4.5	4.8	4.7
经营活动现金流	158	112	215	151	175	存货周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0
资本支出	(33)	(90)	(72)	(71)	(71)	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
长期投资	11	(40)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(71)	37	(8)	(3)	8	每股收益	1.22	1.13	1.46	1.69	2.04
投资活动现金流	(93)	(93)	(80)	(74)	(63)	每股经营现金流	1.30	0.93	1.79	1.26	1.46
债权融资	(15)	30	(15)	(0)	5	每股净资产	10.78	10.87	12.53	14.22	16.26
股权融资	(5)	(60)	26	0	0	估值比率					
其他	(90)	(59)	5	6	7	市盈率	35.3	38.0	29.3	25.4	21.0
筹资活动现金流	(110)	(89)	16	6	12	市净率	4.0	3.9	3.4	3.0	2.6
汇率变动影响	1	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	25.7	27.0	20.4	17.9	14.9
现金净增加额	(44)	(68)	151	83	124	EV/EBIT	29.3	31.8	23.7	20.8	17.1

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有海泰新光(688677，买入)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。