

海外产能布局降低风险，下半年有望恢复增长态势

核心观点

公司上半年医用内窥镜器械业务预计受中美关税影响，而维修服务以及光学产品业务表现较好。展望下半年，预计美国大客户需求将保持强劲，随着订单的加速交付，海外发货量有望持续增长；预计 25Q3 收入在去年同期低基数基础上保持快速增长，且利润增速高于收入增速。展望未来，公司与美国大客户的合作有望进一步深化，一方面新镜种与下一代内窥镜系统的共同开发在持续推进，另一方面，维修业务的快速放量及气腹机等新项目的稳步推进，不仅将为中长期增长奠定基础，也有望持续贡献业绩增量。此外，公司自主整机品牌在国内市场稳步推进，光学业务通过与大客户深化整机合作、拓展口腔及工业检测等新应用领域，有望增厚公司业绩。

事件

公司发布 2025 年半年度报告：

公司 2025 年上半年实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 2.66 亿元、0.74 亿元和 0.72 亿元，分别同比增长 20.50%、5.52% 和 12.07%。基本每股收益为 0.62 元/股。

简评

受关税影响 Q2 业绩略不及预期，上半年维修服务以及光学产品业务表现较好

公司 2025 年上半年营收 2.66 亿元（+20.50%），归母净利润 0.74 亿元（+5.52%），扣非归母净利润 0.72 亿元（+12.07%），2025Q2 单季度营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.19 亿元（+15.52%）、0.28 亿元（-13.55%）和 0.26 亿元（-7.07%）。

Q2 收入以及利润略不及预期，Q2 收入环比下滑预计主要受中美关税影响。利润下滑更多，主要受以下几方面影响：（1）销售费用、管理费用、研发费用同比增加，公司在持续加大研发投入、积极开拓国内市场、完善营销网络体系、布局海外产能，导致投入有所增加；（2）汇兑收益减少；（3）理财收益、政府补助同比减少，联营企业投资亏损。

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

朱红亮

zhuhongliang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080001

发布日期：2025 年 10 月 15 日

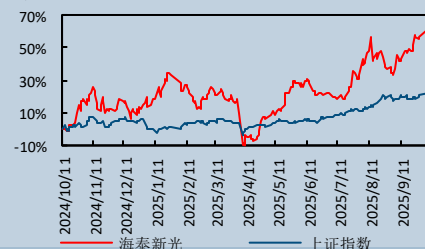
当前股价：52.15 元

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
9.26/6.91	31.58/20.02	45.37/25.79
12 月最高/最低价 (元)		51.50/29.25
总股本 (万股)		11,987.70
流通 A 股 (万股)		11,987.70
总市值 (亿元)		59.53
流通市值 (亿元)		59.53
近 3 月日均成交量 (万)		242.68
主要股东		
青岛普奥达企业管理服务有限公司		12.75%

股价表现



分业务来看，2025 年上半年公司医用内窥镜器械收入为 1.72 亿元（+11.70%），占营收比重为 64.86%，增速承压预计受到美国关税的拖累；光学产品收入为 0.57 亿元（+34.62%），占营收比重为 21.63%，其中医用光学产品增长 48%，主要得益于分析诊断相关产品和口扫产品的显著增长；维修服务收入为 0.35 亿元（+60.58%），增长迅猛，主要源于公司产品市场保有量的持续提升。除自有产品维修外，公司也在和美国大客户探讨其他镜种的维修业务合作，同时美国公司正在扩大维修产能，预计未来维修业务有望持续保持高增长态势。维修业务上半年毛利率达 84%，显著高于其他板块，未来有望对整体毛利率起到正向拉动作用。分地区来看，2025 年上半年公司国内收入为 0.67 亿元（+1.70%），其中医用光学产品国内销售增长 48%，医用内窥镜销售比去年同期有所下降；国外收入为 1.98 亿元（+28.58%）。

展望下半年，海外产能布局降低关税影响，ODM 业务订单有望加速交付

公司已通过前瞻性的海外产能布局，有效降低了关税政策变动风险。目前，大部分销往美国市场的产品已在泰国工厂实现量产和发货。展望下半年，预计美国大客户需求将保持强劲，随着订单的加速交付，海外发货量有望持续增长。展望未来，公司与美国大客户的合作进一步深化。目前公司已正式启动下一代内窥镜系统的合作开发，该系统将引入公司的光学除雾专利技术，合作产品线也从普外科的腹腔镜拓展至骨科的关节镜和头颈外科的鼻窦镜等。此外，公司也在与美国客户探讨气腹机、3D 内窥镜系统等更多产品的合作。其中，针对美国市场的气腹机进展相对较快，目前已完成样机研发，即将交付客户进行综合测试。待测试通过后，公司将启动 FDA 注册程序，后续有望通过客户贴牌销售，为公司贡献新的业绩增量。在光学业务方面，公司与分析诊断领域客户的合作已从零部件供应拓展至整机设备的代工，并在泰国工厂实现生产，有望成为新的增长点。

毛利率维持较高水平，现金流状况良好

公司 2025 年上半年销售毛利率为 65.84%（+1.75pct），略有增长。销售费用率为 7.48%（+2.83pct），同比有所增加，主要系公司为积极开拓国内市场、完善营销网络体系，导致相关人工薪酬、折旧费等支出增加。管理费用率为 10.80%（-0.11pct），保持基本稳定。研发费用率为 12.51%（-1.47pct），主要得益于收入规模增长，研发费用率呈现优化态势。财务费用率-1.00%（+1.57pct），主要系汇兑收益同比减少，同时贷款利息支出增加所致。2025 年上半年，公司经营性现金流净额为 0.81 亿元，同比增长 25.87%，主要得益于销售规模增长带动销售回款增加，现金流状况良好。应收账款周转天数为 71.10 天，同比缩短 2.81 天，回款效率有所提升；存货周转天数为 395.95 天，同比延长 2.85 天。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，美国大客户需求强劲，泰国工厂的顺利转产将推动订单加速交付，支撑 ODM 业务维持稳健增长。与此同时，公司与美国大客户的合作持续深化，一方面新镜种与下一代内窥镜系统的共同开发在持续推进，另一方面，维修业务的快速放量及气腹机等新项目的稳步推进，不仅将为中长期增长奠定基础，也有望持续贡献业绩增量。此外，公司自主整机品牌在国内市场稳步推进，光学业务通过与大客户深化整机合作、拓展口腔及工业检测等新应用领域，有望增厚公司业绩。长期来看，公司光学技术优势显著，产业链垂直整合能力强，业务延展性强，未来有望通过持续拓展新客户和新应用领域，打开成长天花板。我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 5.69、6.82 和 8.11 亿元，分别同比增长 28%、20%和 19%，归母净利润分别为 1.73、2.21 和 2.76 亿元，分别同比增长 28%、27%和 25%。维持“买入”评级。

风险提示

1) 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 60%以上。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，关税的不确定性可能对公司向美国客户供货产生不利影响）；

2) 海外业务增速与地缘政治、汇率波动等多方面因素有关，部分政策具有不可预测性，我们的盈利预测存在无法达到的可能性；

3) 跟下游客户的新订单签订进度受多方面因素影响，有不及预期的风险；

4) 公司下游客户集中度高，对单一大客户依赖较强，若该大客户自身的销售推广不及预期，对公司业绩可能造成拖累；

5) 医用成像器械领域内技术的研发及成果转化与光学、临床医学、人体工程学、精密机械、系统软件等技术的发展息息相关，存在着公司研发投入大、未来研发成果不确定的风险；

6) 国内市场拓展存在不确定性的风险，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 风险以及市场推广和销售不及预期的风险；

7) 随着投资项目的实施，公司的业务和资产规模会进一步扩大，员工人数也将相应增加，存在公司经营规模扩大带来的管理风险等。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	443	569	682	811
增长率(%)	-6%	28%	20%	19%
归属母公司股东净利润	135	173	221	276
增长率(%)	-7%	28%	27%	25%
每股收益(元/股)	1.13	1.44	1.84	2.30
市盈率(P/E)	46	36	28	23

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 10 月 14 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	1,039	1,263	1,522
现金	592	524	674	819	993
应收账款	94	130	146	177	214
其他应收款	1	1	1	1	2
预付账款	3	4	6	7	8
存货	171	187	204	250	295
其他流动资产	43	6	8	9	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	1,559	1,694	1,866
流动负债	85	139	150	176	213
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	40	54	59	70	84
其他流动负债	45	85	91	106	128
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	166	191	227
少数股东权益	0	2	0	-3	-7
股本	122	121	121	121	121
资本公积	656	589	589	589	589
留存收益	515	594	684	797	937
归属母公司股东权益	1,293	1,303	1,394	1,506	1,646
负债和股东权益	1,395	1,460	1,559	1,694	1,866
利润表（百万元）					
营业收入	471	443	569	682	811
营业成本	171	157	192	228	269
营业税金及附加	6	5	7	8	10
营业费用	18	26	43	44	41
管理费用	53	52	68	75	89
研发费用	66	54	69	83	99
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	194	247	308
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	193	246	307
所得税	18	19	22	28	35
净利润	142	134	171	218	272
少数股东损益	-4	-2	-2	-3	-4
归属母公司净利润	146	135	173	221	276

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	158	112	226	245	300
净利润	142	134	171	218	272
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	-26	-53	-49
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	-81	-106	-133
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	-81	-106	-133
现金净增加额	-44	-68	150	145	173

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

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。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

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处广电金融中心 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