

2026年05月01日

证券研究报告·2025年年报及2026年一季报点评

海泰新光 (688677) 医药生物

当前价: 110.00元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

25年海外业绩表现亮眼，光学平台具备拓展潜力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报, 实现营业收入 6.03 亿元 (+36.08%); 归母净利润 1.71 亿元 (+26.15%)。同时, 公司发布 2026 年一季报, 实现营业收入 1.74 亿元 (+18.77%); 归母净利润 0.47 亿元 (+1.09%)。
- **海外:** 与大客户合作深化, 全球化生产布局有效对冲外部风险。公司国外市场销售增长显著, 实现收入 4.55 亿元, 同比增长 48.78%。公司与美国大客户 (史赛克) 的下一代内窥镜系统及配套产品合作项目进展顺利, 深度绑定关系稳固。为应对国际贸易环境风险, 公司已提前完成海外布局, 绝大部分销往美国市场的产品已经在泰国公司和美国工厂生产发货, 有效降低了对等关税对公司业务的影响。公司紧抓荧光成像等多模态技术融合的行业趋势, 凭借在高清荧光腹腔镜等产品的国际领先技术水平, 持续巩固海外市场竞争力。
- **国内:** 布局内销多品类镜体, 研发创新厚积薄发。公司持续加大自主品牌产品的研发投入和市场推广, 销售费用同比增长 96.71%。产品管线和注册成果显著: (1) 公司新增获得宫腔镜手术器械、宫腔内窥镜及配件、气腹机、4K 一体化内窥镜摄像系统和胸腹腔内窥镜注册证。(2) 妇科、头颈外科影像设备、手术器械及配套方案持续推进, 多款产品已启动注册流程。(3) 3D/4K/荧光三合一内窥镜系统已提交注册申请, 预计 2026 年第二季度末完成注册。(4) 一次性肾盂镜已完成样机验证, 计划 2026 年下半年正式提交 FDA 注册。公司产品矩阵从普外科逐步覆盖至妇科、头颈外和神经外科等多个临床科室, 为深度参与国产替代奠定坚实基础。
- **整机与平台化布局打开成长空间, 光学平台具备拓展潜力。**公司与核心客户的合作正从单一产品供应向平台化、系统化解决方案演进, 产品梯队逐步形成。随着新一代系统平台、气腹机等整机产品的陆续交付, 公司产品价值量有望持续提升, 打开长期成长天花板。同时, 公司深耕精密光学制造多年, 具备光学加工全工序能力与核心镀膜工艺壁垒, 考虑到技术同源性, 未来业务有望从医疗领域拓展至半导体、工业检测等其他高增长赛道, 平台化拓展空间广阔。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2026-2028 年归母净利润 2.3、2.8、3.3 亿元, 海泰新光作为国内硬镜龙头, 建议持续关注。
- **风险提示:** 海外贸易政策变动风险、研发失败风险、新品推广不及预期风险; 汇兑损益风险等。

| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 602.61 | 727.73 | 863.30 | 1010.22 |
| 增长率 | 36.08% | 20.76% | 18.63% | 17.02% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 170.74 | 225.23 | 275.99 | 328.34 |
| 增长率 | 26.15% | 31.91% | 22.54% | 18.97% |
| 每股收益 EPS (元) | 1.42 | 1.88 | 2.30 | 2.74 |
| 净资产收益率 ROE | 12.34% | 14.26% | 15.24% | 15.75% |
| PE | 77 | 59 | 48 | 40 |
| PB | 9.79 | 8.56 | 7.45 | 6.45 |

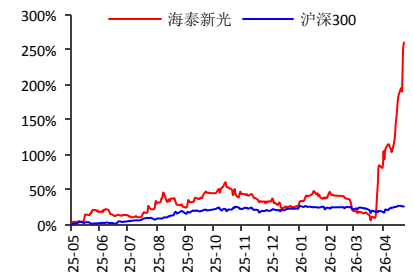
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 1.20 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.20 |
| 52 周内股价区间(元) | 29.43-125.21 |
| 总市值(亿元) | 132 |
| 总资产(亿元) | 16.25 |
| 每股净资产(元) | 11.55 |

相关研究

1. 海泰新光 (688677): 24 年业绩符合预期, 24Q4 开始发货逐渐回升 (2025-05-08)

盈利预测

关键假设：

假设 1：医用内窥镜器械：业务线大部分订单来自美国史塞克，其中荧光内窥镜镜体也面对中国整机厂商进行售卖。全球行业荧光替代白光浪潮兴起，公司作为史塞克荧光内窥镜器械上游供货商，乘风而起。延续客户需求增长趋势，预计公司海外业务收入会进一步增长。在暂不考虑关税政策的不确定因素下，预计 2026-2028 年医疗器件销量同比增长 19%、16%、16%。从泰国发货后，预计镜体价格会略有上调，因此毛利率略有上升。若考虑关税的不确定性，后续公司及史塞克就关税的分摊尚不明确。

假设 2：光学器件：公司光学器件产品涵盖较多细分领域，主要产品为牙科内视镜模组、荧光滤光片、显微镜、美容机滤光片、细胞分析仪、工业及激光学产品、生物识别产品等等。考虑到技术同源性，未来业务有望从医疗领域拓展至半导体、工业检测等其他高增长赛道，平台化拓展空间广阔。预计 2026-2028 年光学器件销量同比 28%、28%、21%，毛利率预计维持稳定在 45~46%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 医用内窥镜器械行业 | 收入 | 476 | 565 | 656 | 760 |
| | 增速 | 37.9% | 18.8% | 16.1% | 15.7% |
| | 毛利率 | 71.3% | 71.5% | 71.7% | 71.8% |
| 光学器件 | 收入 | 124 | 158 | 202 | 245 |
| | 增速 | 30.0% | 27.6% | 27.6% | 21.1% |
| | 毛利率 | 45.2% | 45.3% | 45.7% | 45.9% |
| 其他业务 | 收入 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| | 增速 | 21.0% | 47.6% | 25.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 14.4% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 合计 | 收入 | 603 | 728 | 863 | 1,010 |
| | 增速 | 36.1% | 20.8% | 18.6% | 17.0% |
| | 毛利率 | 65.6% | 65.6% | 65.3% | 65.2% |

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业收入 | 602.61 | 727.73 | 863.30 | 1010.22 | 净利润 | 165.91 | 218.23 | 266.99 | 317.34 |
| 营业成本 | 207.01 | 250.63 | 299.69 | 351.56 | 折旧与摊销 | 34.88 | 57.85 | 60.12 | 63.06 |
| 营业税金及附加 | 6.37 | 8.01 | 9.50 | 11.11 | 财务费用 | -0.67 | -3.00 | -3.00 | -5.00 |
| 销售费用 | 50.55 | 58.13 | 68.60 | 78.89 | 资产减值损失 | -5.43 | -7.00 | -4.00 | -4.00 |
| 管理费用 | 63.60 | 73.14 | 84.84 | 97.57 | 经营营运资本变动 | -58.70 | -95.84 | -57.41 | -76.90 |
| 财务费用 | -0.67 | -3.00 | -3.00 | -5.00 | 其他 | 23.79 | 8.42 | 9.06 | 11.19 |
| 资产减值损失 | -5.43 | -7.00 | -4.00 | -4.00 | 经营活动现金流净额 | 159.78 | 178.66 | 271.76 | 305.69 |
| 投资收益 | -14.91 | -5.00 | -5.00 | -5.00 | 资本支出 | -5.89 | -50.00 | -20.00 | -60.00 |
| 公允价值变动损益 | 1.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -70.78 | -5.00 | -5.00 | -5.00 |
| 其他经营损益 | 5.67 | 5.00 | 10.00 | 10.00 | 投资活动现金流净额 | -76.67 | -55.00 | -25.00 | -65.00 |
| 营业利润 | 190.12 | 247.99 | 303.40 | 360.62 | 短期借款 | 70.04 | 3.96 | -9.00 | 15.00 |
| 其他非经营损益 | 0.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 58.73 | 5.00 | 2.00 | 6.00 |
| 利润总额 | 190.79 | 247.99 | 303.40 | 360.62 | 股权融资 | -24.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 24.88 | 29.76 | 36.41 | 43.27 | 支付股利 | -70.97 | -34.15 | -45.05 | -55.20 |
| 净利润 | 165.91 | 218.23 | 266.99 | 317.34 | 其他 | -50.11 | -10.07 | 3.00 | 5.00 |
| 少数股东损益 | -4.84 | -7.00 | -9.00 | -11.00 | 筹资活动现金流净额 | -17.07 | -35.26 | -49.05 | -29.20 |
| 归属母公司股东净利润 | 170.74 | 225.23 | 275.99 | 328.34 | 现金流量净额 | 63.88 | 88.41 | 197.72 | 211.50 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 货币资金 | 587.76 | 676.17 | 873.88 | 1085.38 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 119.37 | 166.56 | 188.84 | 224.39 | 销售收入增长率 | 36.08% | 20.76% | 18.63% | 17.02% |
| 存货 | 260.38 | 321.85 | 385.92 | 451.95 | 营业利润增长率 | 24.31% | 30.44% | 22.34% | 18.86% |
| 其他流动资产 | 64.80 | 61.33 | 64.63 | 68.22 | 净利润增长率 | 24.04% | 31.54% | 22.34% | 18.86% |
| 长期股权投资 | 37.13 | 37.13 | 37.13 | 37.13 | EBITDA 增长率 | 31.25% | 34.99% | 19.05% | 16.13% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 479.51 | 472.71 | 433.65 | 431.64 | 毛利率 | 65.65% | 65.56% | 65.29% | 65.20% |
| 无形资产和开发支出 | 32.38 | 31.52 | 30.65 | 29.79 | 三费率 | 18.83% | 17.63% | 17.43% | 16.97% |
| 其他非流动资产 | 53.40 | 53.21 | 53.02 | 52.83 | 净利率 | 27.53% | 29.99% | 30.93% | 31.41% |
| 资产总计 | 1634.73 | 1820.47 | 2067.73 | 2381.33 | ROE | 12.34% | 14.26% | 15.24% | 15.75% |
| 短期借款 | 70.04 | 74.00 | 65.00 | 80.00 | ROA | 10.15% | 11.99% | 12.91% | 13.33% |
| 应付和预收款项 | 123.62 | 134.29 | 165.39 | 194.57 | ROIC | 9.28% | 11.12% | 12.75% | 14.28% |
| 长期借款 | 58.73 | 63.73 | 65.73 | 71.73 | EBITDA/销售收入 | 37.23% | 41.61% | 41.76% | 41.44% |
| 其他负债 | 37.55 | 18.00 | 19.20 | 20.48 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 289.92 | 290.01 | 315.32 | 366.78 | 总资产周转率 | 0.39 | 0.42 | 0.44 | 0.45 |
| 股本 | 119.88 | 119.88 | 119.88 | 119.88 | 固定资产周转率 | 1.28 | 1.58 | 2.02 | 2.53 |
| 资本公积 | 564.80 | 564.80 | 564.80 | 564.80 | 应收账款周转率 | 5.16 | 5.46 | 5.20 | 5.24 |
| 留存收益 | 716.52 | 907.60 | 1138.54 | 1411.69 | 存货周转率 | 0.92 | 0.85 | 0.84 | 0.83 |
| 归属母公司股东权益 | 1347.04 | 1539.70 | 1770.64 | 2043.78 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 103.92% | — | — | — |
| 少数股东权益 | -2.23 | -9.23 | -18.23 | -29.23 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1344.81 | 1530.46 | 1752.40 | 2014.55 | 资产负债率 | 17.74% | 15.93% | 15.25% | 15.40% |
| 负债和股东权益合计 | 1634.73 | 1820.47 | 2067.73 | 2381.33 | 带息债务/总负债 | 44.41% | 47.49% | 41.46% | 41.37% |
| | | | | | 流动比率 | 4.71 | 5.72 | 6.36 | 6.46 |
| | | | | | 速动比率 | 3.52 | 4.22 | 4.74 | 4.87 |
| | | | | | 股利支付率 | 41.57% | 15.16% | 16.32% | 16.81% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| EBITDA | 224.34 | 302.84 | 360.52 | 418.67 | 每股收益 | 1.42 | 1.88 | 2.30 | 2.74 |
| PE | 77.23 | 58.55 | 47.78 | 40.16 | 每股净资产 | 11.24 | 12.84 | 14.77 | 17.05 |
| PB | 9.79 | 8.56 | 7.45 | 6.45 | 每股经营现金 | 1.33 | 1.49 | 2.27 | 2.55 |
| PS | 21.88 | 18.12 | 15.27 | 13.05 | 每股股利 | 0.59 | 0.28 | 0.38 | 0.46 |
| EV/EBITDA | 56.38 | 41.46 | 34.26 | 29.04 | | | | | |
| 股息率 | 0.54% | 0.26% | 0.34% | 0.42% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 崔露文 | 销售岗 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售岗 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售岗 | 13127920536 | wywf@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 销售岗 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售岗 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售岗 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
| | 张嘉诚 | 销售岗 | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 北京销售主管兼销售岗 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售岗 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售岗 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |

| | | | | |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
| | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| | 高欣 | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn |
| | 黄诗洁 | 销售岗 | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn |
