

海泰新光 (688677) \ 医药生物

荧光硬镜上游领军者，拓展下游整机打开成长空间

投资要点：

➤ 荧光硬镜龙头核心供应商，底层技术全球领先

海泰新光是少数同时掌握上游光学底层技术和下游内窥镜整机生产制造能力的企业，是全球荧光硬镜龙头史赛克核心供应商，为其提供荧光内镜镜体、荧光光源模组等核心组件，并深度参与其产品的迭代升级。公司光学技术在不同领域具有较强的通用性，助力公司持续拓展下游应用领域。

➤ 硬镜赛道成长性好，荧光硬镜是未来趋势

硬镜是重要的微创手术器械，在外科微创化趋势下，市场规模快速增长，根据沙利文数据，预计2024年全球市场规模72.3亿美元，2020-2024年CAGR为6.4%；中国硬镜市场处于快速上升阶段，2019年市场规模达到65.3亿元，预计到2024年将保持11.0%的CAGR，增长至110.0亿元。荧光硬镜因为技术领先、适用范围广，未来有望替代白光硬镜，渗透率持续提升，到2024年全球市场规模达39亿美元，国内市场规模35亿元。

➤ 深耕医用内窥镜领域，积极拓宽光学下游应用

公司现已形成医用内窥镜为主、光学产品为辅的业务结构。**内窥镜业务：**一方面随着与史赛克合作不断深入，新产品22年下半年开始发货，ODM业务收入有望快速增长；另一方面，自主品牌的整机系统已经开始逐步投入市场，未来几年有望成为新的增长点。**光学业务：**积极拓展应用前景广阔的终端市场，如医疗美容、生物识别等领域，未来成长空间大。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计2022-2024年公司收入分别为4.69/6.13/7.97亿元，增速分别为51.32%/30.82%/29.96%，归母净利润分别为1.69/2.15/2.89亿元，增速分别为43.65%/27.31%/34.30%，三年复合增速为34.92%，对应PE分别为52/41/30倍。公司掌握荧光硬镜设计、生产、制造等核心技术，综合DCF绝对估值和可比公司相对估值，我们给予公司2023年50倍PE，对应目标价123.77元，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

单一大客户依赖的风险；ODM合作模式的风险；自主品牌拓展不及预期的风险；汇率波动的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	275	310	469	613	797
增长率（%）	8.83%	12.53%	51.32%	30.82%	29.96%
EBITDA（百万元）	125	142	228	299	397
净利润（百万元）	96	118	169	215	289
增长率（%）	33.95%	22.19%	43.65%	27.31%	34.30%
EPS（元/股）	1.11	1.35	1.94	2.48	3.32
市盈率（P/E）	91.09	74.55	51.90	40.76	30.35
市净率（P/B）	27.83	8.04	7.18	6.31	5.43
EV/EBITDA	70.11	52.87	35.37	26.71	19.62

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年9月9日收盘价

投资评级：

行 业：

医疗器械

投资建议：

买入/首次评级

当前价格：

100.90 元

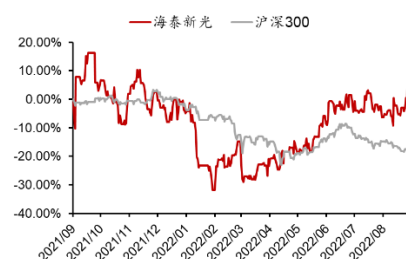
目标价格：

123.77 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	87/53
流通A股市值（百万元）	5300
每股净资产（元）	13.05
资产负债率（%）	8.98
一年内最高/最低（元）	109.97/61.00

股价相对走势



分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

海泰新光是国内少数同时掌握上游光学底层技术和下游内窥镜整机生产制造能力的企业，凭借高性能的荧光内窥镜镜体、荧光光源模组等上游核心组件切入史赛克的供应链体系，深度参与其产品的迭代升级，合作稳固。公司光学技术在不同领域具有较强的通用性，助力公司持续拓展下游应用领域。

核心逻辑

1) 全球荧光硬镜行业高景气发展，根据弗若斯特沙利文数据，预计 2024 年全球市场规模将达到 39 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 27%；国内市场规模将从 2019 年的 1.1 亿元快速增长至 2024 年的 35 亿元。

2) 凭借光学产业链底层技术和生产能力，深度绑定史赛克荧光硬镜 ODM 业务，合作范围不断加深，直接受益于荧光硬镜绝对龙头的高增长；在国内，推广自主品牌整机系统，受益于国产替代和诊疗微创化的趋势，增长空间大。

3) 光学业务下游应用范围广，公司具有较强的底层技术拓展能力。未来将积极拓展应用前景广阔的终端市场，如医疗美容、生物识别、显微镜等领域，有望进一步打开成长天花板。

核心假设

我们对公司的核心业务进行了收入和毛利率假设：

1) 2022 年公司作为史赛克代工的荧光内窥镜镜体订单有望随着史赛克新产品的推广以及海外市场需求的逐步恢复而大幅提升，23-24 年合作的镜体品种有望继续增加，假设 2022-2024 年高清荧光内窥镜业务收入增速分别为 51.47%、27.77% 和 25.52%；毛利率保持稳定，分别为 68%、68%、68%。

2) 公司 1080P 和 4K 荧光内窥镜系统均已获批，4K 荧光除雾系统公司预计 2022 年下半年完成注册，产品力获得市场验证之后，借助国药器械的渠道和品牌优势，有望逐步贡献业绩增量，假设 2022-2024 年自主整机产品收入分别为 0.28、0.52 和 0.90 亿元，毛利率分别为 80%、80%、80%。

盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.69/2.15/2.89 亿元，增速分别为 43.65%/27.31%/34.30%，三年复合增速为 34.92%，对应 PE 分别为 52/41/30 倍。公司是全球领先的荧光内窥镜制造商，在与史赛克合作不断深入、自主整机品牌逐步发力以及光学业务持续拓展应用场景等因素驱动下，有望实现业绩的稳定快速增长。DCF 绝对估值下，我们认为公司每股价值合理区间为 98.19-151.52 元，合理市值区间为 85-132 亿元，对应 2023 年 PE 为 40-61 倍。根据可比公司估值情况，给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 123.77 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

投资聚焦.....	2
1. 掌握底层光学技术，造就硬镜上游领军者.....	5
1.1 光学器件 OEM 起家，逐步聚焦医用成像领域.....	5
1.2 管理团队经验丰富，股权激励彰显信心.....	5
1.3 业绩稳健增长，盈利能力不断提升.....	7
2. 外科微创化推动硬镜发展，荧光技术引领新方向.....	8
2.1 外科手术微创化带来内窥镜产品的需求增加.....	9
2.2 荧光硬镜替代白光硬镜逐渐成为发展趋势.....	10
2.3 产业链壁垒高筑，国产化率低替代空间大.....	11
3. 医用成像上下游齐发力，光学产品贡献新动能.....	14
3.1 底层技术实力深厚，与史赛克合作不断深入.....	14
3.2 不断深挖临床需求，打造国产自主整机品牌.....	18
3.3 光学产品拓展能力强，新兴领域打开成长空间.....	19
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	21
4.1 盈利预测.....	21
4.2 估值与投资建议.....	22
5. 风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权架构图.....	6
图表 3：公司管理层背景介绍.....	6
图表 4：2017-2022H 公司营收及增速.....	7
图表 5：2017-2022H 公司归母净利润及增速.....	7
图表 6：按产品分类公司收入构成.....	7
图表 7：2017-2021 年公司国内外收入占比.....	8
图表 8：2021 年公司各地区收入占比.....	8
图表 9：2017-2022H 公司毛利率和净利率.....	8
图表 10：2017-2022H 公司费用和费用率情况.....	8
图表 11：腹腔镜微创手术示意图.....	9
图表 12：全球医用内窥镜市场规模.....	9
图表 13：中国医用内窥镜市场规模.....	9
图表 14：2019 年全球硬镜市场规模科室分布.....	10
图表 15：2019 年中国硬镜市场规模科室分布.....	10
图表 16：全球和中国硬镜市场规模.....	10
图表 17：荧光内窥镜临床应用日益广泛.....	11
图表 18：全球荧光硬镜市场份额逐年提升.....	11
图表 19：中国荧光硬镜市场处于起步阶段.....	11
图表 20：硬镜系统结构示意图.....	12
图表 21：2019 年全球硬镜市场竞争格局.....	12
图表 22：2018 年中国硬镜市场竞争格局.....	13
图表 23：2019 年全球荧光硬镜竞争格局.....	13
图表 24：2019 年中国荧光硬镜竞争格局.....	13
图表 25：荧光硬镜和白光硬镜应用和技术差别.....	14

图表 26: 公司主要产品业务分类.....	14
图表 27: 公司四大核心技术.....	15
图表 28: 公司内窥镜产品性能领先同行.....	15
图表 29: 史赛克内窥镜业务收入及增速.....	16
图表 30: 史赛克荧光硬镜收入持续提升.....	16
图表 31: 公司与史赛克产品合作不断深入.....	16
图表 32: 2017-2021 海泰新光史赛克收入 (百万元)	17
图表 33: 公司向史赛克销售镜体数量季度变化.....	17
图表 34: 2021 年史赛克新签订单快速增长.....	17
图表 35: 公司获得 NMPA 注册证的产品.....	18
图表 36: 公司自主品牌业务收入高速增长 (单位: 百万元)	18
图表 37: 公司在内窥镜整机系统领域的布局情况.....	19
图表 38: 公司光学产品聚焦产业链中下游.....	19
图表 39: 公司光学产品列表.....	20
图表 40: 2017-2021 年公司光学产品稳步增长.....	21
图表 41: 公司光学业务收入结构变化.....	21
图表 42: 公司收入拆分及预测.....	22
图表 43: 可比公司估值.....	22
图表 44: FCFF 模型关键假设.....	23
图表 45: FCFF 模型敏感性测试.....	23
图表 46: FCFF 估值明细.....	23

1. 掌握底层光学技术，造就硬镜上游领军者

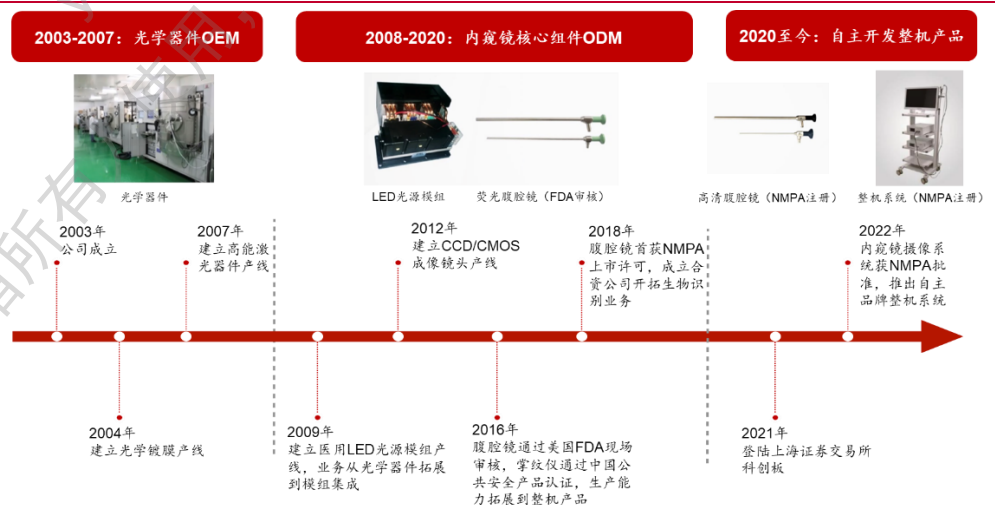
海泰新光是医用成像器械领域的高新技术企业，主要从事医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售。公司依靠深厚的光学技术，聚焦医用成像领域的创新，在高清荧光内窥镜及核心部件的生产处于全球领先地位；同时提供从光学器件到光机电集成产品和服务，涉及显微光学、体外诊断、口腔医学、工业激光等领域。

公司围绕“光学技术、精密机械技术、电子技术及数字图像技术”四大技术平台形成了光学系统设计、光学加工、光学镀膜、光学系统集成与检测、精密机械设计、封装、电子控制、数字图像处理等多项核心技术优势。

1.1 光学器件 OEM 起家，逐步聚焦医用成像领域

公司主要经历了三个发展阶段：2003-2007 年，公司业务以光学器件代工为主，积累了光学加工、光学镀膜、光学装配等核心制造能力；2008 年后进入医用内窥镜领域，凭借在 LED 应用领域积累的技术和知名度，成功进入史赛克供应商行列，从 LED 光源模组到整机代工，合作范围不断扩大；2020 年之后，公司继续拓展自主品牌，未来业务范围有望进一步扩大。

图表 1：公司发展历程



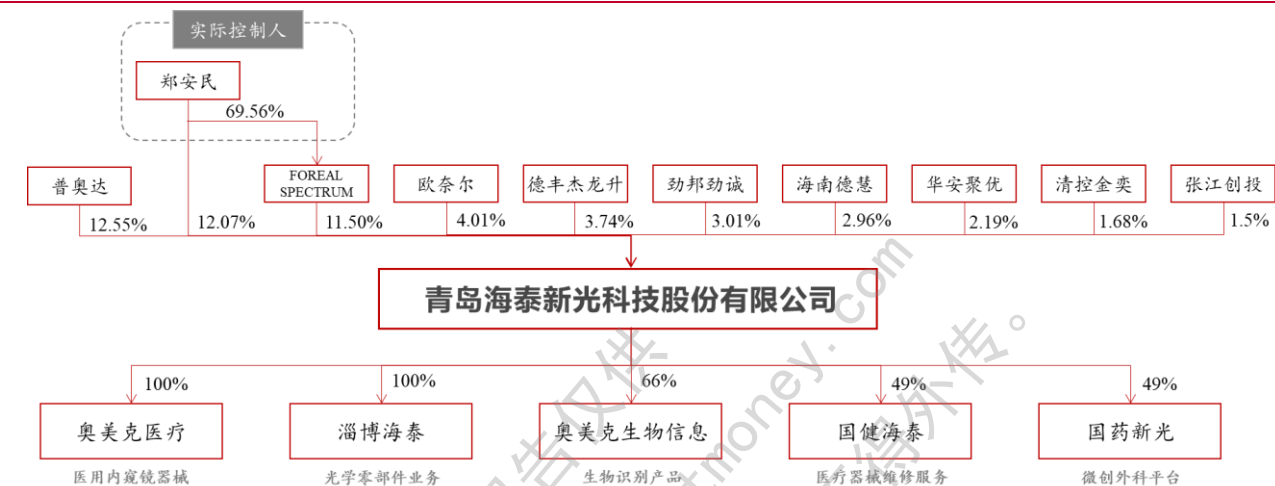
来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 管理团队经验丰富，股权激励彰显信心

公司控股股东和实控人为董事长郑安民，合计持股 38.14%。截至 2022 年 6 月 30 日，公司董事长郑安民直接持有 12.07% 的股份，通过美国飞锐间接控制公司 11.50% 股权，并通过其一致行动人普奥达、杰莱特、马敏、辜长明等控制公司 14.57% 股权，合计持有公司 38.14% 股权。

公司现已形成医用内窥镜为主、光学产品为辅的主营业务结构。其中，医疗板块主要由子公司奥美克医疗负责，主营医用成像器械的研发生产及销售；淄博海泰主要从事光学零部件技术研发、生产及销售；奥美克生物信息主要负责生物识别产品的研发、生产及销售。

图表 2：公司股权架构图



来源：Wind，国联证券研究所，截止 2022 年 6 月 30 日

管理层行业经验丰富。公司高度重视技术创新和产品研发，组建了一支经验丰富、研发突出的专业团队。董事长具有 30 年产业经验，取得多项研究成果，目前还担任美国光学学会 SCI 期刊《应用光学》审稿人。其他几位核心技术人员都曾就职于中科院光电技术研究所，深耕行业多年。

图表 3：公司管理层背景介绍

郑安民 董事长、奥美克医疗执行董事 - 中国科学院上海物理研究所和英国雷丁大学毕业，博士学位。 - 曾于全球领先的精密涂层薄膜和光学滤波器制造商 Barr Associates 和美国光通信公司 E-Tek Dynamics 从事研发和管理岗 12 年，于 2003 年担任美国飞锐董事长至今，并于 2003 年创建公司。海外知名度高，现担任美国硅谷科技协会副会长。 2008 年，率先将 LED 光源成功应用于医疗内窥镜系统； 2015 年，带领团队设计并实现全球首支养焦高清荧光内窥镜：内窥镜系统中关键膜系的设计。	辜长明 副总经理、研发中心总监 - 中国科学院大学光学专业毕业，硕士学历。 - 曾于中科院光电所任工程师 9 年，上海飞锐光电科技有限公司任研发部经理 5 年，2010 年加入公司后历任奥美克医疗副总经理、技术总监等职位，有丰富的研发经验以及企业部门管理经验。 - 主持摄像适配镜头项目，主导整体方案的制定和实施；荧光内窥镜以及内窥镜光源的光学系统和总体评价方案制定和实施。
郑耀 董事、总经理、奥美克生物董事长 - 浙江大学光学仪器专业毕业，本科学历。 - 曾于中科院光电技术研究所任光学工程师 8 年，2004 年加入公司后历任公司工程部经理、销售部经理、副总经理、总经理。曾主持多项高新技术研究项目并获奖。行业认可度高，参与创办山东省光学工程学会，并任首届常务理事。 - 主持内窥镜光源项目，包括白光和荧光内窥镜光源，主导整体方案的制定和实施；主持荧光腹腔镜项目，主导整体方案的制定和实施。	毛荣壮 奥美克医疗总经理 - 长春大学机械电子工程专业毕业，本科学历。 - 曾于上海飞锐光电科技有限公司、上海光隧光电科技有限公司（奥美克医疗曾用名）参与工程及管理工作 6 年，2011 年加入公司后，历任研发部经理、奥美克医疗研发部经理、医疗事业部总经理、奥美克医疗总经理。 - 负责内窥镜、摄像适配镜头以及内窥镜光源核心精密机械结构方案的制定和实施，并负责产品的量产工艺制定和组织实施。
马敬 运营管理中心总监 - 长春光机学院光学仪器专业毕业，本科学历。 - 曾于中科院光电所任光学工程师 7 年，专业技能过硬，2004 年加入公司后扎根生产部门 10 余年，历任本公司生产部工程师、生产部经理、工程部经理、生产总监，光学器件生产及管理经验丰富。 - 负责内窥镜、摄像适配镜头以及内窥镜光源核心光学部件的制造、检验方案的制定和实施。	汪方华 副总经理、财务总监、董事会秘书 - 兰州商学院会计专业毕业，本科学历。注册会计师职称。 - 曾于青岛第二橡胶厂担任会计，青岛税务师事务所、山东大地会计事务所担任审计 7 年，青岛星辰实业有限公司担任财务经理，2004 年加入公司后，历任公司财务经理、财务负责人，现担任普奥达监事、奥美克医疗监事、淄博海泰执行董事。

来源：公司公告，国联证券研究所

股权激励彰显公司信心。2022 年 8 月 25 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向 123 名激励对象授予 127.00 万股限制性股票，约占公司股本总额的 1.46%，授予价格为 42.87 元/股，预估需摊销的总费用为 5616.91 万元。

业绩考核要求为以 2021 年营业收入或净利润为基数，2022-2024 年营业收入或净利润的触发增长率分别为 32.00%、56.00%、88.00%（同比增长率分别为

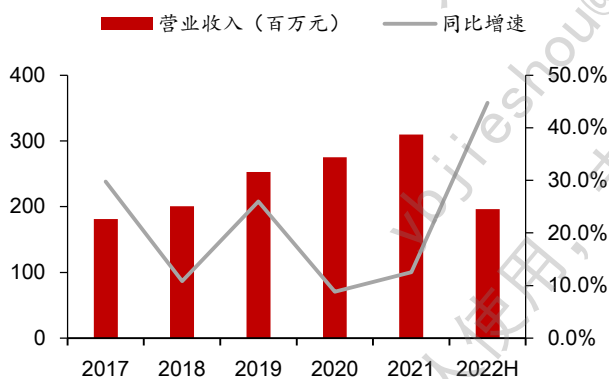
32.00%、18.18%、20.51%)，目标增长率分别为 40.00%、70.00%、110.00%（同比增长率分别为 40.00%、21.43%、23.53%）。股权激励计划的发布，有助于吸引和留住优秀人才，彰显公司对未来发展的信心。

1.3 业绩稳健增长，盈利能力不断提升

近五年来，公司业绩稳健增长。2021 年公司实现营业收入 3.10 亿元，同比增长 12.5%；归母净利润 1.18 亿元，同比增长 22.19%；2017-2021 年营收和归母净利润复合增速分别为 14.4%和 23.2%。尽管 2020-2021 年全球内镜行业受到疫情影响，公司依然保持营收和利润的增长。

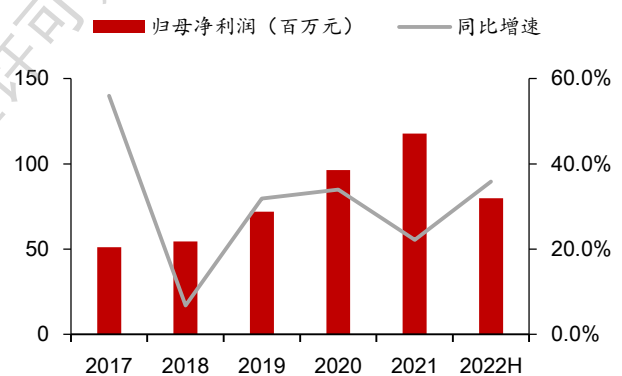
2022 年上半年，公司依然保持快速增长的趋势，营收和归母净利润分别为 1.96 亿元和 0.80 亿元，同比增长分别为 44.7%和 35.8%。

图表 4：2017-2022H 公司营收及增速



来源：iFind，国联证券研究所

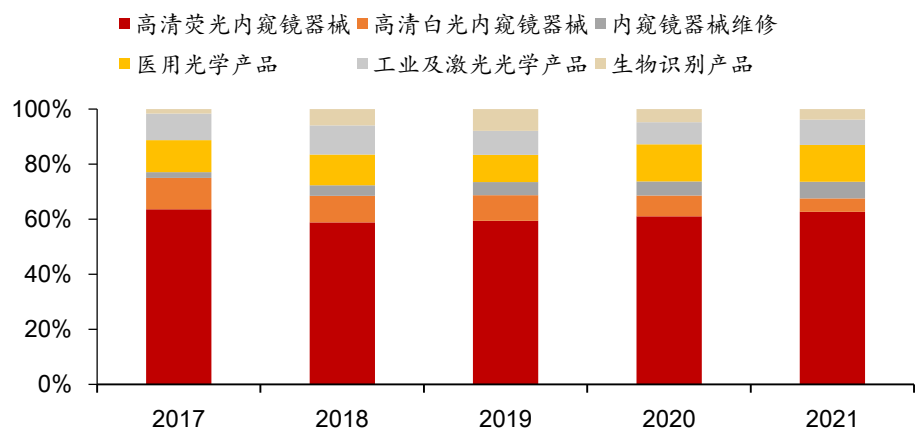
图表 5：2017-2022H 公司归母净利润及增速



来源：iFind，国联证券研究所

从业务类型来看，公司主要分成医用内窥镜和光学产品两大业务板块。内窥镜器械主要分为荧光内镜、白光内镜以及维修业务；光学产品包括医用光学、工业激光及生物识别产品。2021 年，医用内窥镜收入 2.28 亿元，同比增长 12.6%；光学产品收入 0.82 亿元，同比增长 13.4%。其中医用内窥镜业务收入占比超 70%，为公司主要收入来源，而荧光内镜器械为内镜核心业务，收入占比在 60%左右。

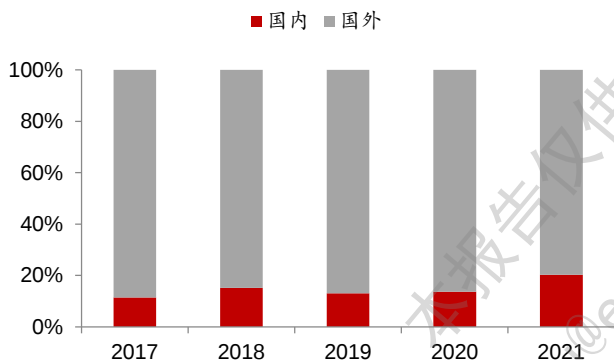
图表 6：按产品分类公司收入构成



来源：公司招股书，iFind，国联证券研究所

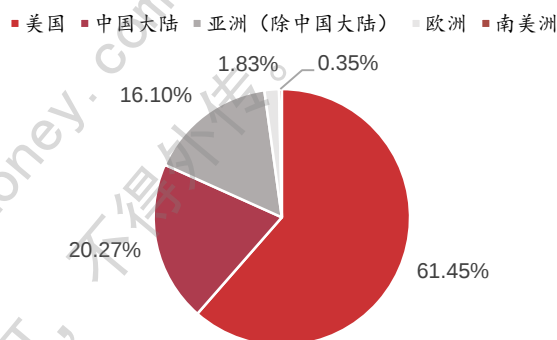
按销售区域来看，公司收入主要来自海外市场。2021 年实现海外收入 2.47 亿元，占营收比重为 80%，其中美国市场收入占总收入比重为 61%，主要来自给大客户史赛克的代工业务。近年来公司通过自有品牌积极拓展国内市场，2021 年在国内市场的销售收入 6300 万元，同比增长 66.3%。

图表 7：2017-2021 年公司国内外收入占比



来源：iFind，国联证券研究所

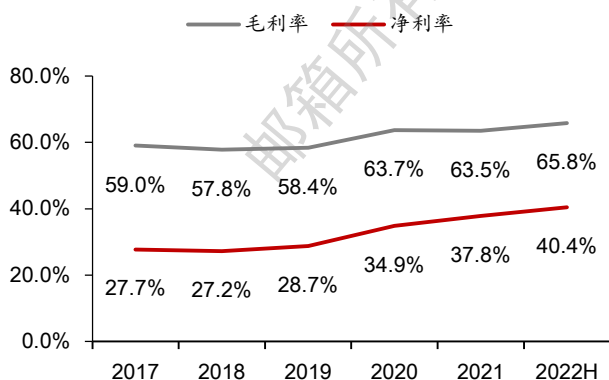
图表 8：2021 年公司各地区收入占比



来源：公司公告，国联证券研究所

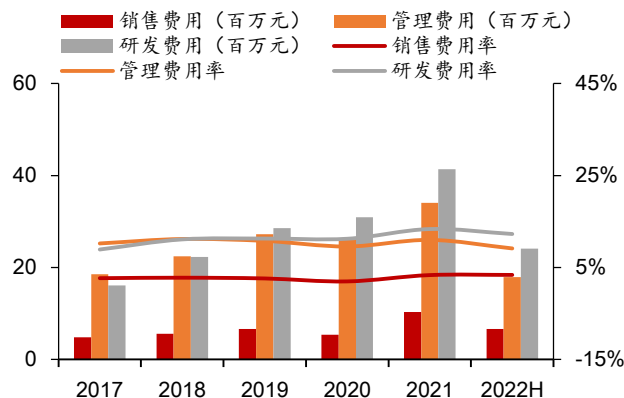
费用率稳定，毛利率和净利率呈上升趋势。2022 年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 3.4%、9.1%、12.3%，费用率保持稳定水平；毛利率和净利率逐年提升，其中毛利率从 2017 年 59.0% 提升至 2022 年上半年 65.8%，净利率从 2017 年 27.7% 提升至 2022 年上半年 40.4%，盈利能力呈上升趋势。

图表 9：2017-2022H 公司毛利率和净利率



来源：iFind，国联证券研究所

图表 10：2017-2022H 公司费用和费用率情况



来源：iFind，国联证券研究所

2. 外科微创化推动硬镜发展，荧光技术引领新方向

微创外科手术因具备患者创伤小、术后恢复快、手术风险低等优势，近年来普及率逐渐提升，特别是在胸外科、心血管外科等复杂外科技术领域形成了独特的优势。“外科微创化”趋势下，以腹腔镜为代表的内窥镜微创技术得到快速发展，广泛应用于消化道、耳鼻喉、泌尿系统、呼吸道、妇科等领域。

图表 11：腹腔镜微创手术示意图



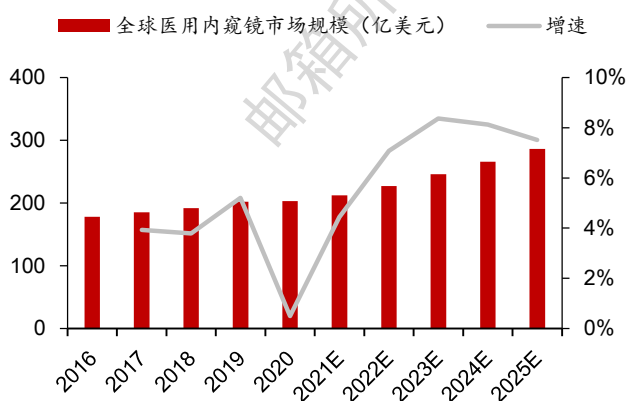
来源：公司招股书，国联证券研究所

2.1 外科手术微创化带来内窥镜产品的需求增加

医用内窥镜一般由图像传感器、光源、镜体组成，可以通过人体天然孔道或手术切口进入人体，为医生提供人体内部解剖结构图像并进行临床检查、诊断、治疗，是集成了光学、精密器械、人体工程和软件等学科的高精密医疗器械。

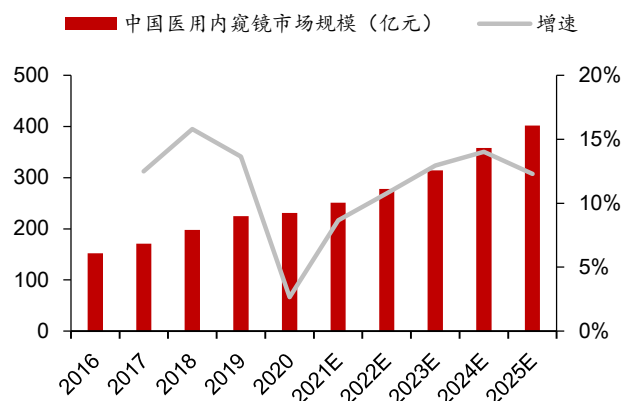
内窥镜是全球医疗器械市场增长最快的子行业之一。2020 年全球医用内窥镜市场规模为 203 亿美元，预计 2020-2025 年 CAGR 为 7.2%，2025 年增至 286 亿美元。中国的医用内窥镜市场增速超过全球，2020 年市场规模达到 231 亿元，预计 2025 年增长至 402 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 11.7%。

图表 12：全球医用内窥镜市场规模



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

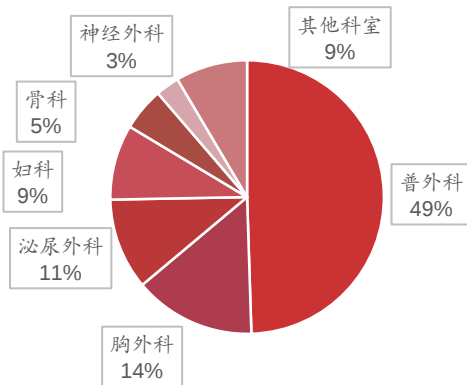
图表 13：中国医用内窥镜市场规模



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

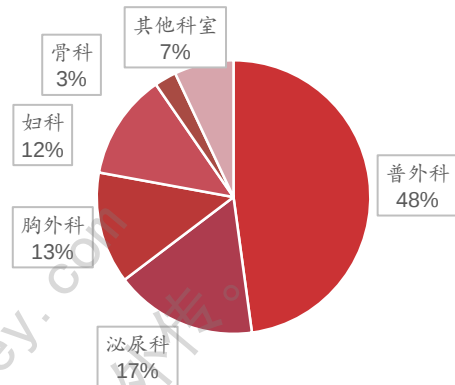
内窥镜按照镜体能否弯曲分为软镜和硬镜。其中，胃镜、肠镜等属于软镜，通过天然管道进入人体；腹腔镜、关节镜等属于硬镜，借助戳孔使腔镜进入人体腔内或潜在腔隙。腔镜是现代微创外科手术的重要工具，属于硬镜，广泛应用于各科室。

图表 14：2019 年全球硬镜市场规模科室分布



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

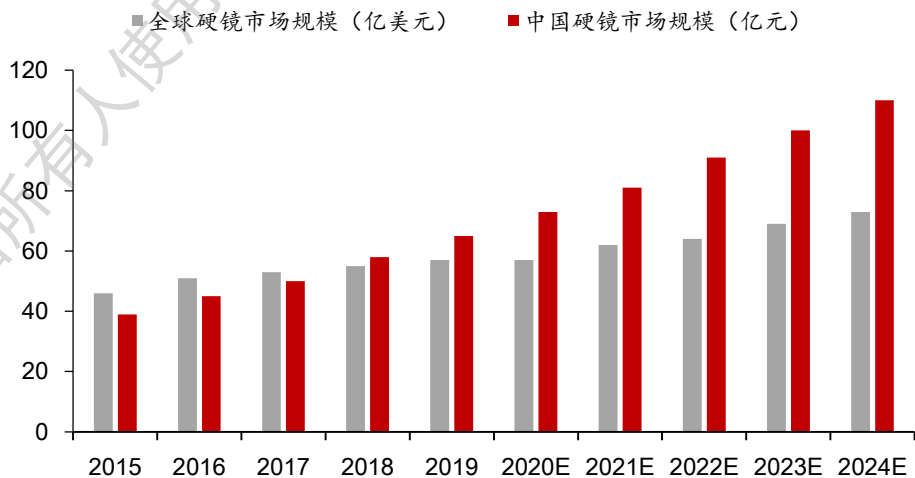
图表 15：2019 年中国硬镜市场规模科室分布



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

硬镜的应用在全球范围内已经相对成熟，近年来保持稳定增速，2019 年全球市场规模为 56.9 亿美元，预计到 2024 年达到 72.3 亿美元，2015-2019 年 CAGR 为 5.5%。中国硬镜市场处于快速上升阶段，2019 年市场规模达到 65.3 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 13.7%，远高于全球同期增速。预计到 2024 年将保持 11.0% 的 CAGR 增长至 110.0 亿元。

图表 16：全球和中国硬镜市场规模



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

2.2 荧光硬镜替代白光硬镜逐渐成为发展趋势

硬镜根据成像方式不同可分为白光硬镜和荧光硬镜，白光内窥镜主要用于观察受试者体腔内的真实影像；荧光内窥镜技术则具备宽光谱成像优势，可提升病灶和病变前区域的可视性，主要用于观察靠真实影像无法有效捕捉的病灶或病变前部位。

由于荧光硬镜在宽光谱成像方面的优势，其在腹腔镜手术治疗方案中的学术价值和治疗价值逐渐显现，可以用来精准定位和降低手术风险，尤其在胆管显影、肝段显影、子宫恶性肿瘤前哨淋巴结定位、肿瘤定位等应用领域具备独特优势。

图表 17：荧光内窥镜临床应用日益广泛

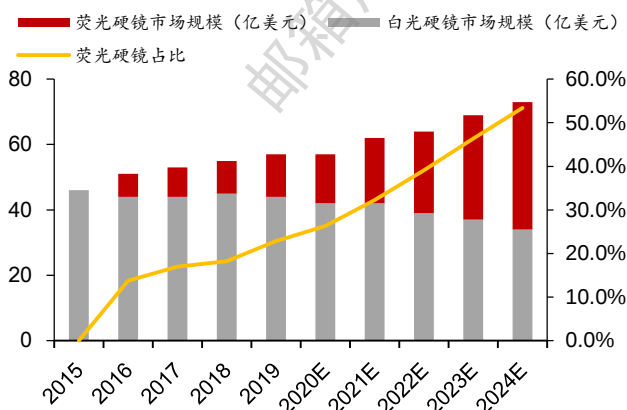


来源：公司招股书，国联证券研究所

荧光硬镜的发展时间较晚、技术难度较高，其市场规模占硬镜总体市场规模的比例较低。2019 年全球荧光硬镜的市场规模达到 13.1 亿美元，占硬镜总体市场的比重为 22.9%；我国荧光硬镜处于行业发展初期，2019 年总体市场规模仅 1.1 亿元，占硬镜市场的比重为 1.7%。

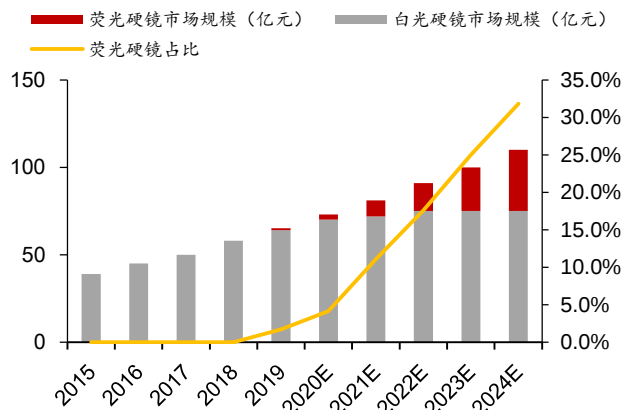
荧光硬镜兼具白光和荧光显影能力，可实现设备一体化功能，既能满足传统白光内窥镜真实成像的需求，也能满足对病灶识别能力要求较高的荧光视野需求。因此随着硬镜技术的迭代发展，荧光硬镜呈现出快速增长、对白光硬镜替代的趋势。根据沙利文数据，预计到 2024 年，全球荧光硬镜市场规模将达到 39 亿美元，占比 53%；我国荧光硬镜市场规模将达到 35 亿元，占比 32%。

图表 18：全球荧光硬镜市场份额逐年提升



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表 19：中国荧光硬镜市场处于起步阶段



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

2.3 产业链壁垒高筑，国产化率低替代空间大

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。因为涉及镜体制造、光学成像、图像处理等多个环节，集成度高，需要很强的设计开发、工艺实现、生产制造等能力，技术壁垒高。

图表 20：硬镜系统结构示意图

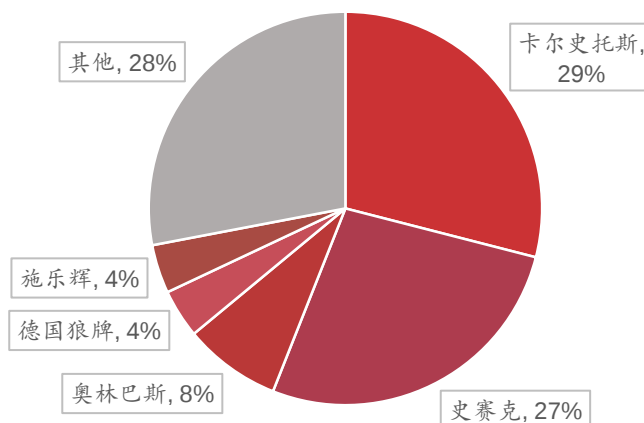


来源：公司招股书，国联证券研究所

由于硬镜设备技术壁垒较高，目前市场上主要参与者仍以欧美和日本企业为主，市场集中度较高，其中全球市场排名前三的企业分别为卡尔史托斯、史赛克及奥林巴斯，2019 年前三的头部公司整体市场占比超 60%。

图表 21：2019 年全球硬镜市场竞争格局

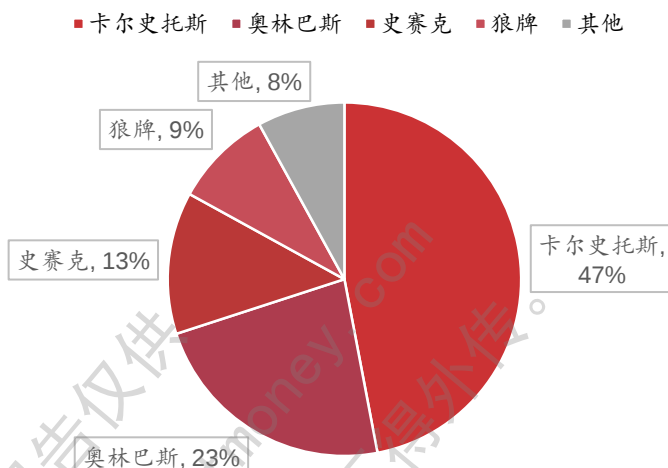
■ 卡尔史托斯 ■ 史赛克 ■ 奥林巴斯 ■ 德国狼牌 ■ 施乐辉 ■ 其他



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

由于进口品牌具有先发优势、技术优势和品牌优势，目前国内硬镜市场仍以进口品牌为主。2019 年国外品牌的市场占有率达到 90%，其中德国卡尔史托斯、日本奥林巴斯和美国史赛克分别占据我国 47%、23%和 13%的市场份额；国产品牌所占市场份额不超过 10%，存在广阔的进口替代空间。

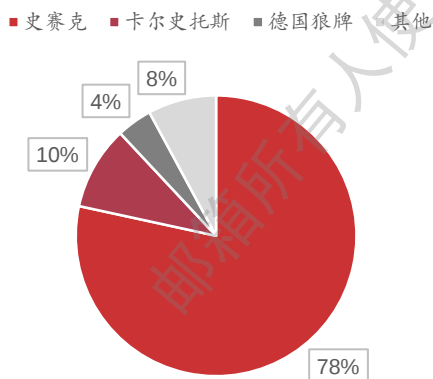
图表 22：2018 年中国硬镜市场竞争格局



来源：中国医疗设备行业数据发布大会，中国医疗器械行业发展报告（2019），国联证券研究所

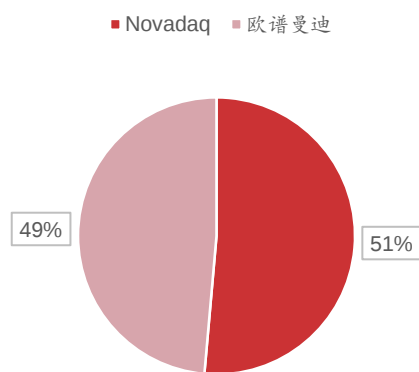
相较于传统白光硬镜，荧光硬镜具有更高的光学技术壁垒，具有行业进入门槛高、认证周期长、技术研发能力高、客户粘性强的特点，因此全球来看竞争格局更加集中，竞争者少。荧光硬镜的市场由史赛克占据主导地位，份额为 78.4%；硬镜龙头卡尔史托斯、德国狼牌也都有布局。

图表 23：2019 年全球荧光硬镜竞争格局



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表 24：2019 年中国荧光硬镜竞争格局



来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

荧光硬镜进入中国市场时间较晚，国内市场目前仅有两家公司竞争，呈寡头格局。2019 年 Novadaq 的市场占比最高，达 51.4%，2019 年的年销售额为 5700 万元。Novadaq 为史赛克旗下的一家专注于荧光成像技术开发的子公司，于 2017 年被史赛克收购用于拓展和发展其在荧光内窥镜的专业能力。欧谱曼迪为国内企业，其 2100 系列荧光内窥镜系统在国内处于领先水平，2019 年销售额 5390 万元，市场占比达 48.6%。

除有已上市产品的公司以外，卡尔史托斯及其他部分中国公司也在积极布局荧光硬镜市场，包括北京精准医疗、苏州美润达及深圳迈瑞医疗等多公司也在致力于荧光硬镜的研发。

图表 25：荧光硬镜和白光硬镜应用和技术差别

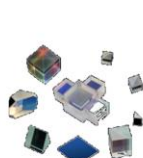
硬镜类型	白光硬镜	荧光硬镜
光谱范围	400-700nm	400-900nm
图像	人体组织表层	人体组织表层，以及表层以下组织
设计和制造要求	30-35 片光学透镜	45-50 片光学透镜，特殊光学结构设计
单面反射率	<0.5%	<0.3%

来源：公司招股书，国联证券研究所

3. 医用成像上下游齐发力，光学产品贡献新动能

公司是少数掌握光学产业链底层技术和生产能力的企业之一，凭借高性能的荧光内窥镜镜体、荧光光源模组等上游核心组件切入史赛克的供应链体系，可快速满足史赛克对于新产品推出和升级迭代的需求，合作关系稳固。同时，公司光学技术在不同领域具有较强的通用性，助力公司持续拓展下游应用领域。现已形成医用内窥镜为主、光学产品为辅的主营业务结构。

图表 26：公司主要产品业务分类

医用内窥镜器械(70%-80%)		光学产品 (20%-30%)		
高清白光内窥镜器械	高清荧光内窥镜器械	医用光学	工业及激光光学	生物识别
 高清荧光 / 白光摄像适配器 / 适配镜头 高清荧光 / 白光腹腔镜 高清荧光 / 白光内窥镜光源模组		 牙科内视镜模组 荧光滤光片 美容机滤光片	 准直 / 聚焦镜 扫描镜 PBS NPBS	 指纹仪 掌纹仪 非接触式掌静脉仪

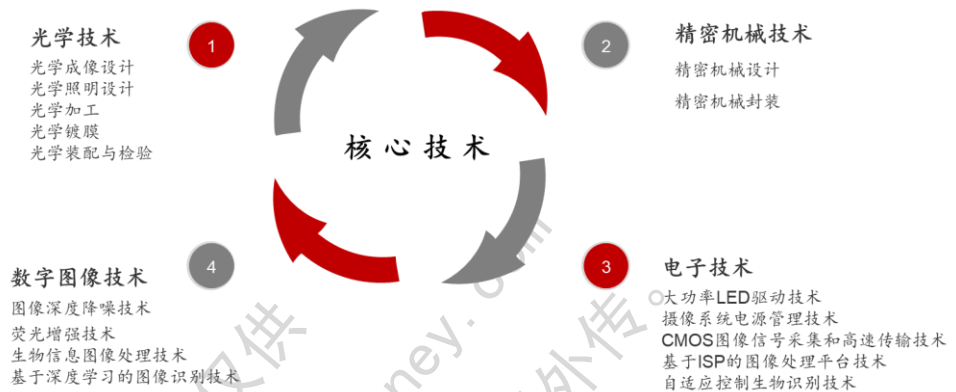
来源：公司招股书，国联证券研究所

3.1 底层技术实力深厚，与史赛克合作不断深入

➤ 技术和产品领先

公司通过多年的光学产品 OEM 和内窥镜器械的 ODM 业务发展，积累了丰富的底层技术和生产制造工艺，公司围绕“光学技术、精密机械技术、电子技术及数字图像技术”四大技术平台形成了光学系统设计、光学加工、光学镀膜、光学系统集成与检测、精密机械设计、封装、电子控制、数字图像处理等多项核心技术。

图表 27：公司四大核心技术



来源：公司招股书，国联证券研究所

公司产品在主要技术指标、性能参数等方面已达到国际先进水平，具备进口替代能力，在技术层面形成护城河。公司与国际大型企业 Stryker、Danaher、Fong's、Suprema 形成良好合作，主要客户合作时间超过十年以上。

图表 28：公司内窥镜产品性能领先同行

白光硬镜相关性能指标								
项目	国际竞品 1	国际竞品 2	国际竞品 3	国内竞品 1	公司 680	公司 690	公司 AIM	指标注释
中心分辨率	73.7	75.1	74.9	62.8	78.3	86.2	78.8	分辨率越大，分辨细节的能力越强，成像越清晰
平均分辨率	64.4	60	67.6	50.2	71.3	80.9	71.4	
最大畸变	31.4	29.2	10.8	31.2	13.2	14.3	10	绝对值越小，系统畸变越小，观察到的图像与真实越相近
平均畸变	30.9	28.2	8.3	29.6	12.2	13.8	8.2	
图像跳动	2.6	1.5	6.3	2.1	0.7	1.3	1.3	数值越小，光学光轴和机械光轴的一致性越高，内窥镜转动时图像位移越小
平均渐晕	10	14.1	12.4	17.7	11	12.5	22.2	渐晕越小，边缘亮度和中心亮度越接近，图像质量越好
最大渐晕	14	16.4	16.2	19.7	15.2	16	26.2	
荧光硬镜相关性能指标								
项目	公司 690	公司 AIM	指标注释					
光谱比值	94.70%	92.60%	红外光透过率与白光透过率越接近，荧光成像性能和白光成像性能越接近，荧光性能越高，如红外光透过率低，则无法荧光成像					
离焦量	-0.5	-0.2	绝对值越小，二者成像位置越接近，图像质量越好					

来源：公司招股书，国联证券研究所

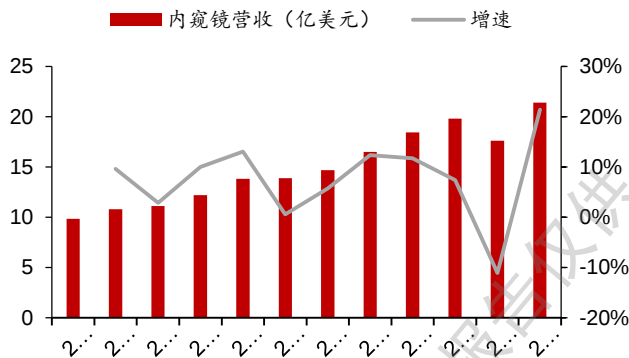
➤ 与史赛克合作不断深入：从光源到镜体到整机代工

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。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。

公司 1981 年收购 SynOptics Medical 后切入内窥镜领域，引领内窥镜技术的发展，率先推出全球首台医用三晶片摄像系统和首台医用高清摄像系统，2014 年推出

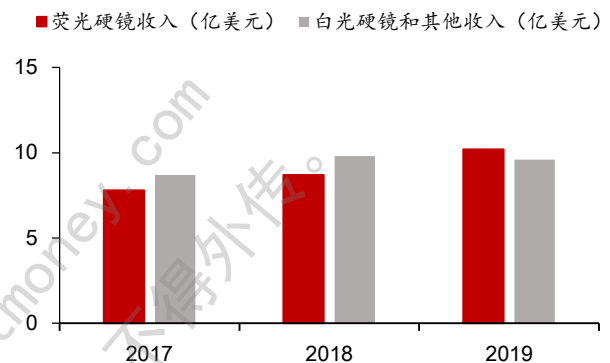
全球首款高清荧光+白光两用腹腔镜整机系统，2017 年收购荧光成像技术开发商 NOVADAQ，增强其在荧光硬镜领域的核心竞争力。

图表 29：史赛克内窥镜业务收入及增速



来源：史赛克年报，国联证券研究所

图表 30：史赛克荧光硬镜收入持续提升



来源：公司招股书，国联证券研究所

史赛克内窥镜业务稳健增长，荧光硬镜产品快速增长。自 2016 年推出 1588 荧光腹腔镜平台后，内窥镜业务加速增长，到 2019 年荧光内镜收入 10.23 亿美元，占内窥镜业务比重超过 50%。2021 年，史赛克的营业收入为 171.08 亿美元，其中内窥镜销售收入为 21.41 亿美元。

公司是史赛克荧光硬镜核心部件供应商。公司是医用内窥镜行业进入“LED 时代”的领导者，率先引入荧光功能，凭借 LED 领域的技术优势成功切入史赛克的供应链体系。2008 年开始给史赛克供应白光硬镜所需的光源及适配镜头，2015 年开始供应荧光腹腔镜 AIM 平台所需的荧光腹腔镜镜体、荧光光源模组、荧光摄像适配镜头等核心组件。目前公司与史赛克正在进行下一代产品的开发合作，随着史赛克新产品的推出和产品持续升级迭代，公司有望扩大和史赛克之间合作范围。

图表 31：公司与史赛克产品合作不断深入

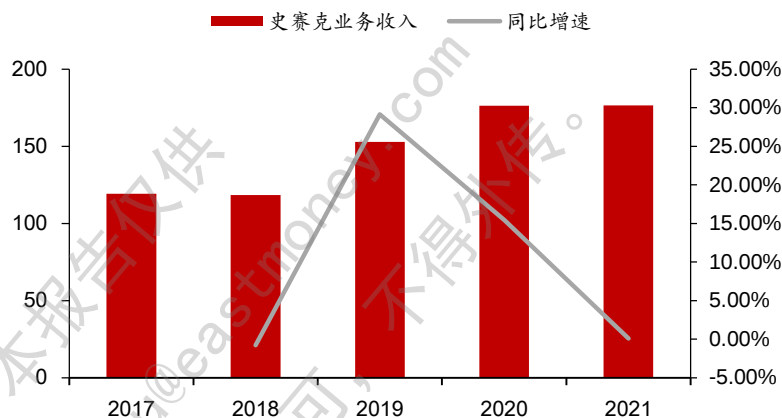
stryker®	白光系统	720P 白光系统	1080P 白光系统	1080P 荧光系统	4K 荧光系统	下一代荧光系统
光源		 L9000	 L9000	 L10KLD	 L11KLD	正在开发下一代产品
内窥镜				 AIM 腹腔镜	 AIM 腹腔镜	
适配镜头		1288 Lens	1488 Lens	1588M	1688C	
摄像系统	1188	1288 2008年	1488 2012年	1588 2015年	1688 2018年	

来源：公司公告，国联证券研究所

公司和史赛克的合作属于深度绑定，随着合作升级收入规模有望进一步提升。公司自主研发的高清荧光腹腔镜器械被史赛克所采用，应用于其在全球推出的首款

高清荧光腹腔镜（“荧光+白光”两用腹腔镜）整机系统，公司系该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唯一设计及生产供应商。

图表 32：2017-2021 海泰新光史赛克收入（百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所注：2020 和 2021 采用第一大客户收入数据

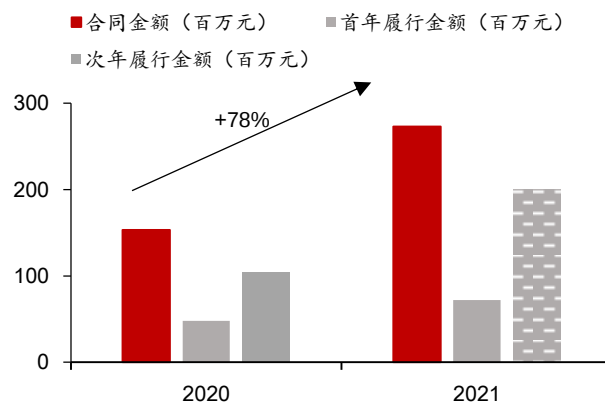
公司和史赛克签订订单总体呈现上升趋势。随着公司与史赛克的合作不断深入，ODM 代工的内窥镜镜体订单体量不断增加。2021 年度公司在医用内窥镜产品上投入了较大的研发资源，针对美国市场研发的 4K 荧光腹腔镜已经完成了研发和试生产过程，准备在 2022 年下半年实现量产，来自史赛克的订单或进一步提升。

图表 33：公司向史赛克销售镜体数量季度变化



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 34：2021 年史赛克新签订单快速增长



来源：公司公告，国联证券研究所，2021 年新签订单次年履行金额为预测（为待完成金额）

ODM 具有较高技术含量，为公司开拓自主品牌打下基础。在 ODM 业务模式下，史赛克仅对产品的功能或外观、接口、标识和包装等提出需求并对发行人进行质量管理体系审核。公司拥有关于产品设计和生产工艺的核心技术和知识产权。

公司已与史赛克建立了稳固的长期合作关系，客户粘性较大，公司在全球范围内荧光内窥镜市场中的占比将随着史赛克荧光内窥镜销售规模的提高和荧光对传统白光内窥镜替代效应的增强而进一步扩大。

3.2 不断深挖临床需求，打造国产自主整机品牌

为顺应国产化替代趋势，扩大公司在国内市场的竞争优势、市场份额和影响力。公司积极布局自主品牌的光源、摄像系统等核心部件及手术外视系统、内窥镜系统等整机系统，正积极向临床医用光学成像解决方案领域拓展。

公司已陆续取得光源及摄像系统的产品注册证和生产许可证，配套原有的内窥镜产品，已经可以组成自主品牌的整机系统，最近几年会陆续推出 4K 内窥镜系统、开放式手术系统、4K 自动除雾内窥镜系统、共聚焦荧光显微内镜系统、3D 内窥镜系统等整机产品，从而进一步提升公司的产品层次。

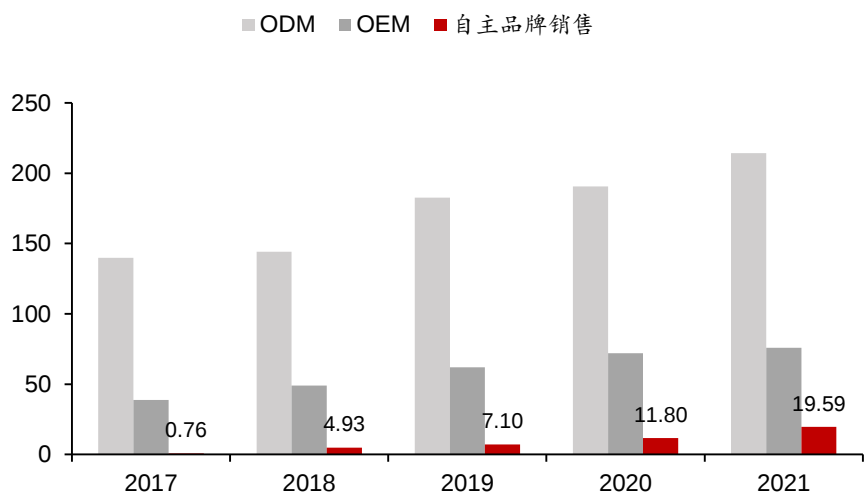
图表 35：公司获得 NMPA 注册证的产品

产品名称	型号规格	注册人名称	注册证编号	管理类别	批准日期	有效期至
内窥镜 LED 冷光源	B600-D、B600-S	青岛海泰新光科技股份有限公司	鲁械注准 20212060688	第二类	2022/3/11	2026/8/5
内窥镜荧光摄像系统	N700-C		鲁械注准 20222060111	第二类	2022/3/11	2027/1/27
内窥镜摄像系统	N600		鲁械注准 20212060850	第二类	2022/3/11	2026/9/14
共聚焦显微影像仪	ECM-100		鲁械注准 20222060110	第二类	2022/1/28	2027/1/27
腹腔镜内窥镜	690-331000H、690-331030H、690-300500H、690-300530H	青岛奥美克医疗科技有限公司	国械注准 20203060684	第三类	2020/8/7	2025/8/6
腹腔镜内窥镜	680-331000H、680-331030H		国械注准 20183220010	第三类	2018/1/8	2023/1/7

来源：NMPA 官网，国联证券研究所

公司自主品牌业务增长快速。2017 年收入不到 100 万元，2017-2021 年的 CAGR 为 125%，到 2021 年实现收入 1959 万元，同比增长 66%，主要是因为针对国内市场注册的 4K 腹腔镜销售增加。

图表 36：公司自主品牌业务收入高速增长（单位：百万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

公司不断加大整机系统产品在国内的推广，收入规模有望进入新的台阶。公司自 2020 年开始布局硬镜整机系统，目前整机系统中的内窥镜冷光源、高清腹腔镜内窥镜 680（镜体）和 4K 超高清荧光腹腔镜 690（镜体）均已获得 NMPA 批准，1080P 内窥镜摄像系统 N600 和 4K 荧光摄像系统 N700 分别于 2021 年 9 月和 2022 年 1 月获批。

此外公司根据临床需求重点推出差异化产品，未来的竞争力将进一步提升。比如 4K 荧光除雾内窥镜系统、共聚焦显微内窥镜系统等。凭借上游荧光内窥镜、光源模组等核心组件的自产能力，公司在整机系统生产成本上更具优势，同时具有较强的新产品研发和快速迭代能力，未来整机系统有望持续贡献业绩。

图表 37：公司在内窥镜整机系统领域的布局情况

整机系统	光源	内窥镜镜体	摄像系统
1080P 内窥镜系统	内窥镜冷光源 B600 于 2021 年 8 月获得 NMPA 批准	高清腹腔镜内窥镜 680 于 2018 年 1 月获得 NMPA 批准	1080P 内窥镜摄像系统 N600 于 2021 年 9 月获得 NMPA 批准
4K 荧光内窥镜系统		4K 超高清荧光腹腔镜 690 于 2020 年 8 月获得 NMPA 批准	4K 超高清摄像系统 N700 于 2022 年 1 月获得 NMPA 批准
4K 荧光自动除雾内窥镜系统	新款光源正在进行注册检验，预计 2022 年获批	正在进行注册检验，预计 2022 年获批	正在进行注册检验，预计 2022 年获批

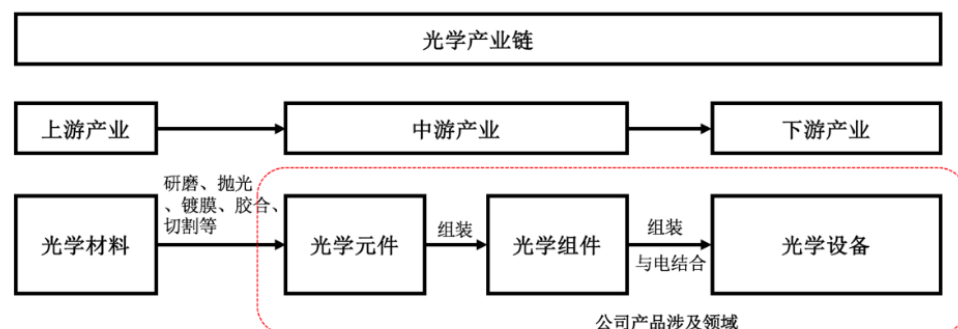
来源：公司公告，NMPA，国联证券研究所

积极布局渠道建设，为自主品牌铺路：2022 上半年，公司和国药器械合资成立了国药新光子公司，公司参股 49%。借助国药器械的销售渠道增加公司自主品牌的影响力、增强渠道竞争力，并且为未来布局微创相关耗材奠定基础。

3.3 光学产品拓展能力强，新兴领域打开成长空间

光学产业链上游为原材料生产企业，主要包括光学玻璃、光学塑料等，由于生产企业较多，供应量充足，处于充分竞争状态；产业链中游为光学器件及组件制造企业，为下游应用光学产品提供主要原材料，与光电技术紧密结合，具有核心技术门槛；产业链下游为各类终端光学产品生产厂商，应用场景广泛，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。

图表 38：公司光学产品聚焦产业链中下游



来源：公司招股书，国联证券研究所

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，为医用光学、工业激光和生物识别等应用提供光学产品和光学器件，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。

图表 39：公司光学产品列表

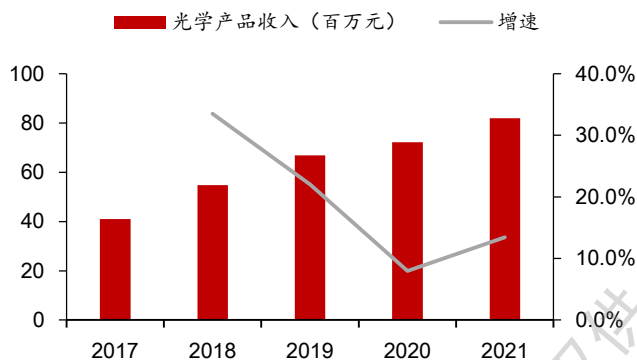
产品名称	代表产品型号	产品简介及用途
牙科内视镜模组 		

来源：公司招股书，国联证券研究所

公司立足核心技术要求高的光学产业链中下游，为下游终端提供核心组建的同时，积极拓展应用前景广阔的终端市场，近年来业务保持稳定快速增长。光学业务收入从 2017 年的 0.41 亿元增长到 2021 年的 0.82 亿元，CAGR 为 18.8%；2021 年收入同比增长 13.4%，呈现需求恢复的趋势。

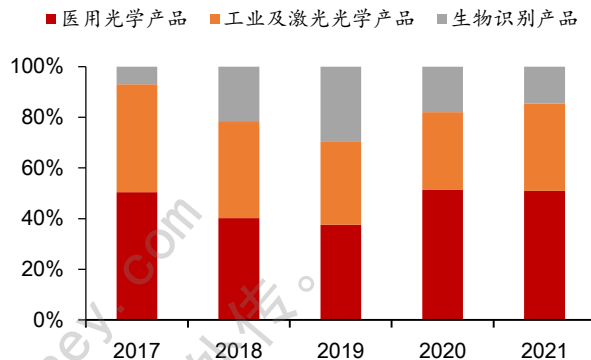
未来光学业务将更加聚焦发展趋势好的赛道，如体外诊断、医疗美容、工业激光、生物识别等领域，业务成长空间大。

图表 40：2017-2021 年公司光学产品稳步增长



来源：iFind，国联证券研究所

图表 41：公司光学业务收入结构变化



来源：iFind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司主要业务的收入和毛利率进行预测，主要假设如下：

医用内窥镜业务：

1) 高清荧光内窥镜：2022 年公司为史赛克代工的荧光内窥镜镜体订单有望随着史赛克新产品的推广以及海外市场需求的逐步恢复而大幅提升，23-24 年合作的镜体品种有望继续增加，假设 2022-2024 年高清荧光内窥镜业务收入增速分别为 51.47%、27.77%和 25.52%；毛利率保持稳定，分别为 68%、68%、68%。

2) 高清白光内窥镜：考虑荧光内窥镜对白光内窥镜具备部分替代的潜力，假设 2022-2024 年高清白光内窥镜业务收入增速分别为 20%、15%和 15%；毛利率保持稳定，分别为 65%、65%、65%。

3) 内窥镜维修：随着公司镜体和整机销售数量的不断提升，预计内镜维修业务将迎来较快增长，假设 2022-2024 年内窥镜器械维修业务收入增速分别为 40%、40%、40%；因维修量增加假设毛利率略微下降，分别为 77%、76%、75%。

4) 自主整机系统：公司 1080P 和 4K 荧光内窥镜系统均已获批，4K 荧光除雾系统公司预计 2022 年下半年完成注册，产品力获得市场验证之后，借助国药器械的渠道和品牌优势，有望逐步贡献业绩增量，假设 2022-2024 年自主整机产品收入分别为 0.28、0.52 和 0.90 亿元，毛利率分别为 80%、80%、80%。

光学产品业务：公司光学业务主要以 OEM 模式提供光学器件，毛利率低于医用内窥镜业务。近年来医用光学领域的牙科、美容等产品以及新能源领域的工业激光相关产品热度提升，同时公司积极推进生物识别产品的应用落地，我们预计光学业务有望维持稳定增长，假设 2022-2024 年光学业务收入增速分别为 25%、25%、25%；毛利率保持稳定，分别为 45%、45%、45%。

图表 42：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	252.87	275.20	309.67	468.59	613.02	796.66
YOY	26.00%	8.83%	12.53%	51.32%	30.82%	29.96%
毛利率	58.37%	63.68%	63.49%	64.08%	64.60%	65.10%
医用内窥镜业务	185.03	202.29	227.72	366.09	484.90	636.52
YOY	29.18%	9.33%	12.57%	60.77%	32.46%	31.27%
毛利率	66.19%	70.29%	68.70%	69.42%	69.77%	70.15%
高清荧光内窥镜	149.65	167.57	194.09	293.99	375.63	471.49
YOY	28.41%	11.98%	15.82%	51.47%	27.77%	25.52%
毛利率	66.10%	70.00%	68.00%	68.00%	68.00%	68.00%
其中：荧光内窥镜镜体	60.47	83.67	90.99	171.48	228.06	296.48
荧光光源模组	67.65	66.71	79.80	94.53	113.44	133.86
荧光镜头适配器	17.25	12.48	16.22	22.40	26.88	31.72
高清白光内窥镜	23.56	20.61	14.91	17.89	20.57	23.66
YOY	23.79%	-12.50%	-27.68%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	64.81%	66.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
内窥镜器械维修	11.82	14.10	18.72	26.21	36.70	51.38
YOY	54.27%	19.30%	32.76%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	70.13%	80.01%	78.90%	77.00%	76.00%	75.00%
自主整机系统				28.00	52.00	90.00
YOY					85.71%	73.08%
毛利率				80.00%	80.00%	80.00%
光学产品业务	66.88	72.21	81.90	102.38	127.97	159.96
YOY	22.00%	7.97%	13.42%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	36.77%	45.12%	48.98%	45.00%	45.00%	45.00%

来源：iFind，公司招股书，国联证券研究所预测

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.69/6.13/7.97 亿元，增速分别为 51.32%/30.82%/29.96%，毛利率分别为 64.1%/64.6%/65.1%。随着公司自主品牌硬镜系统的推广，预计销售费用率将提升；22-24 年预计股权激励费用摊销分别为 0.11/0.27/0.13 亿元，管理费用率将有所提升。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.69/2.15/2.89 亿元，增速分别为 43.65%/27.31%/34.30%。

4.2 估值与投资建议

我们采用两种估值方法对公司进行估值：

1) 相对估值法：采用行业可比公司平均 PE 作为估值指标，选取软镜设备领域的开立医疗、澳华内镜，以及布局硬镜设备领域的迈瑞医疗作为可比公司。根据 2022 年 9 月 9 日收盘各公司一致预期，得到可比公司 2023 年平均 PE 为 50 倍，考虑公司是荧光内窥镜领先的上游制造商，同时积极布局下游整机品牌，给予 50 倍 PE，对应市值 107.7 亿元。

图表 43：可比公司估值

股票	证券	市值	归母净利润（亿元）	PE (X)
----	----	----	-----------	--------

代码	简称	(亿元)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300633.SZ	开立医疗	177	3.26	4.21	5.39	54	42	33
688212.SH	澳华内镜	71	0.58	0.92	1.45	123	77	49
300760.SZ	迈瑞医疗	3631	97.28	117.86	142.38	37	31	26
平均值						71	50	36
688677.SH	海泰新光	88	1.69	2.15	2.89	52	41	30

来源：iFind，国联证券研究所测算，股价取 2022 年 9 月 9 日收盘价，可比公司净利润预测使用一致预期

2) 绝对估值：考虑到公司盈利能力较好，我们采用 FCFF 方法进行估值。无风险收益率采用十年国债收益率 2.63%；市场收益率采用 10 年上证综指平均收益率 6.93%；假设第二阶段 6 年，增长率 15%，长期增长率为 2.5%。

图表 44：FCFF 模型关键假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.63%
市场预期回报率 Rm	6.93%
第二阶段年数	6
第二阶段增长率	15.00%
永续增长率	2.50%
有效税率 T	12.46%
Ke	6.71%
Kd	5.83%
WACC	6.71%

来源：iFind，国联证券研究所

图表 45：FCFF 模型敏感性测试

	永续增长率				
WACC	2.07%	2.27%	2.50%	2.75%	3.03%
5.55%	152.08	160.34	170.72	184.09	201.85
6.10%	129.35	135.21	142.44	151.52	163.21
6.71%	110.67	114.89	120.00	126.30	134.21
7.38%	95.14	98.19	101.85	106.29	111.76
8.12%	82.09	84.32	86.96	90.12	93.96

来源：iFind，国联证券研究所

图表 46：FCFF 估值明细

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	404.83	3.87%
第二阶段	1,718.05	16.42%
第三阶段（终值）	8,337.20	79.70%
企业价值 AEV	10,460.09	
加：非核心资产	0.00	0.00%
减：带息债务（账面价值）	19.03	0.18%
减：少数股东权益	3.74	0.04%
股权价值	10,437.31	99.78%
除：总股本（股）	86,980,000.00	
每股价值（元）	120.00	

来源：iFind，国联证券研究所

如上所述，在绝对估值 FCFF 模型测算下，我们认为海泰新光每股价值合理区间为 98.19-151.52 元，合理市值区间为 85-132 亿元，对应 2023 年 PE 为 40-61 倍。

公司是全球领先的荧光内窥镜制造商，在与史赛克合作不断深入、自主整机品牌逐步发力以及光学业务持续拓展应用场景等因素驱动下，有望实现业绩的稳定快速增长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.69/2.15/2.89 亿元，增速分别为 43.65%/27.31%/34.30%，三年复合增速为 34.92%，对应 PE 分别为 52/41/30 倍。综合相对估值和 FCFF 绝对估值法的结果，我们给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 123.77 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

➤ 单一大客户依赖风险

公司下游客户较为集中，2017-2020H 公司直接和间接销售给史赛克的总金额分别为 1.34、1.35、1.74 和 1.03 亿元，占营收总额的 60%以上。未来若史赛克选择更换荧光硬镜系统核心零部件供应商，或史赛克经营情况发生重大不利变化，将对公司业绩造成较大影响。

➤ ODM 合作模式的风险

公司与史赛克采取 ODM 的合作模式，产品的研发设计和生产工艺均由公司掌握，史赛克仅对产品的功能或外观、包装等提出需求并进行质量审核。若未来双方因知识产权、合作模式、合同条款等问题产生纠纷，可能对公司带来不利影响。

➤ 自主品牌拓展不及预期的风险

推广自主品牌需要大量的销售费用和完善的渠道建设，在之前公司缺乏自主推广的相关经验，若因为产品品牌影响力不足或性能问题导致市场推广进度不及预期将对公司业绩带来不利影响。

➤ 汇率波动的风险

公司大约 80%的业务收入来自海外，若汇率变动较大可能带来损失。

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	83	723	773	867	1,071
应收账款+票据	51	65	84	109	142
预付账款	2	3	4	5	7
存货	46	66	87	112	144
其他	12	4	12	15	20
流动资产合计	194	861	960	1,109	1,384
长期股权投资	0	0	0	0	-1
固定资产	111	133	169	237	266
在建工程	69	108	140	122	79
无形资产	32	31	26	21	16
其他非流动资产	10	49	48	48	48
非流动资产合计	223	320	383	428	408
资产总计	417	1,182	1,343	1,537	1,791
短期借款	30	0	0	0	0
应付账款+票据	22	29	36	46	59
其他	26	39	62	80	103
流动负债合计	78	68	98	126	162
长期带息负债	19	19	19	16	10
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
非流动负债合计	19	19	19	16	10
负债合计	98	87	116	143	172
少数股东权益	4	4	4	4	4
股本	65	87	87	87	87
资本公积	10	681	681	681	681
留存收益	241	323	454	622	847
股东权益合计	320	1,095	1,226	1,394	1,620
负债和股东权益总计	417	1,182	1,343	1,537	1,791

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	96	117	169	215	289
折旧摊销	9	10	37	55	70
财务费用	5	-1	-2	-2	-3
存货减少	6	-20	-21	-25	-32
营运资金变动	1	-14	-18	-27	-35
其它	-3	11	19	23	30
经营活动现金流	115	104	184	239	320
资本支出	-70	-100	-100	-100	-50
长期投资	-21	0	0	0	0
其他	2	11	2	2	2
投资活动现金流	-89	-90	-98	-98	-48
债权融资	9	-30	0	-2	-7
股权融资	0	22	0	0	0
其他	-8	636	-36	-46	-61
筹资活动现金流	1	627	-36	-48	-68
现金净增加额	25	640	50	94	204

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	275	310	469	613	797
营业成本	100	113	168	217	278
税金及附加	3	4	6	8	10
营业费用	5	10	17	23	25
管理+研发费用	57	75	106	140	175
财务费用	5	-1	-2	-2	-3
资产减值损失	-2	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	11	5	5	5
其他	10	18	18	18	18
营业利润	111	134	194	246	331
营业外净收益	0	-1	0	0	0
利润总额	111	133	193	246	330
所得税	15	16	24	31	41
净利润	96	117	169	215	289
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司净利润	96	118	169	215	289

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	8.83%	12.53%	51.32%	30.82%	29.96%
EBIT	40.73%	14.20%	44.65%	27.39%	34.28%
EBITDA	37.03%	13.58%	60.58%	31.08%	32.83%
归母净利润	33.95%	22.19%	43.65%	27.31%	34.30%
获利能力					
毛利率	63.68%	63.49%	64.08%	64.60%	65.10%
净利率	34.89%	37.83%	36.10%	35.14%	36.31%
ROE	30.55%	10.79%	13.83%	15.49%	17.90%
ROIC	43.22%	37.36%	39.85%	41.24%	47.47%
偿债能力					
资产负债	23.39%	7.37%	8.67%	9.29%	9.59%
流动比率	2.49	12.66	9.81	8.78	8.54
速动比率	1.72	11.60	8.77	7.74	7.50
营运能力					
应收账款周转率	5.39	4.75	5.61	5.61	5.61
存货周转率	2.15	1.71	1.93	1.93	1.93
总资产周转率	0.66	0.26	0.35	0.40	0.44
每股指标 (元)					
每股收益	1.11	1.35	1.94	2.48	3.32
每股经营现金流	1.32	1.19	2.12	2.75	3.68
每股净资产	3.63	12.54	14.06	15.98	18.57
估值比率					
市盈率	91.09	74.55	51.90	40.76	30.35
市净率	27.83	8.04	7.18	6.31	5.43
EV/EBITDA	70.11	52.87	35.37	26.71	19.62
EV/EBIT	75.66	56.75	42.14	32.74	23.80

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2022 年 9 月 9 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对该证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层
 电话：0510-82833337
 电话：021-38991500
 传真：0510-82833217
 传真：021-38571373
北京：北京市东城区安定门内大街 208 号中粮置地广场 4 层
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 29 层
 电话：010-64285217
 电话：0755-82775695
 传真：010-64285805