



四大技术平台铸就核心竞争壁垒，ODM 业务迅速发展，自主品牌放量在即 ——海泰新光（688677.SH）投资价值分析报告

核心观点

● 中国内窥镜行业高速发展

中国内窥镜市场空间广阔，2017 年至 2021 年我国医用内窥镜市场规模从 171 亿元增长到 248 亿元，期间复合增长率达 9.70%。随着国家政策的大力支持以及下游市场需求增加，促使内窥镜技术的创新迭代，行业将继续保持快速增长态势，预计 2025 年市场规模将达到 393 亿元，2021 年至 2025 年复合增长率达 12.20%，2030 年预计增长至 609 亿元，2025 年至 2030 年复合增长率达 9.20%。

● 内窥镜国产渗透率低，国产化替代空间大

2021 年国内内窥镜市场国产渗透率仅 6.90%，93.10%的内窥镜市场被进口品牌所垄断。国产内窥镜在图像清晰度、色彩还原度等核心性能指标上已逐渐追赶进口中高端产品。未来，在中国医疗内窥镜市场中，鼓励国产采购、国产价格优势及相关政策的叠加作用下，国产内窥镜具有相当大的放量空间。预计 2025 年，国产渗透率将达到 18.30%，2030 年达到 35.20%。

● 四大技术平台铸就核心竞争力，自主品牌放量在即

公司聚焦光学和微创医疗器械技术，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、精密机械设计及封装、电子控制、数字图像处理等多项核心技术。在国内开展自有品牌产品的开发、注册和销售，目前，已形成了从荧光腹腔镜扩展到白光腹腔镜、胸腔镜、关节镜、宫腔镜、3D 腹腔镜等产品线，产品应用从普外科扩大到妇科、泌尿科、骨科等多个科室。同时，4K 荧光内窥镜系统以及 4K 除雾摄像系统分别进入临床销售和注册阶段，产品也具有较强竞争力。自有品牌整机梯队已初见雏形，公司还将进一步扩大产品梯队，为未来发展奠定坚实的基础。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 594.73、782.58、1,010.50 百万元，YOY 分别为 24.73%、31.59%、29.12%；EPS 分别为 1.76 元/股、2.31 元/股、2.99 元/股，YOY 分别为 17.15%、31.50%、29.19%，目标价为 62 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

对单一客户依赖风险，国际贸易环境多变风险，技术转化不确定风险等

● 核心业绩数据预测

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	476.82	594.73	782.58	1,010.50
YOY	53.97%	24.73%	31.59%	29.12%
归母净利润（百万元）	182.57	213.88	281.26	363.38
YOY	55.07%	17.15%	31.50%	29.19%
EPS（元）	1.50	1.76	2.31	2.99
ROE	14.97%	15.74%	18.24%	20.42%
P/E	34.64	29.57	22.48	17.40

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

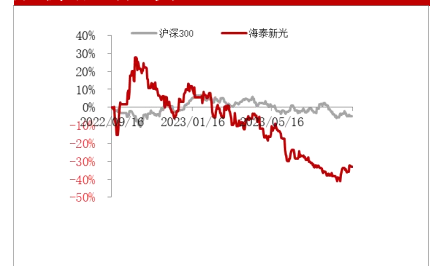
SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2023.9.18

收盘价（元）	57.00
一年中最低/最高（元）	45.98/98.96
总市值（亿元）	69.33
ROE（TTM）	15.81%
PE（TTM）	36.10

股价相对走势





内容目录

1. 医用内窥镜行业现状与发展分析	3
2. 公司主要经营情况分析	7
2.1. 公司主营业务及产品介绍	11
2.2. 公司核心竞争力	15
2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析	18
2.4. 盈利预测	22
3. 2022—2024 年公司整体业绩预测	23
4. 公司估值分析	24
4.1. P/E 模型估值	24
4.2. PEG 模型	25
4.3. DCF 模型	25
5. 公司未来六个月内投资建议	26
5.1. 公司股价催化剂分析	26
5.2. 公司六个月内的目标价	26
6. 公司投资评级	27
7. 风险提示	27



图表目录

图表 1 : 2016 年至 2021 年中国微创手术渗透率	4
图表 2 : 行业相关政策梳理	5
图表 3 : 2017 年至 2030 年中国内窥镜市场规模及预测 (单位: 十亿元)	6
图表 4 : 中国内窥镜行业国产与进口占比比例	6
图表 5 : 2017 年至 2030 年全球内窥镜市场规模及预测 (单位: 十亿美元)	7
图表 6 : 公司四大技术平台	8
图表 7 : 2018 至 2023H1 公司营收与归母净利润	9
图表 8 : 公司历史发展概况	9
图表 9 : 公司业务类型	10
图表 10 : 2022 年公司境内收入与境外收入对比	11
图表 11 : 2022 年公司各板块收入占比	12
图表 12 : 海泰新光部分医用内窥镜产品	13
图表 13 : 荧光内窥镜胆管显影	14
图表 14 : 海泰新光部分光学产品	15
图表 15 : 分层次的研发项目机制	17
图表 16 : 公司核心技术与优势介绍	17
图表 17 : 2018 年至 2022 年销售毛利率与可比公司对比 (%)	19
图表 18 : 2018 年至 2022 年销售净利率与可比公司对比 (%)	19
图表 19 : 2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比 (%)	20
图表 20 : 2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比 (%)	20
图表 21 : 2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比 (%)	21
图表 22 : 2018 年至 2022 年资产负债率与可比公司对比 (%)	21
图表 23 : 2018 年至 2022 年存货周转率与可比公司对比 (次)	22
图表 24 : 2018 年至 2022 年应收账款周转率与可比公司对比 (次)	22
图表 25 : 盈利预测	23
图表 26 : 海泰新光 P/E (TTM)	24
图表 27 : 可比公司 P/E(TTM)	24
图表 28 : 可比公司 PE (倍) 估值表	25
图表 29 : DCF 模型预测	25

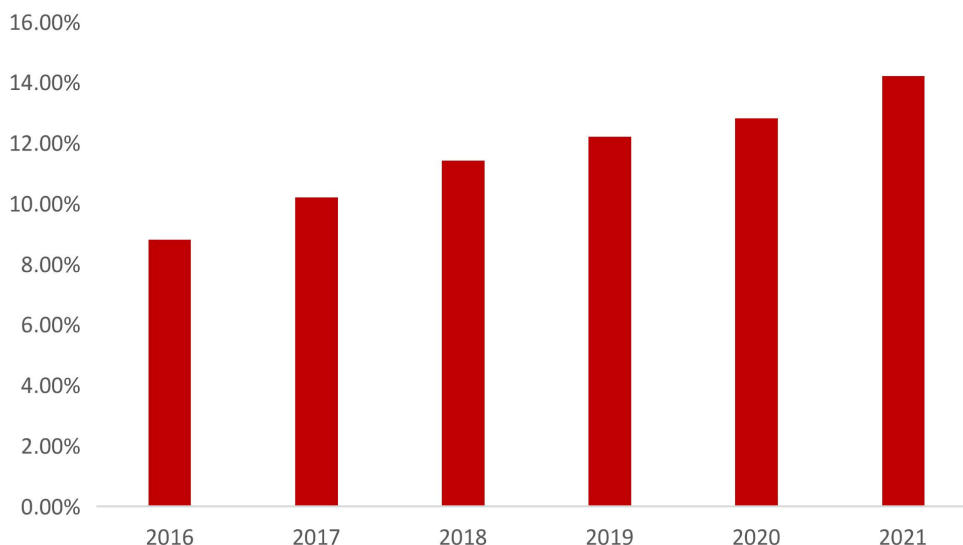
1. 医用内窥镜行业现状与发展分析

医用内窥镜是一种医用成像器械，可通过人体天然孔道或手术切口进入人体，对人体组织进行检查、诊断和治疗。内窥镜可根据其镜体软硬程度不同，分为硬式内窥镜和软式内窥镜。硬式内窥镜的插入部分采用硬金属材料制成，不能弯曲，通常需要通过手术进入人体进行诊断和治疗，广泛应用于各种微创手术，如腹腔镜、胸腔镜、鼻内窥镜、椎间盘镜、宫腔镜、关节镜、脑室镜膀胱镜、输尿管镜、经皮肾镜等。软式医用内窥镜的插入部分采用柔软可弯曲的高强度材料制成，通常通过人体天然孔道进入人体，常用于观察和诊断，包括胃肠镜、胆道镜和支气管镜等。

内窥镜是微创手术中不可或缺的手术设备，利用细小手术切口进入人体，借助光源的高亮度照射，结合内窥镜成像和摄像适配镜头的传导，从摄像手柄处采集脏器图像并经摄像系统传送到外部显示画面，手术医师以此画面为指导，完成体内脏器的临床诊断治疗工作，主要包括病变组织探查，电凝止血，组织分离及切开缝合等。相较于传统手术，借助医用内窥镜进行微创手术具有创伤小、恢复快、并发症减少、感染风险小、痛感更低等诸多优势。

由于微创外科手术具有显著优势，得到医学界和广大患者的认可，使其逐渐替代了传统手术，成为医学界发展趋势。根据弗若斯特沙利文数据，2016年至2021年中国微创外科手术渗透率从8.8%增长至14.2%。相较于欧美国家80%以上的渗透率，我国微创手术渗透率仍处于低水平。随着患者对微创外科手术的认知度和接受度的不断提升，医生操作技术的日益精进，以及临床应用领域的不断拓展，微创外科手术的渗透率将进一步提升。

图表 1：2016 年至 2021 年中国微创手术渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部



近年来，我国高度重视医用成像和微创医疗器械领域的发展，陆续出台了一系列政策，分别从医疗器械创新、医疗器械国产替代、分级诊疗以及内窥镜发展四个方面进行支持和引导，以促进我国医疗内窥镜技术及产业的健康快速发展。

图表 2：行业相关政策梳理

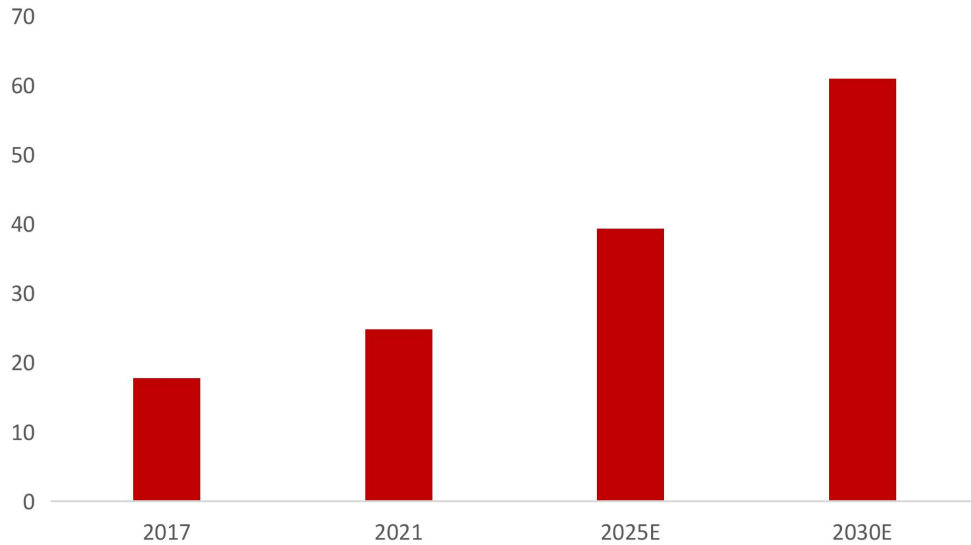
类别	年份	颁发部门	文件	内容
医疗器械创新	2021 年	国务院	《“十四五”国民健康规划》	深化药品医疗器械审评审批制度改革，对符合要求的创新药、临床急需的短缺药品和医疗器械、罕见病治疗药品等，加快审评审批。
	2021 年	国务院	《医疗器械监督管理条例》	制定医疗器械产业规划和政策，将医疗器械创新纳入发展重点，对创新医疗器械予以优先审评审批，支持创新医疗器械临床推广和使用，推动医疗器械产业的高质量发展。
医疗器械国产替代	2022 年	安徽省财政厅、省卫健委等多部门	《关于规范公立医疗机构政府采购进口产品有关事项的通知》	提出所有公立医疗机构自 2022 年 6 月 1 日起，未经批准，禁止采购进口产品。
	2021 年	财政部以及工信部	《政府采购进口产品审核指导标准》(2021 年)	明确规定了 137 种医疗器械全部要求 100% 采购国产，其中如胆道镜、椎间孔镜、3D 腹腔镜等内窥镜系统要求全部采购本国产品。
分级诊疗	2022 年	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2022 年重点工作任务》	应增强市县级医院服务能力、提升基层医疗卫生服务水平、持续推进分级诊疗和优化就医秩序等重点任务。
	2022 年	国务院办公厅	《“十四五”国民健康规划》	加快分级诊疗体系。
内窥镜发展	2021 年	国家发改委	《“十四五”国家临床专科能力建设规划》	政府将大力支持中国内窥镜手术的发展，致力于解决当前内窥镜发展所面临的主要技术瓶颈。
	2018 年	国家发改委	《战略性新兴产业分类(2018)》	将“高性能电子内窥/腔镜 (ES) (如腹腔镜、关节镜等)、光学相干、荧光、共聚焦等复合模态成像系统”列为重点产品和服务。

资料来源：公开资料整理，华通证券国际研究部

政策要求提出加强创新医疗器械研发，促进医疗器械性能的提升，以减少对进口医疗器械的依赖，从而降低医疗费用。在此背景下，国内企业开始加大对内窥镜的技术研究和开发投入。随着多种前沿科技如 CMOS 技术、4K 技术、3D 技术、人工智能技术、大数据技术等日益成熟和广泛应用于内窥镜领域，我国内窥镜行业得到了飞速的发展。根据弗若斯特沙利文数据，2017 年至 2021 年中国内窥镜市场规模从 171 亿元增长至 248 亿元，期间复合增长率达 9.7%，随着国家政策的大力支持以及下游市场需求的增加，促使内窥镜技术的创新迭代，行业将继续保持快速增长态势，预计 2025 年市场规模将达到 393 亿元，2021 年至 2025 年复合

增长率达 12.2%，2030 年预计增长至 609 亿元，2025 年至 2030 年复合增长率达 9.2%。

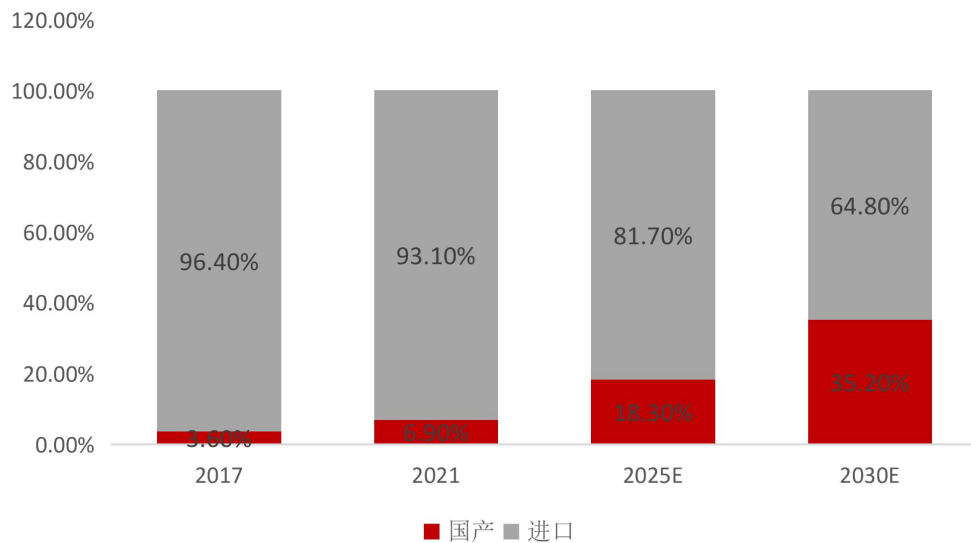
图表 3：2017 年至 2030 年中国内窥镜市场规模及预测（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

2021 年国内内窥镜市场国产渗透率仅 6.9%，93.1%的内窥镜市场被进口品牌所垄断。国产内窥镜在图像清晰度、色彩还原度等核心性能指标上已逐渐追赶进口中高端产品。未来，在中国的医疗内窥镜市场中，鼓励国产采购、国产价格优势及相关政策的叠加作用下，国产内窥镜具有相当大的放量空间，国产替代已是必然趋势。根据弗若斯特沙利文数据，预计到 2025 年，中国医用内窥镜国产渗透率将达到 18.3%，2030 年达到 35.2%。

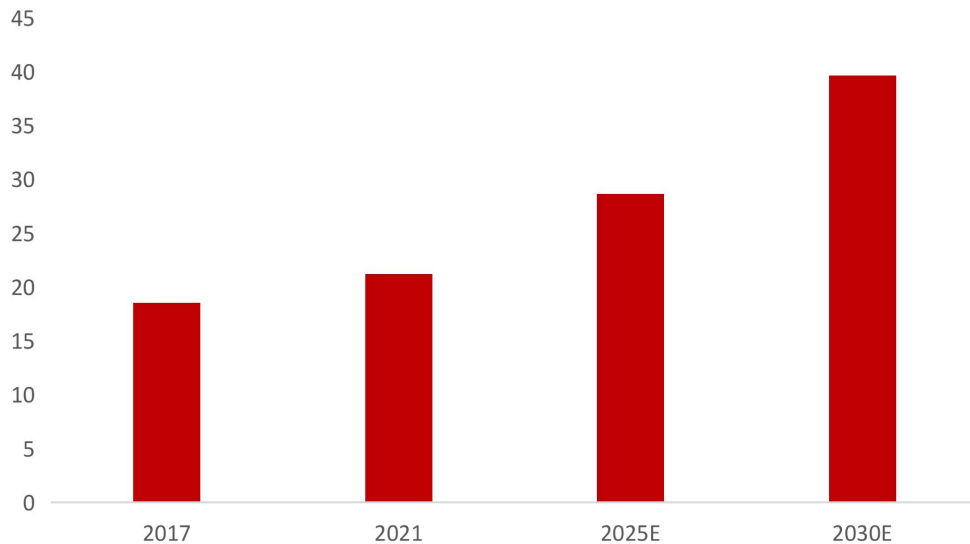
图表 4：中国内窥镜行业国产与进口占比比例



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

全球内窥镜市场将保持稳定增长。2017年至2021年，全球内窥镜市场规模从185亿美元增长至212亿美元，预计2025年将增长至286亿美元，2030年将达到396亿美元，2021年至2025年复合增长率为7.8%，2025年至2030年复合增长率为9.2%。

图表 5：2017年至2030年全球内窥镜市场规模及预测（单位：十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

2. 公司主要经营情况分析

青岛海泰新光科技股份有限公司（简称：海泰新光，688677.SH）成立于2003年，并于2021年登陆上海证券交易所科创板。公司主要从事医用光学成像器械的研发、制造、销售和服务，是国内医用内窥镜硬镜龙头企业。公司采用更加严格的ISO13485质量管理体系认证，通过了中国NMPA、美国FDA、韩国MFDS、巴西INMETRO的现场审核，主要产品远销欧美医疗器械制造实力较强的国家和地区，与国外多家知名医疗器械生产商如史赛克、丹纳赫等建立了密切的合作关系。

公司聚焦光学和微创医疗器械技术，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、精密机械设计及封装、电子控制、数字图像处理等多项核心技术，技术水平达到行业领先水平。具备从整机系统设计、光机设计、电路及软件设计到光学加工、光学镀膜、精密机械封装再到部件装配和整机集成的完整产业链。

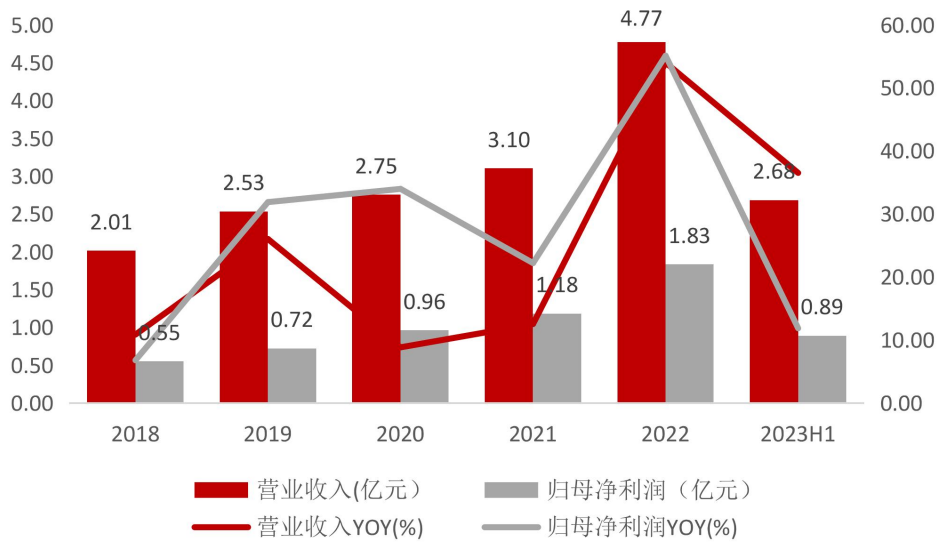
图表 6：公司四大技术平台



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司业绩呈现出稳健的增长趋势，营业收入与归母净利润持续提升。营业收入从 2018 年的 2.01 亿元增长至 2022 年 4.77 亿元，复合增长率达 24.12%。2017 年至 2022 年归母净利润从 0.55 亿元增长至 1.83 亿元，复合增长率达 35.06%。2022 年，公司在深耕医用内窥镜业务的同时，也积极探索光学领域和相关产品，不仅推动了医用内窥镜业务的快速增长，同时也促进了光学业务的蓬勃发展，使营业收入与归母净利润双双实现高速增长，同比增长分别为 53.97%和 55.07%。2023 年上半年公司实现营业收入 2.68 亿元，同比增长 36.48%；实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 11.85%，利润受股份支付及投资损失影响较大，剔除后归母净利润增速约 31%。

图表 7：2018 至 2023H1 公司营收与归母净利润



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2003 年至 2007 年，公司主要从事代工 OEM 业务，在此过程中，通过不断技术积累与创新，掌握了 LED 显示技术，建立了光学镀膜产线和高能激光器件产线，为日后成为美国著名医疗器械公司史赛克的重要供应商打下坚实基础。2008 年至 2017 年，公司获得美国著名医疗器械公司史赛克的认可，成为其重要供应商，业务由 OEM 向 ODM 转变，在此过程中不断提升自身研发能力，持续进行医疗内窥镜技术的创新和投资，为建立自主品牌打下了坚实的基础。2018 年至今，公司利用自身积累的研发及产业链优势，将生产链拓展到整机，2022 年内窥镜摄像系统获 NMPA 批准，并推出自主品牌整机系统。

图表 8：公司历史发展概况



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部



目前，公司业务类型包括 ODM、OEM 和自主品牌三种。在 ODM 业务模式中，史赛克仅对产品所具有的功能、外观、标识及包装等作出要求，公司在产品功能实现及应用过程中所涉及的研发和生产工艺均自主完成，且拥有与产品相关的核心技术、工艺和知识产权；OEM 产品则主要集中在光学产品；近几年，公司已开始在国内开展自有品牌产品的开发、注册和销售。目前，已形成了从荧光腹腔镜扩展到白光腹腔镜、胸腔镜、关节镜、宫腔镜、3D 腹腔镜等产品线，产品应用从普外科扩大到妇科、泌尿科、骨科等多个科室。同时，公司也在积极推进内窥镜光源和摄像系统的研发、注册和产业化，4K 荧光内窥镜系统的第一代已经进入临床阶段并开始销售，而 4K 除雾摄像系统在 2023 年 2 月获得产品注册，为未来发展奠定了坚实基础。2022 年，公司自主品牌业务实现营业收入 0.35 亿元，同比增长 71.22%。预计公司将持续推动自主品牌在国内市场的发展，并持续进行核心部件和整机产品的迭代升级，以进一步提升在内窥镜医疗器械领域的竞争优势，从而保持在该领域的领先地位。该系列产品的上市，不仅带动了国内增量市场的拓展，同时也将改善该领域长期依赖进口的现状。

图表 9：公司业务类型

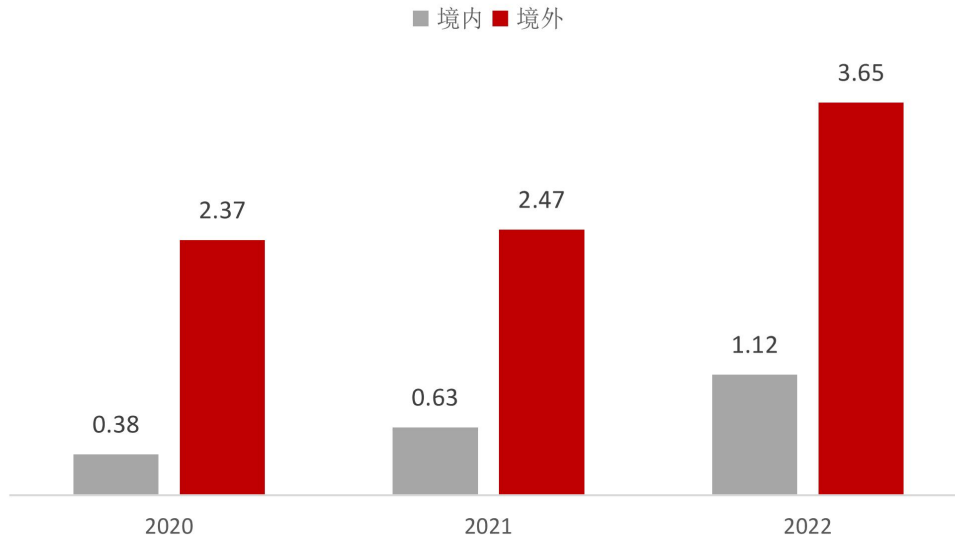
业务类型	模式	产品
ODM	由公司自主设计、开发和生产，经客户确定满足其应用标准后，以客户品牌销售给用户产品。	高清内窥镜器械，包括腹腔镜、内窥镜光源模组及内窥镜摄像适配镜头以及小部分光学产品
OEM	由客户提供产品图纸、技术要求或样品样件，由公司进行生产并承担产品相关的责任。	主要集中在光学产品
自主品牌	公司自主设计、开发和生产，并以公司自主品牌销售给客户的产品。	国内市场注册的 4K 腹腔镜、内窥镜摄像适配器、掌纹仪、内窥镜光源、内窥镜摄像系统，形成自主品牌的内窥镜整机系统等

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司是全球内窥镜龙头史赛克的核心供货商，双方建立了长期稳定的合作关系，并且史赛克还是公司第一大客户。2020 年至 2022 年，来自史赛克收入分别为 1.76 亿元、1.76 亿元、2.95 亿元，占公司总收入的 64.25%、56.99%、61.96%。公司主要向其供应荧光内窥镜、荧光光源模组以及荧光摄像适配器/适配镜头，应用于史赛克在全球推出的首款高清荧光腹腔镜整机系统，公司作为该产品核心元部件的唯一设计及生产供应商，在史赛克供应链中处于重要位置，因而也将会持续受益于该产品的快速放量。预计未来公司将继续保持与史赛克的国际业务发展的紧密协作，并通过持续研发和创新来提升自身竞争力，不断满足客户需求。

近年来，公司在巩固和扩大国际业务的同时，也在积极开拓国内市场，实现了国内和国外业务的双增长，从而进一步提升市场占有率，顺应国产化替代趋势。2020年至2022年，公司境内收入分别为0.38亿元、0.63亿元、1.12亿元，境外收入分别为2.37亿元、2.47亿元、3.65亿元。

图表 10：2022 年公司境内收入与境外收入对比

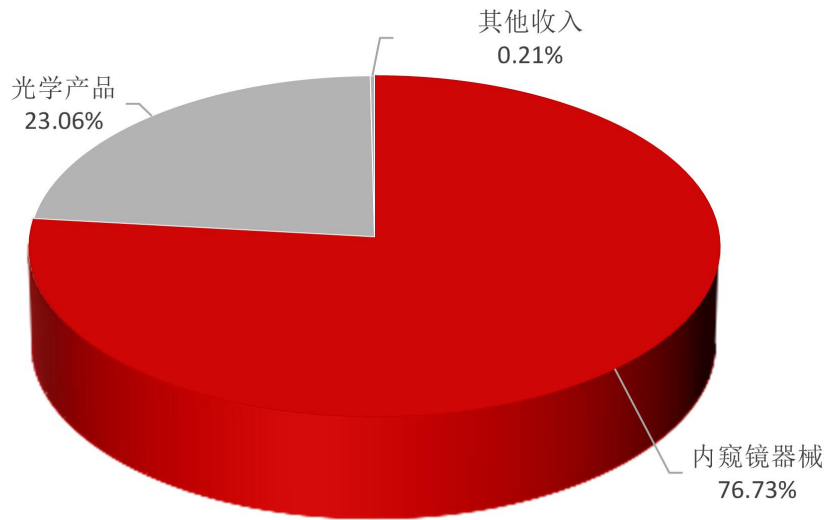


资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.1. 公司主营业务及产品介绍

海泰新光主要从事医用内窥镜器械和光学产品的研发、生产和销售。主要收入来源于医用内窥镜器械，占总营收比达七成以上。2022年，医用内窥镜器械实现营业收入分别为3.66亿元，同比增长60.78%，占公司营业收入的76.78%；光学产品实现营业收入1.10亿元，同比增长34.28%，占公司营业收入的23.06%。

图表 11: 2022 年公司各板块收入占比



资料来源: 公司公告, 华通证券国际研究部

公司生产的医用内窥镜器械产品主要是应用于硬镜系统的荧光和白光内窥镜器械, 其中以荧光内窥镜器械为主, 其广泛应用于肝胆、胃肠等腹腔内窥镜手术。目前, 4K 荧光内窥镜系统的第一代已经进入临床阶段并开始销售, 而 4K 除雾摄像系统在 2023 年 2 月获得产品注册。内窥镜进到人体以后, 会如眼镜一般产生雾气, 医生需要将其拔出并仔细擦拭干净, 然后再将其放回原位, 这种操作方式不仅会给医生带来不便, 更重要的是会延长手术时间, 从而导致病人术后恢复期延长。为了解决这一难点, 公司采用了一种特殊的设计, 以吸收光的能量, 仅需几秒钟即可将雾气消除。此项技术的突破, 大幅缩短了手术时间, 减轻了患者痛苦, 降低了手术风险, 产品具有较强竞争力。

图表 12：海泰新光部分医用内窥镜产品

产品名称	代表产品型号	产品简介及用途	图示	
高清荧光内窥镜器械	高清荧光腹腔镜	10mm 0° 10mm 30° 5mm 0° 5mm 30°	与荧光内窥镜光源和荧光摄像系统配合，可同时观察白光和荧光图像，用于人体腹腔手术。采用高品质光纤照明，照明更均匀，耐磨损、密封性好，可耐受 300 次以上 134°C 高温蒸汽灭菌；三层套管设计，具有较强的系统稳定性。	
	高清荧光内窥镜光源模组	L10KLD L11KLD	输出 R/G/B 和 IR 四种光谱，其中 R/G/B 用于白光照明，IR 用于穿透人体组织表层，激发 ICG 产生荧光图像。	
	高清荧光摄像适配器/适配镜头	MZ-015 MZ-026	作为荧光摄像系统的配件，将内窥镜所成的光学图像再次成像到摄像手柄的 CMOS 靶面上。荧光摄像适配镜头既可以跟荧光内窥镜配合使用，也可以连接普通白光内窥镜。	
高清白光内窥镜器械	高清白光腹腔镜	680-10mm 0° 680-10mm 30°	与白光内窥镜光源和高清摄像系统配合，用于腹腔手术中的观察成像。	
	高清白光内窥镜光源模组	L9000 L10K-LL M 系列 PM2000	输出 R/G/B 三色合成或者单路白光光谱，与高清摄像系统配合，用于白光照明。产品不仅用于硬镜光源，也用于软镜光源。	
	高清白光摄像适配器/适配镜头	MZ-003 MZ-004 A11 系列	作为高清摄像系统的配件，加装在摄像手柄的前端，使用时通过机械卡口与内窥镜镜体连接，将内窥镜所成的光学图像再次成像到摄像手柄的 CMOS 靶面上。	

资料来源：公司招股书，华通证券国际研究部

公司自主研发的高清荧光内窥镜器械，采用了行业领先的光学成像设计和 ICG 荧光显影剂技术等，实现了荧光和白光的同步显影，从而实现了一体化的功能，可实时示踪胆囊管淋巴系统、组织血流灌注和精确定位肿瘤边界。

白光内窥镜的图像基于 400-700nm 的可见光光谱，只能显示人体组织表层图像，但是不能成像表层以下组织，由于一些病灶隐藏在黏膜下或者和其他组织混合在一起，从而无法在白光视野中分辨，导致医生多凭经验来判断疾病，造成手术时恶性病变不能彻底清除，局部复发可能性大。荧光内窥镜具有 400-900nm 工作光谱，通过荧光内窥镜技术，医生可以通过清晰的表层组织图像，对病灶组织进行快速、准确、更彻底地清除病变细胞组织，继而减少医源性损伤及术后并发症，减小了手术难度及风险。

图表 13：荧光内窥镜胆管显影



资料来源：公司招股书，华通证券国际研究部

同时，海泰新光以光学设计、光学加工、光学镀膜、光学集成和检测等光学技术为切入点，积极探索光学与下游细分行业产品技术的融合与拓展，现有光学产品主要包括医用光学产品、工业及激光光学产品和生物识别产品，包括牙科内视、3D 扫描模组、荧光滤光片、美容机滤光片、掌纹仪、指纹仪、掌静脉仪等。其中，在生物识别领域，公司所研发的掌静脉识别技术，通过运用深度三维建模技术、极速融合比对引擎以及体内生物特征捕捉技术等三大前沿技术，打造出真正的非接触式、活体识别和高精度识别的掌静脉识别身份认证产品，在距离产品表面 3-10cm 范围内，即可进行识别，与其他同类产品相比，具有更高的准确度和可靠性，对手掌的姿态和角度要求较低，无需使用支架辅助，识别率高达 99.99%，而误识率仅为 0.00001%。

图表 14：海泰新光部分光学产品

产品名称		产品型号	产品简介及用途	图示
医用光学产品	牙科内视镜模组	MZ-023	作为牙科设备的部件，用于牙科检查或手术中牙齿轮廓的成像，由红外光学成像部分和单晶片红外 CMOS 组成，可以红外成像，图像通过数据线传输到电脑中进行处理和显示。	
	荧光滤光片	BF-432 BF-225 BF-226 BF-480 BF-074R BF-075R BF-076R	用于配套以生化分析仪、荧光显微镜、流式细胞仪为代表的荧光分析和探测设备，将激发光和环境杂光过滤干净，只让需要的荧光光谱通过，从而通过探测器探测荧光图像或荧光能量。不同的激发光源和荧光试剂对应的产品规格不同。	
	美容机滤光片	WI-1835 LG-298 MZ-036 WI-907	用于配套脱毛、光子嫩肤等美容机设备，截止掉不需要的短波光谱，让长波光谱以特定的频率和能量照射皮肤，在光能的刺激下逐渐改善毛囊结构，从而起到脱毛或嫩肤的作用。	
工业及激光光学产品	准直镜 聚焦镜 扫描镜 PBS NPBS	MZ-054 WI-1953 LN-227 WI-1200 PM-081 PBS-174	将光纤激光器发出的激光进行准直、聚焦等光束整形，将激光能量聚焦在一个很小的光斑范围内，通过聚集激光的能量对金属进行焊接或者切割等加工作。	
生物识别产品	掌纹仪	MZ-011 MZ-063 MZ-074	在一台设备上实现对单指平面/滚动、指尖滚动、四连指、掌纹、侧掌纹等各种类型指掌纹的一体化采集，主要用于公安系统和司法系统对重点人员的指掌纹采集，通过了公安部 GA 认证。	
	指纹仪	MZ-044 MZ-041 MZ-039 MZ-035 MZ-047	产品可以实现对单指指纹的采集和人员指纹的比对和身份认证，符合中国公安部 GA/T 1011-2012 标准和 FBI Mobile ID FAP20 标准。主要出口国外，用于政府选举和人员管理。	

资料来源：公司招股书，华通证券国际研究部

2.2. 公司核心竞争力

1、产业链集合式发展



公司专注于核心光学技术和微创应用技术，并逐步外延式发展，积累了光学、精密机械、电子和数字图像的复合技术，形成了垂直整合能力，包括内窥镜、光源、摄像系统、核心光学模组和零部件的设计开发、工艺实现、生产制造和质量检验，能够为客户提供全面的解决方案，涵盖核心部件、关键设备和系统集成。产业链集合式发展为公司自主品牌的建设与成长打下了坚实的基础。通过与国外顶尖医疗器械公司深度绑定合作，使公司得以精准掌握全球高端医疗器械的发展方向和趋势，从而实现了对全球医疗器械市场的精准洞察。

2、市场准入优势

医用内窥镜行业是集合光学、人体工程学、精密机械、现代电子、计算机软件等多种学科为一体的综合性高技术产业，具有技术、资金、品牌等多种市场进入壁垒。同时，产品还需要符合严格的质量管理标准和监管条例等，并取得相关国家或地区的产品准入许可及认证，方可进入该领域进行生产、销售。多年来，公司一直秉持着“持续提升产品性能，严格控制产品风险，切实保证产品质量，充分满足顾客需求”为质量方针，并采用更为严格的 ISO13485 医疗器械质量管理体系，现已通过了中国 NMPA、美国 FDA、欧盟 CE、韩国 MFDS 和巴西 INMETRO 的现场审核。

国际医疗器械企业对于供应商，特别是合同制造商，实行严格的筛选制度，因此，只有具备较高的综合实力及竞争优势的企业，才能成为全球知名品牌的战略合作伙伴。公司与史赛克合作 10 余年，积累了丰富的全球化经营经验，并在国际医疗器械行业内逐渐树立了良好的声誉和企业形象，拥有领先的国际资源优势，能够与国际先进医疗器械制造企业建立良好的互动，快速设计并生产出适应其更新换代需求的配套产品。同时，以国际市场建立起来的良好口碑为依托，积极拓展自主品牌。国产替代前景十分广阔，为进一步开拓国内市场提供了有力保障。

3、前沿技术创新与应用

公司拥有一支高素质、国际化、跨学科的技术人才团队，共有研发人员 131 名，占公司总人数的 16.31%。公司以自主创新为基础，坚持产、学、研、医一体化的创新研发机制，与科研院所、高等院校以及医疗机构等外部机构建立了紧密的合作关系，使研发项目达到“转化一代、研发一代、储备一代”的目标。

图表 15：分层次的研发项目机制

研发层级	产品技术
转化一代	4K 超高清荧光胸腔内窥镜、关节镜、宫腔镜、三维腹腔内窥镜、自动除雾内窥镜摄像系统、医用内窥镜 LED 冷光源、外视系统用 LED 手术照明灯、非接触式掌静脉模组及终端设备等
研发一代	内窥镜荧光摄像系统、内窥镜荧光除雾摄像系统及医用内窥镜 LED 冷光源、三维内窥镜荧光摄像系统、神经内镜等
储备一代	多片式 CMOS 模组及专用图像处理技术、基于 FPGA 的图像处理算法、窄带成像技术 (NBI)、自动调焦技术等

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

作为国内行业龙头企业，公司在发展过程中一直致力于创新，以其强劲的研发实力、先进的技术为基础，不断开发出适应市场需求的新产品，被评为国家“专精特新”小巨人企业。截至 2023 年 6 月 30 日，公司累计拥有专利 116 项，其中发明专利 37 项，实用新型专利 24 项，软件著作权 15 项。

图表 16：公司核心技术与优势介绍

四大技术平台	核心技术	技术优势	
光学技术平台	光学成像设计	宽光谱高分辨率内窥镜设计技术	公司的高清荧光腹腔镜同时具备荧光和白光成像功能，具有 4K 超高清分辨率、畸变小 (<10%，普通腹腔镜在 20%以上)、数值孔径大 (比普通腹腔镜高 20%左右)、离焦量小 (<0.02mm，普通腹腔镜在 0.15mm 以上) 等优势，整体技术水平达到国际领先水平。
		非球面光学设计技术	具有高质量图像效果和高品质光学特性。产品非球面设计的 4K 超高清腹腔镜实现了 4K 超高清分辨率，极大提升了内窥镜的成像质量，在满足生物特征成像 500dpi 分辨率要求的同时极大缩小了产品体积。
		广角、变焦成像镜头设计技术	开发出 110°广角关节镜 (目前国内主流关节镜的视场角为 70°)，且成像效果达到国际先进水平。
	光学照明设计	多光谱照明设计技术	形成了高效率的多波段 LED 照明光学设计专利技术，并将 LED 照明在内窥镜系统中应用，该技术亦可扩展到荧光显微镜检验、PCR 分析等临床诊断应用。
		激光光束整形技术	实现了激光在 40°范围内的均匀分布 (通常该范围为 10°)，从而保证公司的高清荧光内窥镜在全视场范围内均能观察到清晰的荧光图像。
		同轴照明技术	实现同轴照明的同时不影响成像光路。
	光学加工	微小透镜加工技术	精密抛光、在线定心磨边、超光滑加工和干涉测量等工艺环节
		超光滑加工技术	超光滑加工的工艺流程
		超声波清洗技术	针对不同特性的光学玻璃材料制定了专用的超声波清洗工艺
光学镀膜	离子溅射镀膜技术 (IBS)	实现控制精度达到纳米级的复杂膜系镀膜	
	离子辅助镀膜技术 (IAD)	离子辅助镀膜工艺技术	
	磁控溅射镀膜技术 (Magnetron Sputtering)	针对 PBS (偏振分/合光) 和 NPBS (消偏振分/合光) 光学薄膜的量产工艺	



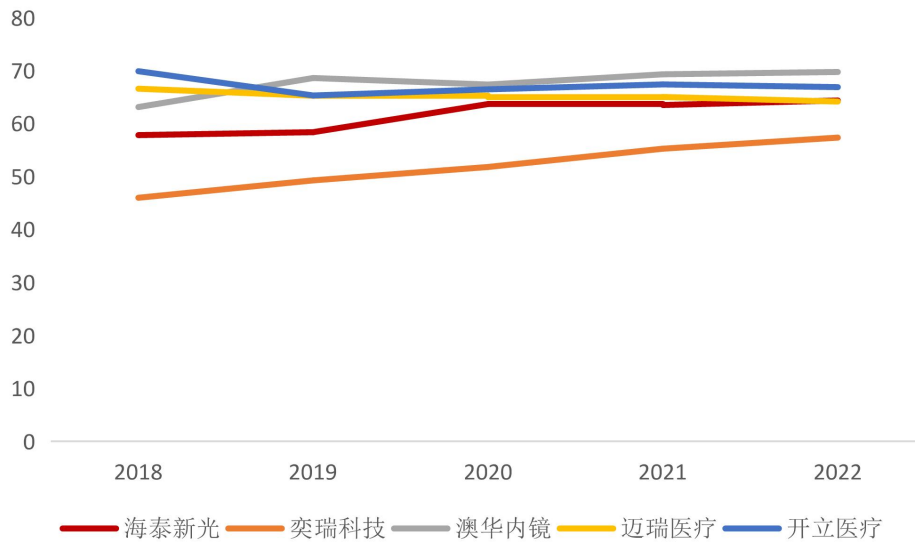
光学 装配 与检 验	光学定心胶合技术	实现了高精度定心胶合的同时显著提高了生产效率	
	内窥镜装配与检验技术	解决光学系统稳定性的问题	
	高精度镜头装配与检验技术	保证了公司镜头产品的质量和产品合格率，目前，公司镜头产品的装配合格率大于 99%	
精密机 械技术 平台	精密光学机械设计技术	突破了在较小的尺寸空间范围内实现光学精度和调节要求的设计难题，保障光学系统的光学性能和质量得到最佳的匹配	
	超大功率密度 LED 散热技术	推出散热技术，电功耗范围在 150-250W 之间，故障率低于 0.1%（按照 4 年周期计算）	
	精密机械封装	激光焊接技术	在不锈钢激光焊接机理、激光器选型、焊接工艺验证、焊接设备定制及调试、工艺参数优化等方面形成了较为成熟的工艺
	耐高温蒸汽封装技术	满足更高标准的高温蒸汽灭菌要求（138°C、2Bar，18-20min），同时也适用低温等离子、戊二醛浸泡或熏蒸等方法进行灭菌	
电子技 术平台	大功率 LED 驱动技术	使用具有自主知识产权的自动反馈控制方案，通过对光电探测的实时反馈和自动控制，实现光源亮度和色温的智能调节以及过流、过温自动保护等	
	半导体激光驱动技术	通过对光电探测的实时反馈和自动控制，实现对出光强度的智能调节	
	摄像系统电源管理技术	满足各电子功能模组稳定电源供给的同时实现了 CF 标准级（心脏标准，小于 0.01mA）的患者漏电流标准（测量结果小于 0.006mA），而市场上大部分系统采用 BF 标准（人体标准，小于 0.1mA）。	
	CMOS 图像信号采集和高速传输技术	实现了 1080P 和 4K 分辨率的图像信号采集和可达 7 米的远距离高速传输（传输数据带宽可达 8.91Gbps，目前市面的主流技术为 2.4Gbps），并同时降低摄像手柄的功耗控制在 2W 以内。	
	基于 ISP 的图像处理平台技术	实现了高清和超高清的内窥镜摄像系统功能，还为公司持续提升图像处理能力和满足不同科室的应用需求提供了可扩展的技术平台。	
	自适应控制生物识别技术	特殊的自动识别系统	
数字图 像技术 平台	图像深度降噪技术	采用 FPGA 实现，在深度降噪的同时保证了运算速度，能够满足每秒 60 帧的输出	
	荧光增强技术	该系统在荧光图像亮度、对比度、图像细节等方面均能满足临床医生的应用要求	
	生物信息图像处理技术	掌静脉识别技术的整套图像处理技术，并在生物识别技术的两个核心指标上达到了较高水平，即拒真率 (FRR) <0.01%，认假率 (FAR) <0.00001%，适应公司、学校、医院及银行、军工等不同安全防护等级的应用场景。	
	基于深度学习的图像识别技术	识别率大于 85%	
	深度三维建模技术、极速融合比对引擎、体内生物特征捕捉技术	运用三种关键技术，降低了掌静脉比对使用过程中算法对于手掌距离、手掌姿态、角度上的要求和限制，解决了外部光线带来的干扰，真正实现了非接触掌静脉识别的过程，在各种应用场景下轻松伸手即可快速地完成身份认证。	

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析

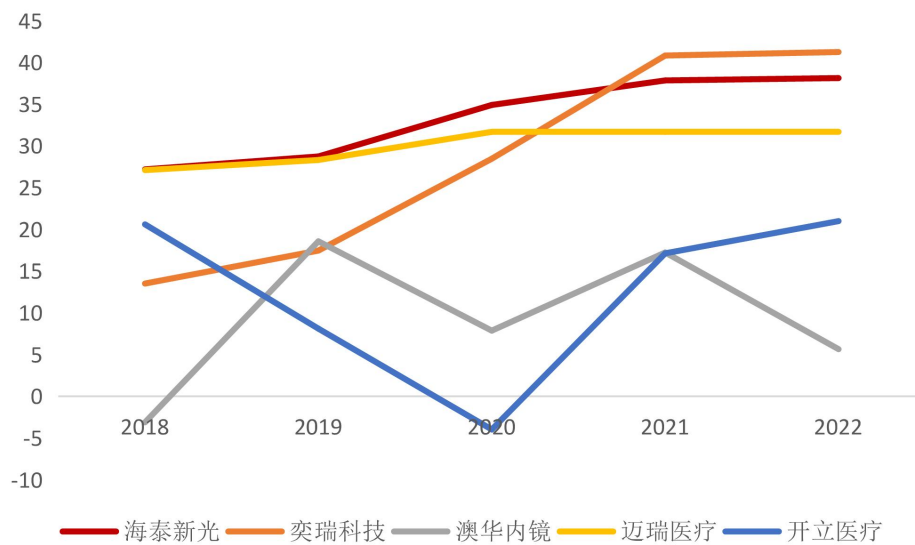
2018 年至 2022 年海泰新光毛利率分别为 57.81%、58.37%、63.68%、63.49%、64.35%；销售净利率分别为 27.18%、28.72%、34.89%、37.83%、38.11%。毛利率与净利率均保持稳定并呈现出逐步上升趋势。

图表 17：2018 年至 2022 年销售毛利率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

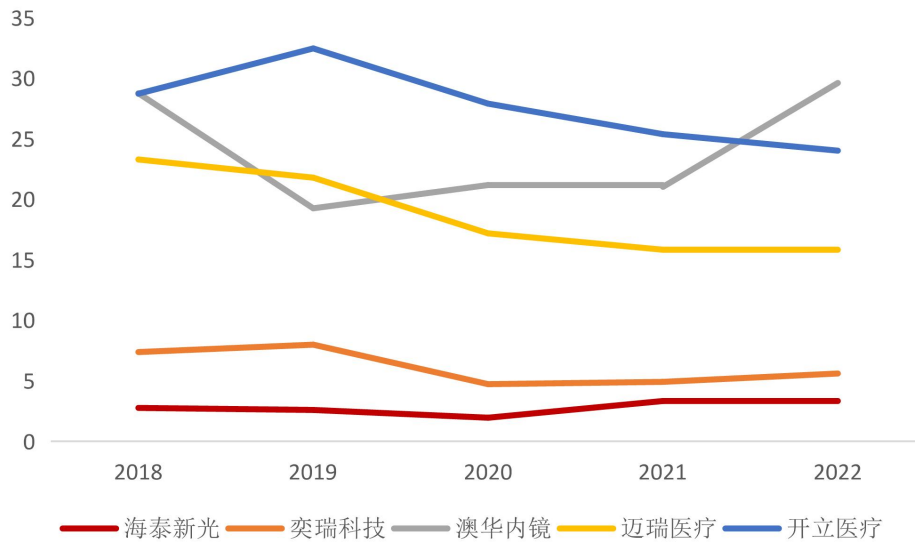
图表 18：2018 年至 2022 年销售净利率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018 年至 2022 年海泰新光销售费用率分别为 2.77%、2.6%、1.96%、3.34%、3.26%。销售费用率在行业中处于最低位置，但随着公司自有品牌的建立，且在中市场中尚未形成一定规模效应和品牌效应，近两年，销售费用率略有上升。

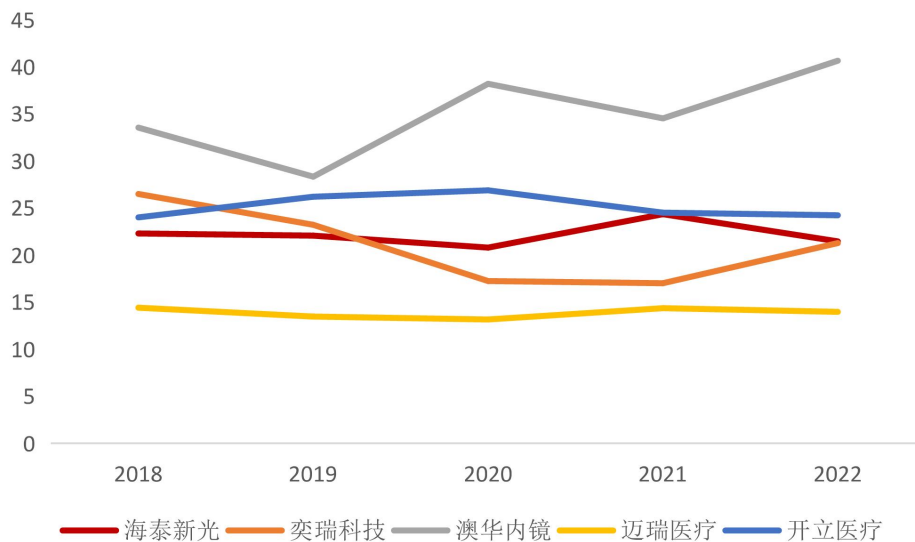
图表 19：2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比 (%)



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018 年至 2022 年海泰新光管理费用率分别为 22.29%、22.06%、20.79%、24.34%、21.45%。管理费用率处于较稳定状态，在可比公司中处于中等水平。

图表 20：2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比 (%)

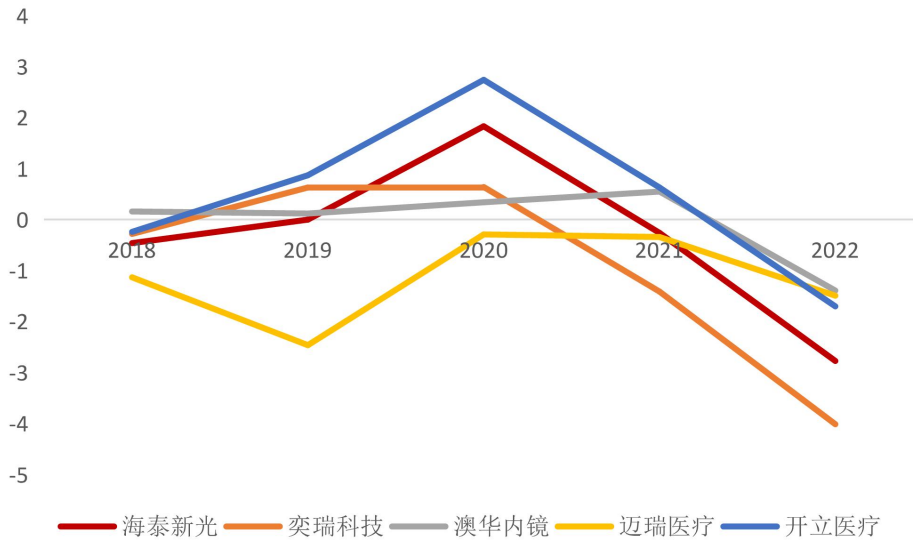


资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018 年至 2022 年海泰新光财务费用率分别为-0.46%、0%、1.83%、-0.26%、-2.77%。财务费用率为负值，表明其银行存款所形成的利息收入高于公司债务所支付的利息支出。2018 年

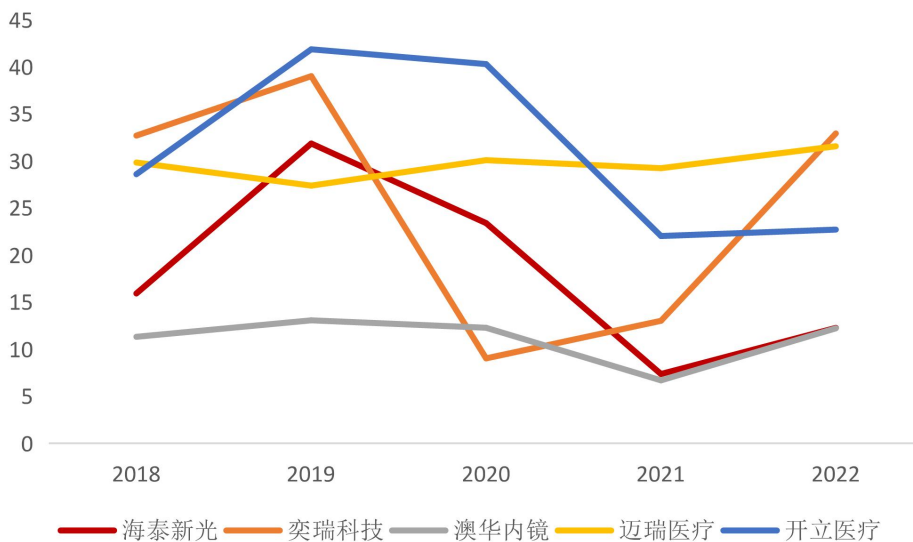
至 2022 年海泰新光资产负债率分别为 15.92%、31.84%、23.39%、7.37%、12.27%，资产负债率在行业中处于较低水平，公司的资本结构较为稳健，财务状况良好，财务风险较低。

图表 21：2018 年至 2022 年财务费用率与可比公司对比 (%)



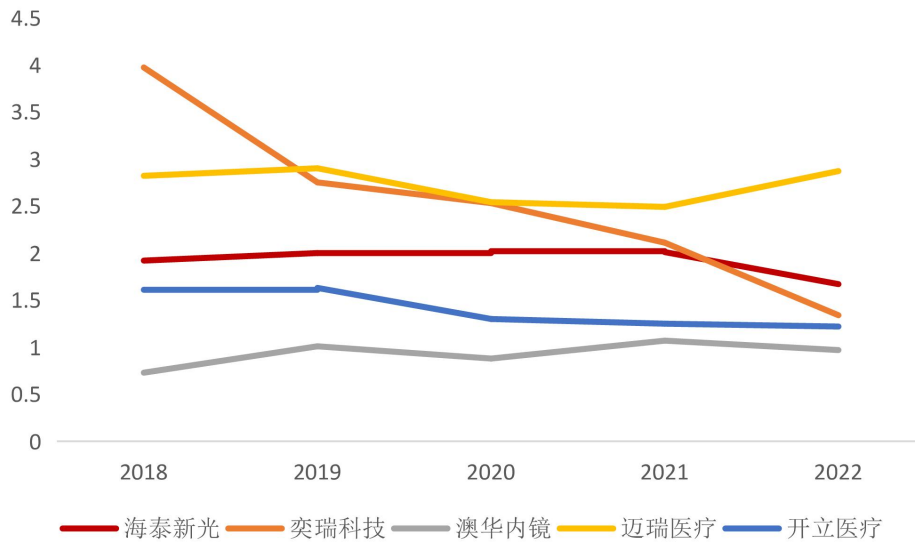
资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

图表 22：2018 年至 2022 年资产负债率与可比公司对比 (%)



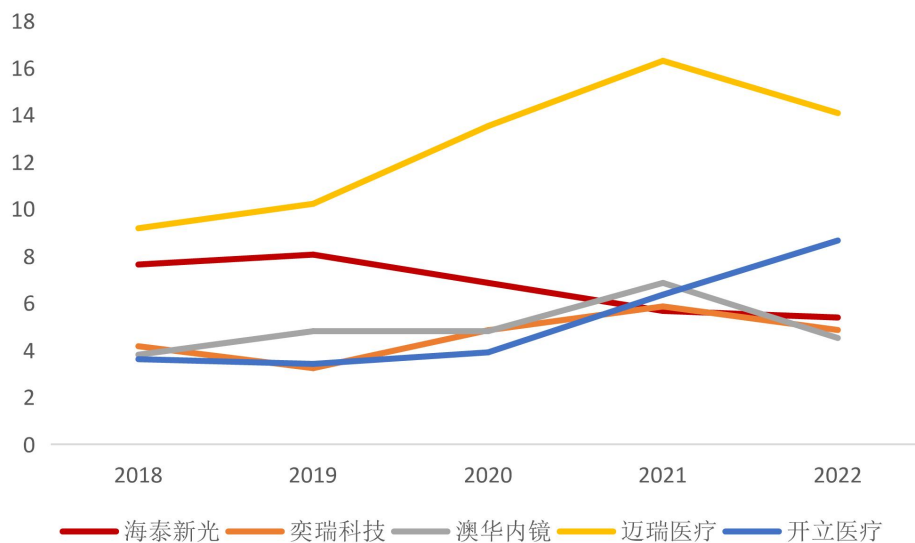
2018 年至 2022 年海泰新光存货周转率分别为 1.92、2、2.02、2.01、1.67，存货周转水平较为稳定，处于行业较高水平。2018 年至 2022 年海泰新光应收账款周转率分别为 7.64、8.06、6.86、5.67、5.39，应收账款周转率近年来有所下降，在可比公司中处于较低水平，资金回收效率有待提高。

图表 23：2018 年至 2022 年存货周转率与可比公司对比（次）



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

图表 24：2018 年至 2022 年应收账款周转率与可比公司对比（次）



资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2.4. 盈利预测

结合上文分析、公司发展战略规划与市场发展趋势等，我们对海泰新光主要业务进行如下预测（公司业绩详细数据请见下表）：

1) 医疗器件：国外内窥镜市场稳定增长，公司 ODM 业务与全球内窥镜龙头史赛克深度捆绑，



史赛克新品 1788 将于 2023 年下半年在全球上市推广，其新品的放量将带动公司未来业务快速增长。国内内窥镜空间广阔且进口替代空间广阔，公司的 4K 除雾产品在市场上具有较大竞争力，且顺应国产替代趋势。综上，我们预计该板块 2023 年至 2025 年增长率分别为 27.68%、36.11%、32.38%，毛利率保持 2022 年水平。

2) 光学器件：公司 OEM 产品则主要集中在光学产品。其中，在生物识别领域所研发的掌静脉识别技术，有较高的市场价值，应用范围广泛。预计该板块 2023 年至 2025 年增长率保持在 15% 的水平，毛利率保持 2022 年水平。

图表 25：盈利预测

单位：百万元		2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计		476.82	594.73	782.58	1,010.50
YOY		53.97%	24.73%	31.59%	29.12%
营业成本合计		170.00	209.31	270.10	343.55
毛利率		64.35%	64.81%	65.49%	66.00%
医疗器件	销售收入	366.11	467.45	636.25	842.26
	成本	109.19	139.42	189.76	251.21
	YOY	60.78%	27.68%	36.11%	32.38%
	毛利率	70.18%	70.18%	70.18%	70.18%
光学器件	销售收入	109.98	126.47	145.44	167.26
	成本	60.11	69.12	79.49	91.42
	YOY	34.28%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	45.34%	45.34%	45.34%	45.34%
其他业务收入	销售收入	0.73	0.81	0.89	0.98
	成本	0.70	0.77	0.85	0.93
	YOY	1153.02%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	4.72%	4.72%	4.72%	4.72%

资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

3. 2022—2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预测公司研发费用率保持 2022 年水平为 12.56%，管理费用率、销售费用率保持近三年平均水平，分别为 9.81% 和 2.85%。

综上，预测 2023 年至 2025 年公司归母净利润分别为 213.88、281.26、363.38 百万元，同比增长分别为 17.15%、31.50%、29.19%；摊薄 EPS 分别为 1.76 元/股、2.31 元/股、2.99 元/股（公司预测期间详细财务报表和主要指标数据请见本报告正文末附表）。

4. 公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

2023 年 9 月 18 日海泰新光 P/E (TTM) 为 36.10, 距离近 36 个月以来的最高点 106.99, 已经大幅回撤 66%。

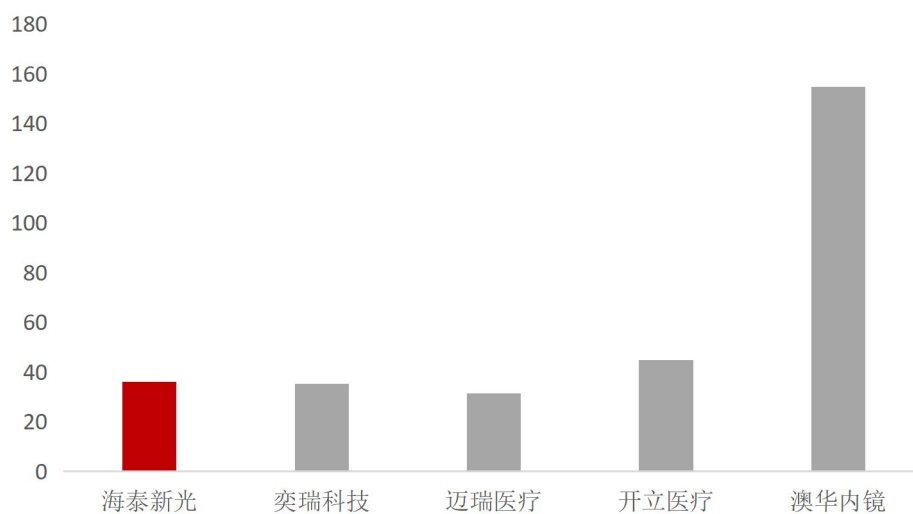
图表 26: 海泰新光 P/E (TTM)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

2023 年 9 月 18 日海泰新光 P/E (TTM) 为 36.10, 从同期可比公司 P/E (TTM) 上看, 公司目前估值在可比公司中处于较低水平 (注: 相关指标计算以 2023 年 9 月 18 日 A 股收盘价为基准)。

图表 27: 可比公司 P/E(TTM)



资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部

我们预计公司 2023 年至 2025 年对应的 EPS 分别为 1.76 元/股、2.31 元/股、2.99 元/股, 对



应的 PE 分别为 32 倍、24 倍、19 倍，我们选取可比公司奕瑞科技、澳华内镜、迈瑞医疗、开立医疗进行估值比较，可比公司 2023 年至 2025 年的平均估值分别为 50 倍、35 倍、25 倍 PE，海泰新光 PE 估值水平低于行业可比公司平均水平（注：相关指标计算以 2023 年 9 月 18 日 A 股收盘价为基准）。

图表 28：可比公司 PE（倍）估值表

代码	证券简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300896	奕瑞科技	238.5	8.84	8.41	10.95	13.99	37.85	29.09	22.35	17.49
603605	迈瑞医疗	278	7.94	9.57	11.56	13.99	35.08	29.05	24.06	19.87
603606	开立医疗	48.79	0.86	1.16	1.51	1.95	56.82	41.92	32.27	25.02
603607	澳华内镜	63.26	0.16	0.64	1.03	1.58	390.23	100.00	61.60	40.20
行业均值							130.00	50.02	35.07	25.65

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

4.2. PEG 模型

根据 2023 年至 2025 年业绩预测，计算得到 2023 年 PEG 为 1。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2023 年至 2025 年 EPS 分别为 1.76 元/股、2.31 元/股、2.99 元/股为基础，根据以下假设，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 **62.92 元/股**。

图表 29：DCF 模型预测

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	2.37	48.90	54.88
组合二	8.00%	4.00%	2.37	61.71	67.70
组合三	8.00%	5.00%	2.37	83.07	89.06
组合四	9.00%	3.00%	2.31	39.63	45.50
组合五	9.00%	4.00%	2.31	48.02	53.89
组合六	9.00%	5.00%	2.31	60.61	66.47
平均					62.92

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

估值说明：

- (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；
- (2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；



(3) 预测期间为 2023 年至 2025 年，永续期自 2026 年开始；

(4) 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

5. 公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

中国内窥镜行业高速发展：中国内窥镜市场空间广阔，2017 年至 2021 年我国医用内窥镜市场规模从 171 亿元增长到 248 亿元，期间复合增长率达 9.7%。随着国家政策的大力支持以及下游市场需求的增加，促使内窥镜技术的创新迭代，行业将继续保持快速增长态势，预计 2025 年市场规模将达到 393 亿元，2021 年至 2025 年复合增长率达 12.2%，2030 年预计增长至 609 亿元，2025 年至 2030 年复合增长率达 9.2%。

硬镜行业国产渗透率低，国产化替代空间大：2021 年国内内窥镜市场国产渗透率仅 6.9%，93.1%的内窥镜市场被进口品牌所垄断。国产内窥镜在图像清晰度、色彩还原度等核心性能指标上已逐渐追赶进口中高端产品。未来，在中国的医疗内窥镜市场中，鼓励国产采购、国产价格优势及相关政策的叠加作用下，国产内窥镜具有相当大的放量空间。预计 2025 年，国产渗透率将达到 18.3%，2030 年将达到 35.2%。

四大技术平台铸就核心竞争力，自主品牌放量在即：公司聚焦光学和微创医疗器械技术，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、精密机械设计及封装、电子控制、数字图像处理等多项核心技术。在国内开展自有品牌产品的开发、注册和销售，目前，已形成了从荧光腹腔镜扩展到白光腹腔镜、胸腔镜、关节镜、宫腔镜、3D 腹腔镜等产品线，产品应用从普外科扩大到妇科、泌尿科、骨科等多个科室。同时，4K 荧光内窥镜系统的第一代已经进入临床阶段并开始销售，而 4K 除雾摄像系统在 2023 年 2 月获得产品注册，除雾技术的突破，大幅缩短了手术时间，减轻了患者痛苦，降低了手术风险，产品具有较强竞争力。自有品牌整机梯队已初见雏形，公司还将进一步扩大产品梯队，为未来发展奠定坚实基础。

5.2. 公司六个月内的目标价



根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 **62 元/股**，对应 2023 年 P/E 为 35X。以 2023 年 9 月 18 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标仍有 8.77% 的上涨空间。

6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

7. 风险提示

对单一大客户依赖风险：公司第一大客户为史赛克，其收入占比达六成以上，若双方战略合作终止或调整，将给公司业绩带来不确定性。

国际贸易环境多变风险：国际政治、经济形势复杂多变，贸易整体环境和政策的变化存在不确定性。目前，公司主要市场为国际市场，若国际贸易遭遇不利局面，将对公司经营产生较大影响。

技术转化不确定风险：医用成像器械是个高技术密集型行业，技术更新速度快、难度大，而研发成果具有不确定性。若公司产品无法满足市场需求或不能及时更迭技术或生产工艺，将对公司的经营产生不利影响。

附表：财务报表预测与主要财务比率 (单位：百万元)

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	636.15	737.45	872.07	1,065.59	营业收入	476.82	594.73	782.58	1,010.50
应收票据及账款	126.73	131.26	172.71	223.01	营业成本	170.00	209.31	270.10	343.55
预付账款	6.64	6.23	8.19	10.58	税金及附加	4.38	5.46	7.19	9.28
其他应收款	0.39	1.07	1.40	1.81	销售费用	15.53	16.95	22.31	28.81
存货	138.01	129.90	167.62	213.21	管理费用	42.39	58.34	76.77	99.13
其他流动资产	10.43	14.40	18.95	24.47	研发费用	59.90	74.71	98.31	126.94
流动资产总计	918.35	1020.29	1240.95	1538.67	财务费用	-13.19	-2.30	-2.72	-3.33
长期股权投资	25.03	23.24	21.45	19.66	资产减值损失	-2.77	-4.41	-5.80	-7.49
固定资产	393.66	350.65	330.34	327.52	信用减值损失	-1.43	-1.34	-1.77	-2.28
在建工程	7.01	72.51	104.67	103.51	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	30.74	24.23	17.71	11.19	投资收益	5.30	4.99	4.99	4.99
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	18.74	18.69	18.64	18.59	资产处置收益	0.01	-0.03	-0.03	-0.03
非流动资产合计	475.18	489.32	492.82	480.48	其他收益	7.38	12.06	12.06	12.06
资产总计	1393.53	1509.61	1733.77	2019.14	营业利润	206.32	243.52	320.08	413.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.10	0.04	0.04	0.04
应付票据及账款	60.20	58.04	74.90	95.27	营业外支出	0.93	0.57	0.57	0.57
其他流动负债	107.07	86.50	111.94	142.70	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	167.27	144.54	186.84	237.97	利润总额	205.49	243.00	319.55	412.85
长期借款	1.91	2.17	1.85	0.72	所得税	23.78	30.05	39.52	51.06
其他非流动负债	1.87	1.87	1.87	1.87	净利润	181.71	212.95	280.03	361.79
非流动负债合计	3.78	4.05	3.72	2.59	少数股东损益	-0.86	-0.94	-1.23	-1.59
负债合计	171.05	148.58	190.56	240.56	归属母公司股东净利润	182.57	213.88	281.26	363.38
股本	86.98	86.98	86.98	86.98	EBITDA	206.94	324.77	411.54	520.07
资本公积	691.54	691.54	691.54	691.54	NOPLAT	157.77	211.48	278.20	359.42
留存收益	440.72	580.20	763.61	1,000.58	EPS(元)	1.50	1.76	2.31	2.99
归属母公司权益	1,219.24	1,358.72	1,542.13	1,779.09					
少数股东权益	3.24	2.31	1.08	-0.51					
股东权益合计	1,222.49	1361.03	1,543.21	1,778.58					
负债和股东权益合计	1,393.53	1,509.61	1,733.77	2,019.14					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	181.71	198.49	265.57	347.33	成长能力				
折旧与摊销	14.64	84.08	94.70	110.55	营收增长率	53.97%	24.73%	31.59%	29.12%
财务费用	-13.19	-2.30	-2.72	-3.33	营业利润增长率	54.03%	18.03%	31.43%	29.15%
投资损失	-5.30	-4.99	-4.99	-4.99	EBIT 增长率	45.20%	25.17%	31.63%	29.25%
营运资金变动	-99.10	-23.37	-43.73	-53.06	EBITDA 增长率	45.29%	56.94%	26.72%	26.37%
其他经营现金流	25.61	16.52	16.52	16.52	归母净利润增长率	55.07%	17.15%	31.50%	29.19%
经营性现金净流量	104.37	268.43	325.36	413.02	盈利能力				
资本支出	99.80	100.00	100.00	100.00	毛利率	64.35%	64.81%	65.49%	66.00%
长期投资	-34.21	0.00	0.00	0.00	净利率	38.11%	35.81%	35.78%	35.80%
其他投资现金流	7.95	4.71	4.71	4.71	营业利润率	43.27%	40.95%	40.90%	40.91%
投资性现金净流量	-126.06	-95.29	-95.29	-95.29	ROE	14.97%	15.74%	18.24%	20.42%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.10%	14.17%	16.22%	18.00%
长期借款	-17.12	0.26	-0.33	-1.13	ROIC	37.42%	33.52%	40.90%	48.16%
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数				
资本公积增加	10.26	0.00	0.00	0.00	P/E	34.64	29.57	22.48	17.40
其他筹资现金流	-64.18	-72.10	-95.13	-123.09	P/S	13.26	10.63	8.08	6.26
筹资性现金净流量	-71.03	-71.84	-95.46	-124.21	P/B	5.19	4.65	4.10	3.55
现金流量净额	-86.88	101.30	134.62	193.52	股息率	1.10%	1.18%	1.55%	2.00%
					EV/EBIT	48.05	23.45	17.45	13.08
					EV/EBITDA	44.65	17.38	13.43	10.30
					EV/NOPLAT	58.57	26.70	19.87	14.90

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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。
8. 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。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。