

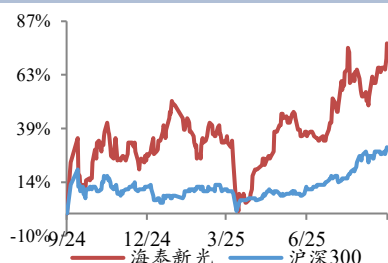
业绩稳步增长，海外产能落地顺利

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-29

收盘价(元) 49.70
近12个月最高/最低(元) 50.79/26.33
总股本(百万股) 120
流通股本(百万股) 120
流通股比例(%) 100.00
总市值(亿元) 60
流通市值(亿元) 60

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评：海泰新光：2024 年业绩短暂承压，2024Q4 已迎来业绩拐点 2025-04-28

2.【华安医药】公司点评：海泰新光：2024Q3 业绩仍承压，拐点有望于 2024Q4 到来 2024-11-01

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营收 2.66 亿元(yoy+20.50%)，实现归母净利润 0.74 亿元(yoy+5.52%)，实现扣非归母净利润 0.72 亿元(yoy+12.07%)。

2025Q2 实现营业收入 1.19 亿元(yoy+15.52%)，实现归母净利润 0.28 亿元(yoy-13.55%)，实现扣非归母净利润 0.26 亿元(yoy-7.07%)。

✓ 点评：

● 业绩稳步增长，海外收入增长显著

2025H1，公司医用内窥镜收入 2.07 亿(yoy+17.72%)，客户完成降库存，上半年发货规模大幅增长，公司与美国大客户启动下一代内窥镜系统合作开发，泰国公司完成内窥镜生产线和光源模组生产线建设，为销往美国产品提供境外产能支持，降低关税对公司业务影响，泰国二期产线也已启动建设；光学行业收入 0.57 亿(yoy+34.62%)。

区域维度，国内收入 0.67 亿(yoy+1.52%)，国外收入 1.98 亿(yoy+28.57%)。

● 海外产能建设顺利，泰国工厂已成为主力产地

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。关税增加主要影响从泰国到美国的产品，新产品的定价已经考虑实际关税的情况，老产品也在商讨价格调整。海外客户需求强劲，销售不受关税影响，预计下半年海外发货持续增长。

公司与大客户的关系非常牢固。目前，公司与美国客户已经正式启动下一代内窥镜系统的合作开发，将公司专利光学除雾技术引入到下一代产品，公司负责的新产品开发涉及到除雾摄像模组、光源模组、除雾内窥镜（包括腹腔镜、关节镜、鼻窦镜等）。通过这个项目，公司与客户的合作从普外科扩展到头颈外科和骨科，有望带来较高的业务增长。目前项目进展顺利。此外，公司也在与美国客户探讨气腹机、3D 内窥镜系统等其他产品的合作。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 5.60 亿元、6.75 亿元和 8.17 亿元，收入增速分别为 26.5%、20.5%和 21.1%，2025-2027 年归母净利润分别实现 1.88 亿元、2.32 亿元和 2.86 亿元，增速分别为

38.6%、23.7%和 23.1%，对应 2025-2027 年的 PE 分别为 32x、26x 和 21x。考虑到公司 2025 年大客户去库存周期完成，下订单节奏恢复正常，海外产能落地顺利，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司国内市场拓展存在不确定性的风险。

公司海外大客户订单节奏波动风险。

国际贸易环境及政策波动导致的经营风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	443	560	675	817
收入同比 (%)	-5.9%	26.5%	20.5%	21.1%
归属母公司净利润	135	188	232	286
净利润同比 (%)	-7.1%	38.6%	23.7%	23.1%
毛利率 (%)	64.5%	65.4%	65.8%	66.3%
ROE (%)	10.4%	12.6%	13.5%	14.2%
每股收益 (元)	1.12	1.57	1.94	2.38
P/E	33.63	32.15	25.98	21.11
P/B	3.48	4.05	3.50	3.00
EV/EBITDA	22.76	22.57	17.94	14.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	851	1027	1251	1526					
现金	524	648	788	971					
应收账款	119	110	179	171					
其他应收款	1	2	1	2					
预付账款	4	5	5	7					
存货	187	245	256	352					
其他流动资产	17	18	22	24					
非流动资产	609	637	677	707					
长期投资	54	54	54	54					
固定资产	469	496	537	566					
无形资产	29	29	28	27					
其他非流动资产	57	59	59	60					
资产总计	1460	1664	1929	2232					
流动负债	139	156	188	206					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	54	53	79	78					
其他流动负债	85	102	110	127					
非流动负债	16	16	16	16					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	16	16	16					
负债合计	155	172	204	222					
少数股东权益	2	2	2	2					
股本	121	120	120	120					
资本公积	589	589	589	589					
留存收益	594	782	1014	1299					
归属母公司股东权	1303	1490	1722	2008					
负债和股东权益	1460	1664	1929	2232					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	112	190	223	257					
净利润	134	188	232	286					
折旧摊销	29	37	43	45					
财务费用	1	0	0	0					
投资损失	5	0	0	0					
营运资金变动	-62	-35	-52	-74					
其他经营现金流	203	222	284	359					
投资活动现金流	-93	-65	-83	-74					
资本支出	-76	-65	-83	-74					
长期投资	-23	0	0	0					
其他投资现金流	7	0	0	0					
筹资活动现金流	-89	-1	0	0					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	-1	-1	0	0					
资本公积增加	-67	0	0	0					
其他筹资现金流	-21	0	0	0					
现金净增加额	-68	124	140	183					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	443	560	675	817					
营业成本	157	194	230	275					
营业税金及附加	5	6	8	9					
销售费用	26	32	39	47					
管理费用	52	64	74	88					
财务费用	-9	-10	-13	-16					
资产减值损失	-5	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	-5	0	0	0					
营业利润	153	214	265	326					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	1	0	0	0					
利润总额	152	214	265	326					
所得税	19	26	32	40					
净利润	134	188	232	286					
少数股东损益	-2	0	0	0					
归属母公司净利润	135	188	232	286					
EBITDA	178	240	294	355					
EPS（元）	1.12	1.57	1.94	2.38					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.9%	26.5%	20.5%	21.1%
营业利润	-5.0%	39.8%	23.7%	23.1%
归属于母公司净利	-7.1%	38.6%	23.7%	23.1%
获利能力				
毛利率（%）	64.5%	65.4%	65.8%	66.3%
净利率（%）	30.6%	33.5%	34.4%	35.0%
ROE（%）	10.4%	12.6%	13.5%	14.2%
ROIC（%）	9.8%	11.7%	12.6%	13.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	10.6%	10.3%	10.6%	9.9%
净负债比率（%）	11.8%	11.5%	11.9%	11.0%
流动比率	6.15	6.59	6.65	7.41
速动比率	4.73	4.96	5.23	5.64
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.36	0.38	0.39
应收账款周转率	4.35	4.88	4.67	4.68
应付账款周转率	3.35	3.62	3.49	3.51
每股指标（元）				
每股收益	1.12	1.57	1.94	2.38
每股经营现金流薄）	0.94	1.58	1.86	2.14
每股净资产	10.81	12.43	14.37	16.75
估值比率				
P/E	33.63	32.15	25.98	21.11
P/B	3.48	4.05	3.50	3.00
EV/EBITDA	22.76	22.57	17.94	14.36

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。