

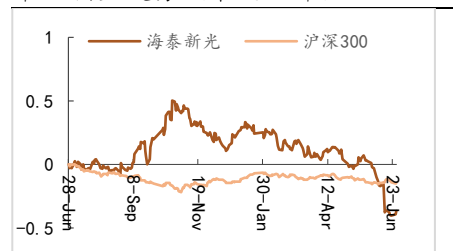
评级： 买入

核心观点

王斌
医药行业分析师
SAC 执证编号：S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话：86-10-81152644

陈智博
研究助理
chenzhibo@sczq.com.cn
电话：86-10-81152642

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	58.99
一年内最高/最低价（元）	101.60/53.49
市盈率（当前）	36.75
市净率（当前）	4.02
总股本（亿股）	1.22
总市值（亿元）	71.75

资料来源：聚源数据

相关研究

·
·
·

● **事件：**公司发布《关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告》，公司拟以 3000 万-6000 万元自有资金回购股份，回购价格不超过人民币 90 元/股。

点评：

● **股权回购展现未来发展信心，回购股份拟用于股权激励或员工持股计划。**根据公司 2022 年发布的股权激励考核标准，目标如下：（1）以 2021 年营业收入或净利润为基数，2023 年年度收入或净利润增长率不低于 70%；（2）以 2021 年营业收入或净利润为基数，2024 年年度收入或净利润增长率不低于 110%。本次回购股份充分展现公司未来发展信心和对公司价值的认可，回购股份拟全部用于实施股权激励或员工持股计划，有利于建立、健全公司长效激励机制，充分调动员工积极性，促进公司长远发展。

● **医用内窥镜核心业务增速强劲，新组件和整机助力板块中长期增长。**内窥镜业务方面，（1）公司针对美国市场开发的 12 款新型 4K 荧光腹腔镜顺利量产，进入快速放量阶段；（2）公司针对美国市场开发的新款光源模组和膀胱镜已经完成样机确认，预计 2023 年下半年能够实现量产；（3）公司针对国内市场的多款内窥镜包括胸腔镜、关节镜、宫腔镜、3D 荧光腹腔镜等完成研发样机，已提交注册检验，其中胸腔镜已于 2023 年 4 月取得注册证；（4）公司第一代 4K 荧光摄像系统完成产品注册并投放到临床使用，4K 除雾内窥镜系统也于 2023 年 2 月获得产品内注册；（5）公司第二代 4K 荧光内窥镜摄像系统完成样机，于 2022 年年底提交注册检验，有望在今年年内完成产品注册和迭代。公司与史赛克合作持续加深，相关收入从 2017 年的 1.19 亿元增长到 2022 年的 2.95 亿元，CAGR 达 19.9%。展望未来，随着史赛克 4K 荧光腹腔镜和其他新品上市后的持续放量，叠加国内自有和代工整机上市后业绩贡献，公司医用内窥镜业务有望继续保持高速增长。

● **依托现有技术平台，光学业务不断拓展增厚营收。**公司光学业务主要为医用光学、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。公司持续推进激光镜头、光源模组、口扫模组的开发，配套工业激光、IVD 和口扫产品业务，并推出消费级别的掌静脉模组，促进掌静脉技术应用落地。展望未来，随着产品的不断升级迭代和持续推广，光学业务将成为公司第二增长极。

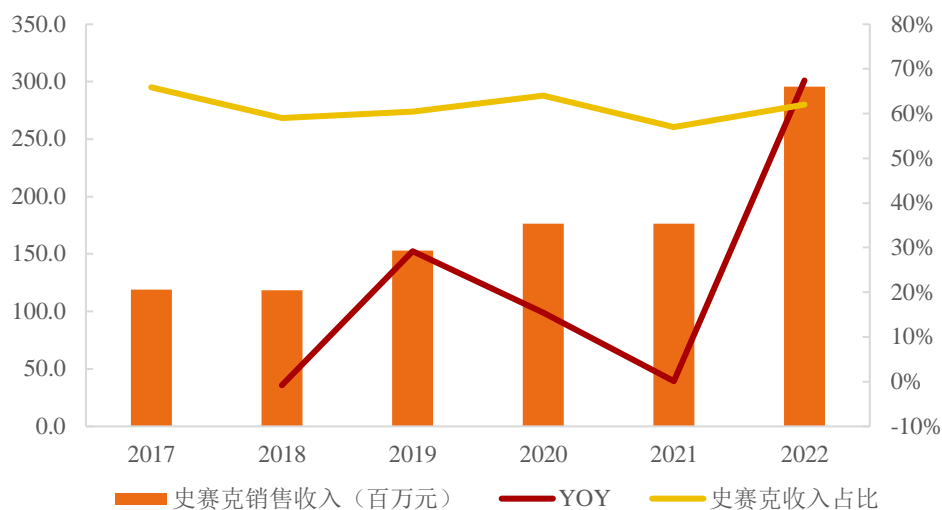
- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 6.52 亿元/8.68 亿元/11.48 亿元，同比增速分别为 36.7%/33.1%/32.3%；归母净利润分别为 2.42 亿元/3.20 亿元/4.21 亿元，同比增速分别为 32.6%/32.0%/31.6%。最新收盘价对应 PE 分别为 30/23/17 倍。公司为国内硬镜行业龙头公司，凭借自身技术优势从内镜元器件不断向下游整机拓展，同时积极延伸布局其他光学领域产品，公司业绩有望延续快速增长趋势，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品研发不及预期；销售不及预期；汇率波动风险；对外贸易摩擦风险；

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	476.8	651.9	867.7	1147.8
营收增速（%）	54.0%	36.7%	33.1%	32.3%
净利润（百万元）	182.6	242.1	319.6	420.7
净利润增速（%）	55.1%	32.6%	32.0%	31.6%
EPS(元/股)	2.10	1.99	2.63	3.46
PE		29.6	22.5	17.1

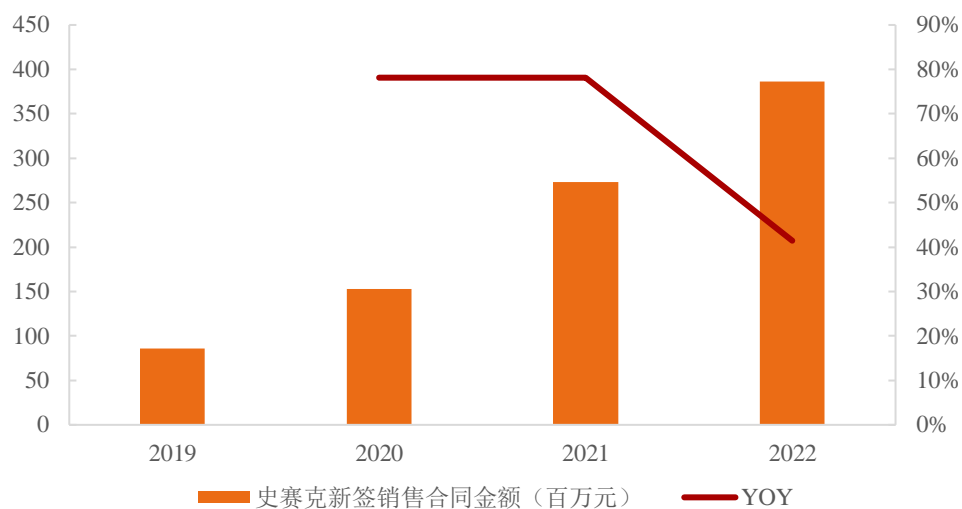
资料来源：Wind，首创证券

图 1 公司与史赛克相关销售收入（百万元）



资料来源：公司公告，首创证券（2021 年、2022 年金额为公司披露的向第一大客户销售金额，推测该客户史赛克）

图 2 公司与史赛克每年新签销售合同金额（百万元）



资料来源：公司公告，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	918.4	1133.5	1388.1	1721.6	经营活动现金流	0.0	174.7	210.2	283.5
现金	636.2	778.2	919.5	1107.8	净利润	182.6	242.1	319.6	420.7
应收账款	114.3	133.1	177.2	234.4	折旧摊销	0.0	3.3	3.1	2.9
其它应收款	0.4	0.5	0.7	0.9	财务费用	0.0	-13.6	-17.0	-20.3
预付账款	6.6	9.2	12.1	15.7	投资损失	0.0	-17.0	-17.0	-17.0
存货	138.0	181.1	237.1	307.8	营运资金变动	-181.7	-45.3	-88.8	-116.5
其他	19.3	26.4	35.1	46.4	其它	0.0	6.2	11.3	14.5
非流动资产	475.2	482.4	489.9	497.6	投资活动现金流	0.0	6.0	6.0	6.0
长期投资	25.0	25.0	25.0	25.0	资本支出	0.0	-11.0	-11.0	-11.0
固定资产	391.0	400.6	410.2	419.8	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	33.4	31.1	29.0	27.1	其他	0.0	17.0	17.0	17.0
其他	7.3	7.3	7.3	7.3	筹资活动现金流	0.0	-38.6	-75.0	-101.2
资产总计	1393.5	1615.9	1878.0	2219.2	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	167.3	183.5	219.0	261.7	长期借款	-2.7	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他	-53.4	-34.9	-92.0	-121.4
应付账款	60.2	83.6	109.5	142.1	现金净增加额	0.0	142.1	141.2	188.3
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
非流动负债	3.8	3.8	3.8	3.8	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	3.8	3.8	3.8	3.8	营业收入	54.0%	36.7%	33.1%	32.3%
负债合计	171.1	187.3	222.8	265.5	营业利润	54.0%	32.8%	32.3%	31.9%
少数股东权益	3.2	2.3	1.3	0.5	归属母公司净利润	55.1%	32.6%	32.0%	31.6%
归属母公司股东权益	1219.3	1426.4	1654.0	1953.2	获利能力				
负债和股东权益	1393.5	1615.9	1878.0	2219.2	毛利率	64.3%	63.8%	64.4%	65.0%
					净利率	38.3%	37.1%	36.8%	36.7%
利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	ROE	15.0%	17.0%	19.3%	21.5%
营业收入	476.8	651.9	867.7	1147.8	ROIC	13.7%	15.9%	18.3%	20.5%
营业成本	170.0	236.2	309.1	401.3	偿债能力				
营业税金及附加	4.4	6.0	8.0	10.5	资产负债率	12.3%	11.6%	11.9%	12.0%
营业费用	15.5	22.8	32.1	44.8	净负债比率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	59.9	82.1	109.3	144.6	流动比率	5.49	6.18	6.34	6.58
管理费用	42.4	58.0	77.2	102.2	速动比率	4.67	5.19	5.26	5.40
财务费用	-13.2	-13.6	-17.0	-20.3	营运能力				
资产减值损失	-4.2	-3.4	-3.4	-3.4	总资产周转率	0.34	0.40	0.46	0.52
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	5.29	5.09	5.39	5.38
投资净收益	12.7	17.0	17.0	17.0	应付账款周转率	3.82	3.28	3.20	3.19
营业利润	206.3	274.0	362.5	478.2	每股指标(元)				
营业外收入	0.1	0.1	0.1	0.1	每股收益	2.10	1.99	2.63	3.46
营业外支出	0.9	0.9	0.9	0.9	每股经营现金	0.00	1.44	1.73	2.33
利润总额	205.5	273.1	361.7	477.4	每股净资产	14.02	11.73	13.60	16.06
所得税	23.8	32.0	43.1	57.5	估值比率				
净利润	181.7	241.1	318.6	419.8	P/E	28.1	29.6	22.5	17.1
少数股东损益	-0.9	-1.0	-1.0	-0.8	P/B	4.21	5.03	4.34	3.67
归属母公司净利润	182.6	242.1	319.6	420.7					
EBITDA	193.1	263.7	348.6	460.8					
EPS（元）	2.10	1.99	2.63	3.46					

分析师简介

王斌，医药行业分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

陈智博，医药行业研究助理，英国南安普顿大学商务分析和金融硕士，北京大学药学学士；拥有 3 年大型医疗集团总部供应链和医疗信息化工作经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现