

# 昊海生科 (688366.SH)

## 买入(首次评级)

### 生物医用材料龙头，眼科与医美再蓄新动能

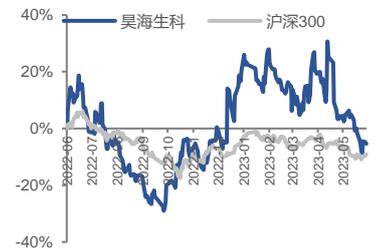
当前价格： 84.8 元

目标价格： 111.91 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	172/138
总市值/流通市值(百万元)	14574/11736
每股净资产(元)	32.41
资产负债率(%)	15.56
一年内最高/最低(元)	115.46/62.72

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号: S0210523050001

邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 高兴

执业证书编号: S0210522110002

邮箱: gx3970@hfzq.com.cn

#### 投资要点:

➤ **综合性生物医用材料企业，打造多元业务矩阵。**公司成立以来同步推进自研和并购整合，加速业务拓展步伐，现已形成眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大业务板块，其中眼科、医美与创面护理系公司第一、第二大业务。疫情下经营全面承压，疫后恢复在即，2023Q1营收6.11亿元/+29.06%，归母业绩0.81亿元/+33.2%。

➤ **研发储备项目丰富，多聚焦眼科医美高端产品线。**完善专业的研发平台+高水平研发团队奠定创新基础。截至2022年底，公司共拥有20项在研项目，其中疏水模注非球面人工晶状体及有机交联透明质酸钠凝胶（第四代玻尿酸）均已完成临床试验，进入注册申报阶段，后续获批落地可期。

➤ **眼科全产业链强势布局。**2015年起围绕高值耗材人工晶状体重点布局实现跨越式发展，眼科全产业链和全生命周期产品体系搭建完成，已覆盖白内障/眼视光/屈光/眼表及眼底疾病领域，筑高护城河。人工晶状体业务行业领先，短期受集采影响，长期发展可期。角膜塑形镜现已拥有自研+代理共3款产品，考虑市场高成长性+产品优势凸显，或成为眼科业务新增长点。

➤ **玻尿酸+光电设备+肉毒素，夯实医美实力。**玻尿酸系列产品持续迭代升级，海薇、娇兰、海魅差异化定位，满足多元需求，其中高端系列海魅放量可期；并入欧美华科拓展至光电设备，产品管线进一步丰富；投资美国Eirion提前布局创新型肉毒毒素或抢占市场先发优势。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们选取眼科、医美医疗器械赛道的代表性公司作为估值参考，可比公司2023-2025年预期平均PE为46.6/36.9/26.4，考虑公司业务相对多元，眼科和医美市场前景广阔，给予昊海生科2023年PE为45倍。根据我们对昊海生科2023-2025年归母净利润的预测为4.27/5.38/6.43亿元，对应市值为192.33亿元，目标价格111.91元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧；产品研发上市进度不及预期；市场医疗事故风险；代理产品供应不稳定风险。

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,767	2,130	2,556	3,077	3,654
增长率(%)	33%	21%	20%	20%	19%
净利润(百万元)	352	180	427	538	643
增长率(%)	53%	-49%	137%	26%	20%
EPS(元/股)	2.05	1.05	2.49	3.13	3.74
市盈率(P/E)	41.4	80.8	34.1	27.1	22.7
市净率(P/B)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键变量

1、公司眼科业务已完成全产业链构建和全年龄段产品布局，其中人工晶状体短期价格受带量采购冲击，长期有望进一步提升市场份额，同时考虑角膜塑形镜、依镜等市场潜力巨大，预计 2023-2025 年眼科营收增速分别为 15.9%/13.6%/13.3%，毛利率保持在 62%-63%。2、公司医美版图初具雏形，三代玻尿酸产品定位差异化，广受消费者认可，高端产品“海魅”放量可期，叠加新布局的光电设备也有望增厚业绩，预计 2023-2025 年公司医美营收增速 35.9%/31.6%/27.0%，考虑光电设备毛利率不及原有玻尿酸业务，预计整体有所拉低，23-25 年毛利率为 73.0%/72.5%/72.0%。3、公司骨科、防粘连及止血产品市场龙头地位稳固，考虑老龄化下需求提升和疫后手术量回升，预计维持相对稳健增长，预计 2023-2025 年骨科营收增速为 14.7%/12.4%/11.8%，防粘连及止血营收增速为 13.9%/11.2%/9.3%。

### 我们区别于市场的观点

1、市场认为公司依靠并购整合拓展业务，自主创新能力有待验证，我们认为眼科耗材技术壁垒高，短时间难以突破核心技术，公司通过投资并购快速切入赛道并掌握相关技术，有利于建立市场先发优势；2、市场担心公司在眼科和医美板块增长乏力，我们认为眼科和医美均为黄金赛道，市场空间广阔，一方面公司已建立品类丰富层次多元的产品矩阵，且储备项目将陆续落地，有能力承接市场全方位需求，另一方面，考虑眼科和医美具有消费属性，伴随国内疫情放开消费赛道景气度回升，两大业务板块经营将全面复苏。

### 股价上涨的催化因素

眼科及医美新品放量增厚公司业绩；在研储备项目陆续落地产品线进一步丰富。

### 估值和目标价格

我们选取眼科、医美医疗器械赛道的代表性公司作为估值参考，可比公司 2023-2025 年预期平均 PE 为 46.6/36.9/26.4，考虑公司业务相对多元，眼科和医美市场前景广阔，给予昊海生科 2023 年 PE 为 45 倍。根据我们对昊海生科 2023-2025 年归母净利润的预测为 4.27/5.38/6.43 亿元，对应市值为 192.33 亿元，目标价格 111.91 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

### 投资风险

市场竞争加剧；产品研发上市进度不及预期；医疗事故风险；代理产品供应不稳定风险。

## 正文目录

一、	国内生物医用材料龙头，医药医美双轮驱动 .....	5
1.1	投资收购多领域布局，持续加码眼科医美双赛道 .....	5
1.2	团队医药背景深厚，核心高管成员持股 .....	6
1.3	疫中业绩承压明显，疫后恢复在即 .....	7
1.4	自主研发创新驱动内生式增长，储备项目落地可期 .....	8
二、	构筑眼科全产业链，致力打造综合性眼科生产商 .....	10
2.1	人工晶状体市场持续扩容，奠定眼科业务基本盘 .....	10
2.2	角膜塑形镜国内仍处于蓝海市场，或成眼科新增长引擎 .....	12
2.3	眼科粘弹剂龙头生产商，且持续布局稀缺性屈光矫正领域 .....	14
三、	医美布局三大管线，构筑高竞争力产品版图 .....	15
3.1	玻尿酸持续迭代差异化布局，高端海魅放量可期 .....	15
3.2	涉足光电类产品领域，进一步扩充医美产品管线 .....	16
3.3	创面修复市场规模稳步扩大，康合素产品稀缺质优 .....	17
3.4	前瞻性布局肉毒素或获先发优势 .....	17
四、	骨科和防粘连及止血细分领域绝对龙头，增长稳健 .....	18
五、	盈利预测 .....	19
5.1	关键假设和盈利预测 .....	19
5.2	相对估值 .....	20
六、	风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1:	公司成立以来通过投资并购进行多领域业务布局 .....	5
图表 2:	核心管理团队医药背景深厚 .....	6
图表 3:	公司股权结构相对集中，核心高管成员持股 .....	7
图表 4:	业绩过往相对波动较大 .....	8
图表 5:	眼科业务为主，医美业务占比提升较快 .....	8
图表 6:	毛利率和净利率受疫情影响有所下滑 .....	8
图表 7:	期间费用率保持相对稳定 .....	8
图表 8:	研发费用逐年提升 .....	9
图表 9:	注重研发，研发体系完善 .....	9
图表 10:	截至 2022 年底公司共拥有 20 项储备项目，未来发展可期 .....	9
图表 11:	公司眼科业务线已实现全年龄段及全品类覆盖 .....	10
图表 12:	国内白内障手术量及 CSR 持续提升 .....	11
图表 13:	国内人工晶状体市场持续扩容 .....	11
图表 14:	2020 年以来人工晶状体受集采和疫情双重影响业绩有所下滑 .....	11
图表 15:	角膜塑形镜具备高毛利属性 .....	12
图表 16:	中国角膜塑形镜市场空间广阔 .....	12
图表 17:	截至 2023 年 5 月底国内仅有 18 款已获批角膜塑形镜产品 .....	13
图表 18:	爱博医疗普诺瞳收入持续高增 .....	14
图表 19:	欧普康视角膜塑形镜收入持续增长 .....	14
图表 20:	眼科粘弹剂收入疫前增长稳健 .....	14
图表 21:	眼科粘弹剂市场份额稳居首位 .....	14
图表 22:	依镜 PRL 产品具备高度稀缺性 .....	15
图表 23:	公司已有三款自研玻尿酸产品，且进行差异化定位 .....	15
图表 24:	国产玻尿酸品牌市场份额有所提升 .....	16

图表 25: 21 年乔雅登玻尿酸实现收入 15.35 亿美元 .....	16
图表 26: 公司布局光电类设备及美容仪产品, 全方位满足终端客户消费需求 .....	16
图表 27: 我国 rhEGF 市场规模稳步扩大 .....	17
图表 28: 康合素产品市场份额持续提升 .....	17
图表 29: 公司走差异化路线布局外用涂抹型肉毒素产品 .....	18
图表 30: 国内骨科关节腔粘弹剂市场规模稳步提升 .....	18
图表 31: 公司骨科业务市占率逐步提升稳居第一 .....	18
图表 32: 国内手术粘连剂市场持续扩容 .....	19
图表 33: 公司手术防粘连产品市场份额稳居首位 .....	19
图表 34: 公司业务收入拆分及预测 .....	20
图表 35: 公司期间费用率预测 .....	20
图表 36: 昊海生科可比公司估值情况 (截至 2023 年 6 月 16 日) .....	21
图表 37: 财务预测摘要 .....	22

## 一、国内生物医用材料龙头，医药医美双轮驱动

### 1.1 投资收购多领域布局，持续加码眼科医美双赛道

昊海生物科技有限公司成立于2007年，2015年港股上市，2019年登陆A股科创板，主要从事医用生物材料的生产、研发及销售。公司业务覆盖范围相对广泛，主要涵盖眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大领域。

公司成立以来通过投资并购进行多领域业务布局。1) 2007-2014年，公司先后并购松江生物制药厂、上海其胜生物、建华生物和利瑞康，切入医用透明质酸钠/医用几丁糖等领域，初步完成四大业务布局；2) 2015-2019年，围绕人工晶状体产业链进行上下游并购整合，2015年公司作为眼科业务整合搭建境内外双平台（昊海发展和昊海控股），此后开展从上游原材料、产品研发生产到销售的一系列收购整合，包括河南宇宙、美国Aaren、深圳新产业、珠海艾格、Contamac及ODC；3) 2020年至今，深化眼科和医美业务布局，公司通过收购杭州爱晶伦、亨泰视觉、河北鑫视康及南鹏光学将眼科产品线进一步扩充至近视防控与屈光矫正领域，医美业务则通过收购欧美华科和投资Eirion延伸至光电设备和肉毒素领域。

图表 1：公司成立以来通过投资并购进行多领域业务布局

时间	投资并购事件	标的公司业务	布局领域
2007年5月	华源生科以松江生物制药厂整体资产向公司增资并转让股权	玻璃酸钠注射液、透明质酸钠凝胶以及外用冻干重组人表皮生长因子等相关产品的生产和销售	眼科/骨科/整形美容与创面护理/防粘连及止血-透明质酸钠/几丁糖/重组人表皮生长等
2007年9月	收购建华生物	医用透明质酸钠凝胶的生产和销售	
2007年12月	收购其胜生物	医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶的生产和销售	
2010年12月	收购利康瑞	从事发酵法透明质酸钠原料、几丁糖原料、玻璃酸钠注射液、医用胶原蛋白海绵等生物医用材料产业化项目	
2015年8月	收购河南宇宙100%股权	人工晶状体及其配套产品的生产和销售	眼科-人工晶状体-研发生产
2016年11月	收购Aaren的亲水性折叠及PMMA硬性人工晶状体业务及其股权	全系列人工晶状体的研发、生产和销售	眼科-人工晶状体-研发生产
2016年11月	收购深圳新产业60%股权	人工晶状体销售，Lenstec品牌人工晶状体长期独家代理商	眼科-人工晶状体-销售
2016年12月	收购珠海艾格100%股权	人工晶状体的研发、生产和销售	眼科-人工晶状体-研发生产
2017年4月	收购Contamac70%股权	角膜接触镜、人工晶状体原材料及视光材料供应商	眼科-人工晶状体-视光材料
2017年12月	通过收购China Ocean100%股权间接收购青岛华元	国内透明质酸钠原料生产商	透明质酸钠原料
2019年4月	收购ODC100%股权	人工晶状体推注器产品生产商	眼科-人工晶状体-配套产品

2020年4月	收购杭州爱晶伦 55%股权	有晶体眼屈光晶体产品的研发、生产和销售	眼科-屈光矫正
2021年2月	收购欧美华科 63.64%股权	专业生活美容及家用美容领域业务（旗下 EndyMed 专注射频美肤设备；Bioxis 聚焦玻尿酸及几丁糖等生物材料）	医美-射频及激光医疗美容设备、家用仪器、创新型真皮填充剂
2021年3月	认购 Eirion 的 A 轮优先股	A 型肉毒素产品及小分子药物产品的研发	医美-肉毒毒素
2021年3月	收购亨泰视觉 55%股权	眼视光光学产品线综合服务商（迈儿康角膜塑形用硬性透气接触镜与贝视得视光功能性光学镜片）	眼科-角膜塑形镜
2021年4月	收购河北鑫视康 60%股权 (2022年7月转让全部股权)	软性隐形眼镜的研发、生产和销售	眼科-软性接触镜
2021年12月	收购南鹏光学 51%股权	眼视光专业高科技企业（亨泰光学角膜塑形用硬性透气接触镜和硬性角膜接触镜 RGP）	眼科-角膜塑形镜、硬性角膜接触镜

数据来源：公司招股书、公司公告、公司官网，华福证券研究所

## 1.2 团队医药背景深厚，核心高管成员持股

公司高管多医药背景出身，拥有丰富的医药行业从业经验。董事长侯永泰取得美国俄亥俄大学取得硕士和博士学位，曾从事多年高校研究工作，在医药研发及医药公司管理上资历深厚且经验丰富；总经理吴剑英系医生背景出生，拥有近 30 年的医药行业从业经验；副总经理张军东、任彩霞和王文斌均拥有医学/化学学历背景且从业多年。此外，公司高管核心成员均从公司成立之初入职至今，团队稳定共谋发展。

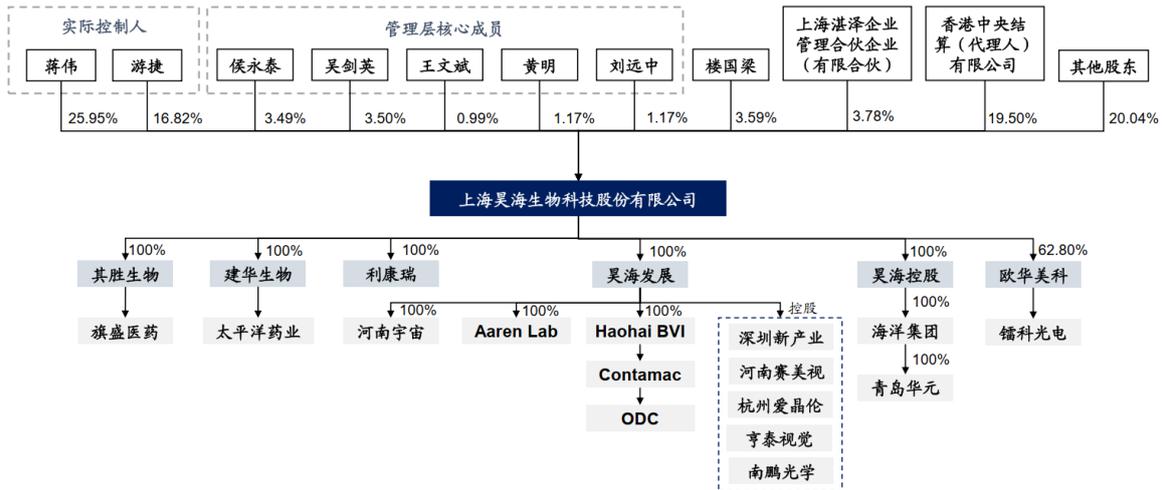
图表 2：核心管理团队医药背景深厚

姓名	出生年份	职务	个人履历
侯永泰	1961 年	董事长	美国俄亥俄大学分子生物学博士学位，美国宾州大学药理系博士后研究，拥有 28 年以上医药行业研发经验和 20 年以上医药公司管理经验；曾担任美国密西根大学细胞和发育生物学系研究调查员，中国科学院上海药物研究所研究员及博士生导师、任职于上海华源生命科学研究开发有限公司和上海医药（集团）有限公司，2000 年入选“中国科学院海外人才百人计划”，2007 年加入公司
吴剑英	1964 年	执行董事、总经理	第二军医大学临床医学硕士并取得中国执业医师资格，拥有超过 29 年的医药行业从业经验和 20 年以上的医药公司管理经验；曾担任第二军医大学第二附属医院普外科医生，2007 年加入公司
张军东	1974 年	副总经理	第二军医大学医学博士学位，第二军医大学临床医学学科博士后研究，11 年以上医药行业从业经验；曾担任上海医药（集团）有限公司处方药事业部信谊药物研究所所长及上海信谊药厂有限公司研发总监，2014 年加入公司
任彩霞	1957 年	副总经理	合肥工业大学化工系取得无机化学学士学位，拥有 18 年以上医药行业从业经验；2002 起担任上海华源生命科学研究开发有限公司研发部总经理、研究所所长兼生物药厂厂长，2007 年加入公司
王文斌	1967 年	副总经理	毕业于第二军医大学并取得中国执业医师资格，拥有 27 年以上医药行业从业经验；1995 年起担任其胜生物常务副总经理，2007 年加入公司

数据来源：公司公告、公司官网，华福证券研究所

**股权结构相对集中，核心高管成员持股。**截至 2023 年 3 月 31 日，公司创始人蒋伟、游捷夫妇合计直接持股 42.77%（蒋伟持股 25.95%，游捷 16.82%），系公司实际控制人。公司董事长侯永泰持股 3.49%，总经理吴剑英持股 3.50%，副总经理王文斌持股 0.99%，执行董事黄明及监事会主席刘远中均持股 1.17%。

**图表 3：公司股权结构相对集中，核心高管成员持股**



数据来源：公司公告，华福证券研究所（注：截至 2023 年 3 月 31 日，公司子公司较多，上图仅列出部分与公司重要业务相关的子公司）

### 1.3 疫中业绩承压明显，疫后恢复在即

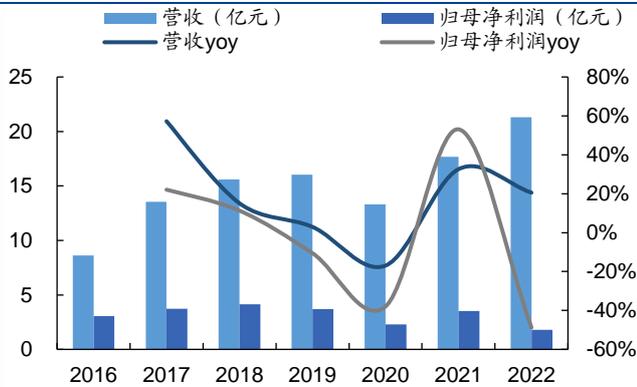
**业务增长相对波动。**疫情前，受益于人工晶状体业务持续整合，2017 年公司营收快速增长，此后 2019 年由于白内障手术筛查限制、医美终端市场整顿等因素，公司收入及业务增长明显压制；2020 年疫情爆发，出行限制下医疗机构门诊量及手术量大幅减少，导致公司经营全面承压，收入及业绩均有较大幅度下滑，2021 年伴随疫情控制公司经营得以快速恢复，收入/业绩恢复至 2019 的 110.14%/95%。

**2022 年公司营收持续增长，业绩受疫情及 Aaren 业务影响明显承压。**2022 年公司实现营收 21.30 亿元/+20.56%，归母业绩达 1.80 亿元/-48.76%，主要系 1）2022H1 上海疫情下公司生产经营停滞造成停工损失；2）子公司 Aaren 因面临国内销售渠道重新整合启动阶段性停产导致的经营性亏损，及计提资产减值损失；3）公司及子公司欧美华科因实施股权激励计划产生的股份支付费用。2023Q1 受益于疫后医美+眼科行业快速复苏，公司实现营收 6.11 亿元/+29.06%，归母净利润 0.81 亿元/+33.21%。

**眼科系第一大业务。**2022 年公司眼科/医疗美容与创面护理/骨科/防粘连及止血收入分别为 7.70/7.48/3.88/1.77 亿元，占比 36.42%/35.39%/18.37%/8.38%。眼科

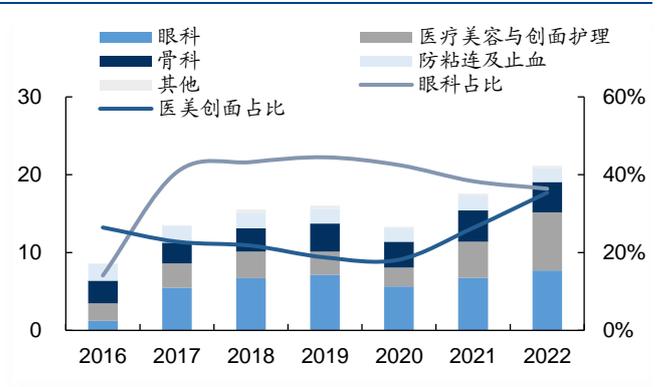
业务收入占比有所下降，但仍为目前最大收入来源；医疗美容与创面护理业务收入占比回升明显，超越骨科成为公司第二大业务。

图表 4：业绩过往相对波动较大



数据来源：Wind，华福证券研究所

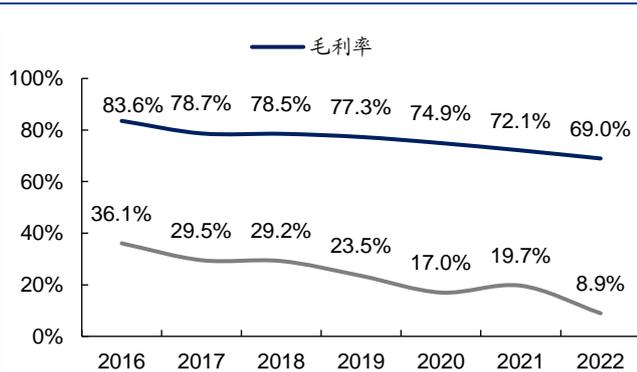
图表 5：眼科业务为主，医美业务占比提升较快



数据来源：Wind，华福证券研究所

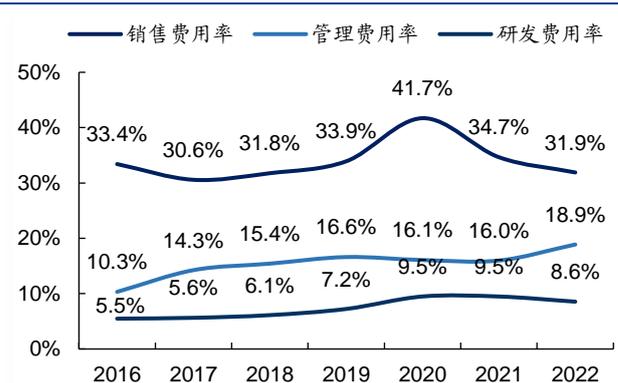
毛利率和净利率均有所下滑。2022 年公司毛利率达 68.98%/-3.12pct，净利率 8.93%/-10.72pct，毛利率下滑主要考虑欧美华科的光电设备业务、南鹏化学的代理销售业务本身毛利率不及公司原有业务，并表后拉低整体毛利率。费用控制优良，整体保持相对稳定。2022 年销售费用率 31.90%/-2.76pct；管理费用 18.88%/+2.89pct，主要系上半年公司受疫情、渠道整合影响经营阶段性停滞，此外欧美华科和南鹏化学并表增加管理费用；研发费用率 8.55%/-0.93pct；财务费用率-3.48%/+1.32pct。

图表 6：毛利率和净利率受疫情影响有所下滑



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 7：期间费用率保持相对稳定

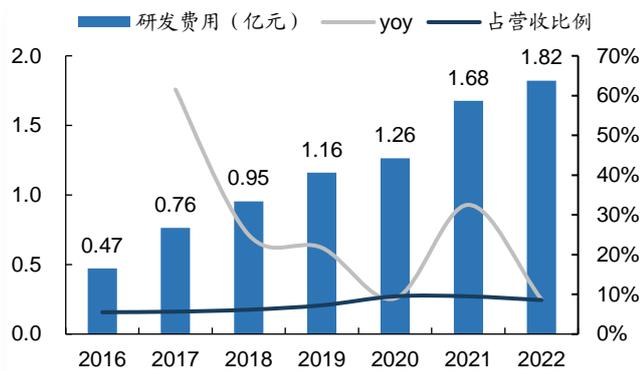


数据来源：Wind，华福证券研究所

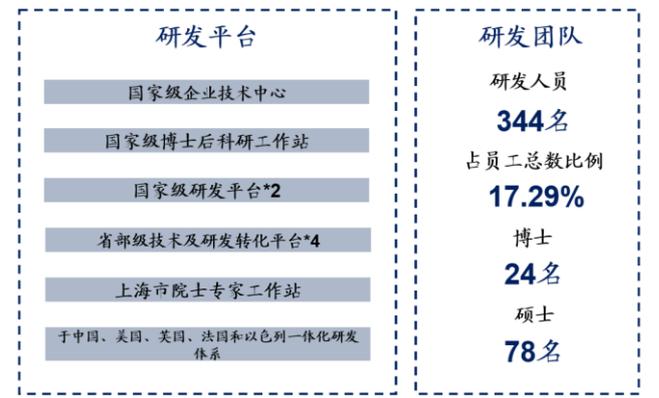
#### 1.4 自主研发创新驱动内生式增长，储备项目落地可期

**研发实力打造核心竞争力。**生物医用材料研发周期长、技术壁垒高，研发系产品可持续迭代升级的基础保障。**研发费用上**，公司重视对研发持续投入，2022 年公司研发费用达 1.82 亿元/+8.71%，占营收比例达 8.55%。**研发平台上**，截至 2022 年年底，公司拥有国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、2 个国家级研发

平台及 4 个省部级技术及研发转化平台和上海市院士专家工作站，并通过构建国内外一体化研发体系加速技术联动。**研发团队上**，公司现拥有 344 名研发人员，博士/硕士占比 6.98%/22.67%。**研发项目上**，储备丰富，眼科和医美居多且聚焦高端创新型产品。截至 2022 年底，公司共拥有 20 项在研项目，其中疏水模注非球面人工晶状体及有机交联透明质酸钠凝胶（第四代玻尿酸）均已完成临床试验，进入注册申报阶段，后续获批落地可期。

**图表 8：研发费用逐年提升**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 9：注重研发，研发体系完善**


数据来源：公司公告，华福证券研究所（截至 2022 年底）

**图表 10：截至 2022 年底公司共拥有 20 项储备项目，未来发展可期**

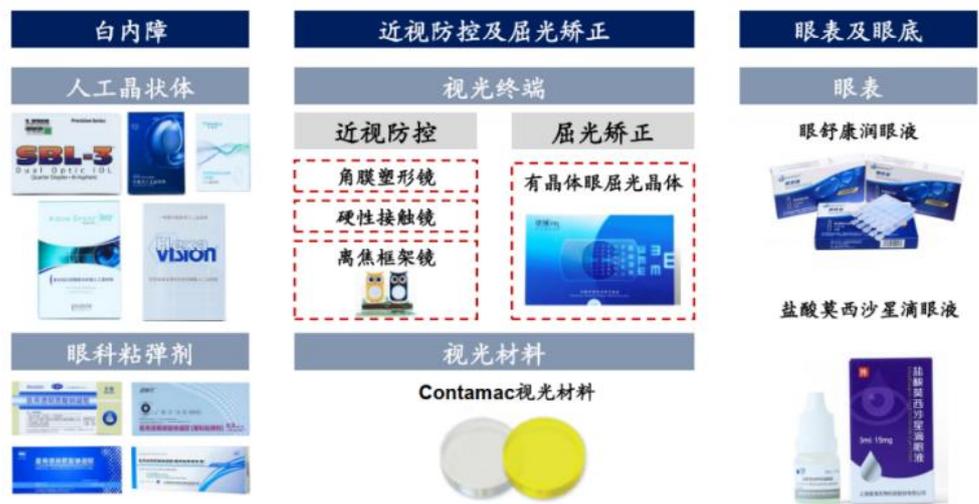
业务分类	项目名称	注册分类	进展	应用领域
眼科	盐酸利多卡因眼用凝胶	III 类化学药品	申报生产	眼科手术局部麻醉
眼科	眼内填充用生物凝胶	III 类医疗器械	临床试验	用于视网膜孔源性裂孔的封闭
眼科	疏水模注非球面人工晶状体	III 类医疗器械	注册申报	白内障治疗
眼科	疏水模注散光矫正非球面人工晶状体	III 类医疗器械	临床试验	白内障治疗
眼科	房水通透型有晶体眼后房人工晶状体	III 类医疗器械	临床试验	近视防控及矫正
眼科	亲水非球面多焦点人工晶状体	III 类医疗器械	临床试验	白内障治疗
眼科	疏水模注非球面三焦点人工晶状体	III 类医疗器械	临床试验	白内障治疗
眼科	新型人工玻璃体产品	III 类医疗器械	注册检验	人眼玻璃体替代物
眼科	高透氧巩膜镜	III 类医疗器械	临床前研究	近视防控及矫正
眼科	先进的仿生水凝胶材料	III 类医疗器械	临床前研究	角膜接触镜材料
眼科	贝美前列素滴眼液	IV 类化学药品	临床前研究	用于开角型青光眼治疗
医美	有机交联透明质酸钠凝胶	III 类医疗器械	注册申报	组织填充
医美	无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	III 类医疗器械	注册检验	组织填充
医美	智能交联胶原蛋白填充剂	III 类医疗器械	临床前研究	组织填充
医美	线性精密交联水光注射剂	III 类医疗器械	临床前研究	皮内真皮层注射填充
医美	加强型水光注射剂	III 类医疗器械	注册检验	皮内真皮层注射填充
骨科	线性交联几丁糖关节腔注射液	III 类医疗器械	注册检验	退行性骨关节炎
骨科	新型玻璃酸钠注射液	II 类化学药品	临床前研究	退行性骨关节炎
骨科	大规格玻璃酸钠注射液	III 类医疗器械	临床前研究	退行性骨关节炎
骨科	新型复合交联多糖基关节腔注射液	II 类化学药品	临床前研究	退行性骨关节炎

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 二、 构筑眼科全产业链，致力打造综合性眼科生产商

全产业链布局和全年龄段产品覆盖，夯实眼科实力。1) 产业链：公司通过收购整合已完成从原材料制备、研发设计、工艺生产到专业市场营销的眼科全产业链布局，核心技术迅速累积筑高业务壁垒，奠定可持续成长基础，其中上游 Contamac 系全球领先的视光材料供应商，下游深圳新产业拥有专业眼科高值耗材营销平台；2) 产品线：公司以白内障手术核心耗材眼科粘弹剂切入眼科医用材料赛道，围绕人工晶状体重点布局，并逐步将产品线拓展至视光/屈光/眼表及眼底领域，消费客群同时由老年人向中年、青年及青少年扩充，现已基本实现眼健康全年龄段全品类产品覆盖。

图表 11：公司眼科业务线已实现全年龄段及全品类覆盖

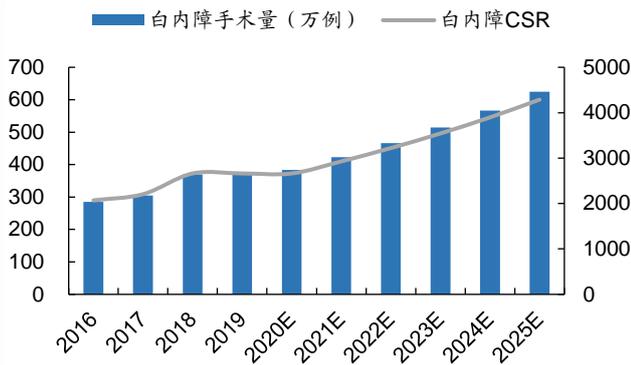


数据来源：公司官网、公司公告，华福证券研究所

### 2.1 人工晶状体市场持续扩容，奠定眼科业务基本盘

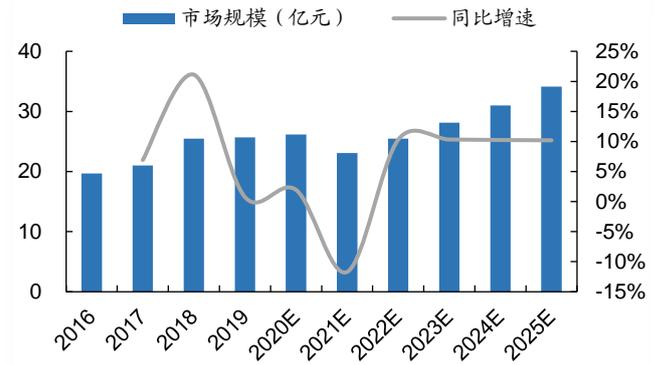
白内障手术需求增长，渗透率提升，推动人工晶状体市场持续扩容。植入人工晶状体是解决白内障的主要治疗途径，人口老龄化下白内障患病人数持续上升带动手术量增长，据爱博医疗招股书（下同），我国白内障手术量从 2016 年的 285 万例预计增长至 2025 年的 625 万例。同时，虽然我国 CSR（每百万人白内障手术例数）预计 2025 年能达到 4287，但较发达国家仍有较大差距（2011 年，法国、美国等法国国家 CSR 已达 10000，澳大利亚达 9500）。白内障手术需求叠加 CSR 持续提升，人工晶状体市场空间广阔，预计 2025 年人工晶状体市场规模将达 34.15 亿元。

图表 12: 国内白内障手术量及 CSR 持续提升



数据来源: 中国防盲治盲网、Wind、联合国人口司经济和社会事务部中  
方案预测数据 (转引自爱博医疗招股说明书), 华福证券研究所

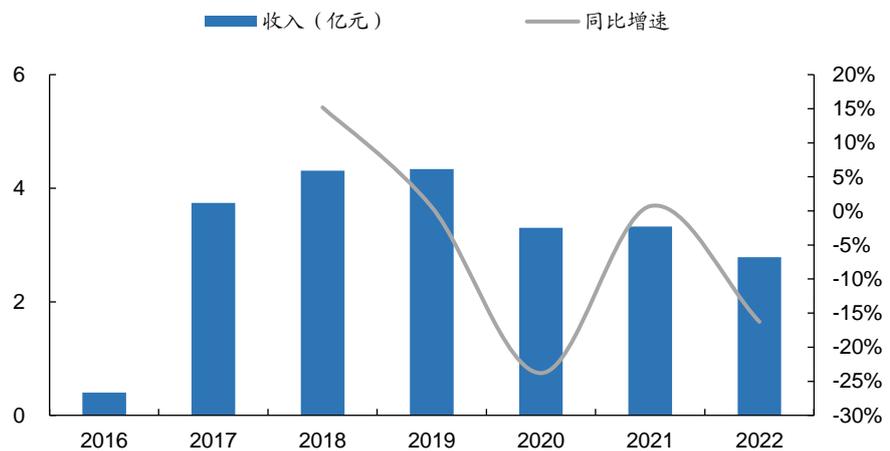
图表 13: 国内人工晶状体市场持续扩容



数据来源: 爱博医疗招股书, 华福证券研究所

在售 6 大品牌定位差异, 产品性能全面覆盖。公司系国内人工晶状体市场重要厂商, 以销售量为口径 2020 年其市场份额约 30%, 目前在售的人工晶状体品牌包括河南宇宙、美国 Aaren、法国 HexaVision 及 Lenstec 等, 拥有从大众型可折叠单焦点到高端可折叠功能型的全系列人工晶状体产品线, 涵盖包括 PMMA、亲水性和疏水性等各主要材质、光学设计及附加功能品类的全系列人工晶状体产品组合, 产品多元化满足不同临床需求。

图表 14: 2020 年以来人工晶状体受集采和疫情双重影响业绩有所下滑



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

人工晶状体近年受集采和疫情的双重影响业绩有所下滑, 负面影响消化后有望迎来快速恢复。2020-2022 年公司人工晶状体收入有所下滑, 原因如下: (1) 在 2020 年开始的人工晶状体高值耗材带量采购中, 公司的产品系列在京津冀“3+N”、十省省际联盟等带量采购中均有多个型号产品中选, 销售单价下滑导致业绩承压; (2) 2021 年下属子公司深圳新产业所代理的进口 Lenstec 品牌人工晶状体产品因上游供

应商受到海外疫情、当地自然灾害及海关延迟入境等影响，出现供应短缺导致业绩下滑；2022年 Aaren 品牌人工晶状体因与国内经销商的经销协议终止而进行重新整合，业绩受到影响；（3）受疫情影响白内障手术量下滑影响短期需求。我们认为，疫情对公司人工晶状体产品带来的影响已消化掉，长期来看带量采购将给具备生产成本控制能力、产品线布局能力的企业带来更多机会，吴海生科作为人工晶状体龙头企业之一，未来有望迎来业绩快速恢复。

## 2.2 角膜塑形镜国内仍处于蓝海市场，或成眼科新增长引擎

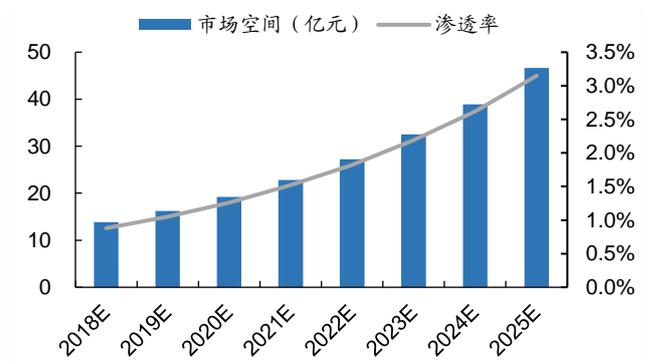
近视防控需求提升+高毛利高复购，共同催生角膜塑形镜广阔市场空间。角膜塑形镜用于矫正近视和延缓近视发展，主要针对青少年群体，其产品本身具备高客单价高复购高毛利属性，据爱博医疗招股说明书预测 2025 年 8-18 岁青少年近视总人数将达 9886.05 万人，角膜塑形镜渗透率达 3.15%，假设厂家或进口总代理商不同档次角膜塑形镜平均销售价格为 1500 元/副，2025 年市场规模达 46.67 亿元。

图表 15：角膜塑形镜具备高毛利属性



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 16：中国角膜塑形镜市场空间广阔



数据来源：爱博医疗招股说明书，华福证券研究所

目前国内已获 NMPA 批准的角膜塑形镜产品达 18 款。公司通过代理和自研 OK 镜，已差异化布局 3 款产品，其中 1) 代理产品：2021 年公司通过收购亨泰视觉和南鹏光学，获得亨泰光学旗下“迈儿康 myOK”、“亨泰 Hiline”在中国大陆地区的独家代理经销权，其中迈儿康定位高端，透氧系数高达 141 为目前市场最佳；亨泰 Hiline 定位大众型，上市超 10 年，市场口碑积累深厚；2) 自研产品：童享角膜塑形镜，于 2022 年 12 月正式获批，是基于公司自主研发的光学设计系统和子公司 Contamac 高透氧 (DK125) 材料研制而成，主打高透氧高性价比优势。

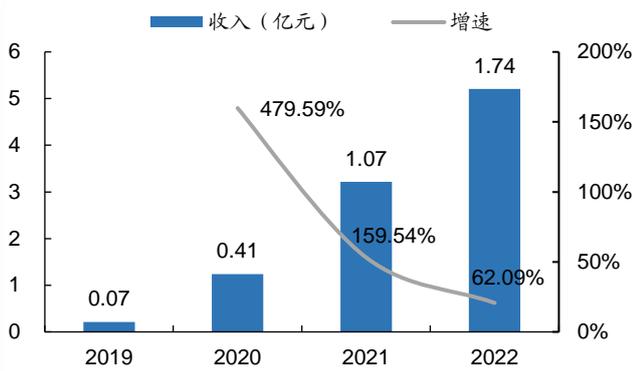
**图表 17：截至 2023 年 5 月底国内仅有 18 款已获批角膜塑形镜产品**

注册公司	品牌名称	产地	透氧系数	产品首次获批时间
欧普康视	DreamVision、梦戴维	中国境内	100	2005/2/25
爱博医疗	普诺瞳	中国境内	125	2019/3/25
乐普医疗	菁眸	中国境内	-	2023/4/12
天津视达佳	视达佳	中国境内	-	2021/8/18
浙江天瞳	天瞳 TTOS	中国境内	100	2022/6/28
北京博视顿	XOOK	中国境内	100	2022/9/5
<b>昊海生科控股子公司</b> -深圳新产业	<b>童享</b>	<b>中国境内</b>	<b>125</b>	<b>2022/12/23</b>
阿迩发	Alpha	中国境内	104	2022/11/23
	Alpha	日本	104	2011 年
Euclid	Euclid	美国	85	2007 年
Procornea	DreamLite	荷兰	100	2013 年
台湾鹰视	鸥博	中国台湾	85	2021/9/28
PARAGON	CRT (依视路代理)	美国	100	2016 年
	C&E (菁视代理)	美国	100	2011 年
<b>昊海生科独家代理</b> -亨泰光学	<b>亨泰 Hiline</b>	<b>中国台湾</b>	<b>85</b>	<b>2011 年</b>
	<b>迈尔康 myOK</b>	<b>中国台湾</b>	<b>141</b>	<b>2019/9/23</b>
目立康 Menicon	-	日本	-	2022/6/28
韩国露晰得	Lucid	韩国	100	2011 年

数据来源：国家药监局、各公司公告及官网，华福证券研究所（注：透氧系数统一为 10-11 (cm<sup>2</sup>/s)）

**公司角膜塑形镜收入未来有望实现高速增长。**国内已有获批产品的上市企业仅欧普康视、爱博医疗、乐普医疗和昊海生科 4 家。参考爱博医疗和欧普康视，其中：**1) 爱博医疗：**旗下角膜塑形镜普诺瞳于 2019 年 3 月获批上市，2020 年销量突破 10 万片，营收同比高增 479.59%，上市后营收自 2019 年的 712 万元增长至 2022 年的 1.74 亿元，2019-2022CAGR 达 189.98%。**2) 欧普康视：**国产角膜塑形镜龙头，角膜塑形镜收入自 2013 年的 0.74 亿元增长至 2022 年的 7.32 亿元，2013-2022CAGR 达 29.02%，2018 年推出 DreamVision 后营收同比增长 40.15%。国内角膜塑形镜市场仍处于高速增长态势，公司依托于其多年累积的医疗终端资源和产品优势，旗下角膜塑形镜产品有望快速打开市场，实现收入高速增长。

图表 18: 爱博医疗普诺瞳收入持续高增



数据来源: 爱博医疗公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 欧普康视角膜塑形镜收入持续增长

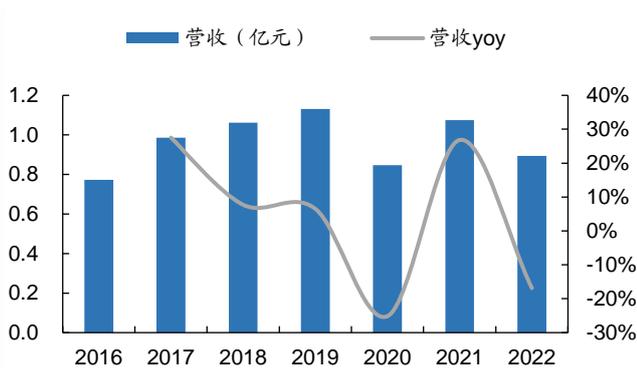


数据来源: 欧普康视公司公告, 华福证券研究所 (注: 2022 年 OK 镜和普通角膜接触镜收入占比 50.03%, 其中普通角膜接触镜约占 2%)

### 2.3 眼科粘弹剂龙头生产商, 且持续布局稀缺性屈光矫正领域

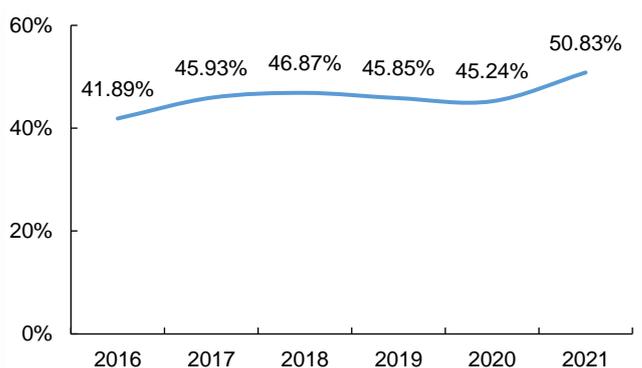
眼科粘弹剂产品为国内龙头, 市场份额连续 14 年居首位。眼科粘弹剂广泛用于白内障、青光眼等眼科手术, 系眼内手术的重要软性医用耗材, 治疗需求刚性支撑其市场规模保持稳健增长, 据标点医药预测, 2021 年国内眼科粘弹剂的市场规模将约 13.71 亿元, 预计 2027 年达 17.85 亿元, 2021-2027CAGR 达 4.5%。公司成立起布局该业务, 技术产品渠道等发展相对成熟, 剔除疫情影响收入增长相对稳健, 2016-2019CAGR 达 13.53%; 市占率持续提升, 2021 年公司眼科粘弹剂市场份额达 50.8%, 持续保持领先优势。

图表 20: 眼科粘弹剂收入疫前增长稳健



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 眼科粘弹剂市场份额稳居首位



数据来源: 公司公告、公司官网, 华福证券研究所

依镜 PRL 布局屈光矫正领域, 具备稀缺性。成年人屈光矫正手术分激光角膜屈光手术和有晶体眼人工晶体植入术, 激光手术相对更常见, 有晶体眼人工晶体植入具备可逆优势且矫正范围更大。国内仅有 ICL 和 PRL 两款产品, 其中依镜 PRL 是子公司爱晶伦拥有独立知识产权的悬浮型人工晶体, 具备高度稀缺性, 其矫正范围为 1000-3000 度, 系超高度近视全球唯一解决方案。

**图表 22: 依镜 PRL 产品具备高度稀缺性**

项目	优势
矫正范围	1000-3000 度
治疗方式	加法手术, 不切削角膜, 安全可逆
视觉质量	4k 高清视觉体验
晶体材料	疏水型高纯度的生物硅胶, 折射率 1.46
悬浮设计	材料与房水比重约 1:1, 避免与眼内组织持续接触
晶体重量	轻薄, 单片 PRL 晶体重量 0.02-0.03g, 中央光学区最薄处 0.05mm
型号	两种型号, 适应更多人群
适应症	广泛, 适配亚洲人眼, 对浅前房 (ACD $\geq$ 2.5mm)、窄房角 (房角 $\geq$ 35°)、小角膜 (WTW $\geq$ 10.3mm) 患者更友好

数据来源: 依镜 PRL 官方微信公众号, 华福证券研究所

### 三、 医美布局三大管线, 构筑高竞争力产品版图

#### 3.1 玻尿酸持续迭代差异化布局, 高端海魅放量可期

**产品差异化定位, 层次多元。**目前公司拥有海薇、娇兰、海魅三大已上市的玻尿酸品牌, 低中高端产品体系梳理完整, 低端品牌海薇以高性价比切入国内市场, 后产品迭代不断向高端人群覆盖, 中高端娇兰和高端海魅功能区分, 满足多元化消费需求。此外公司自主研发的**第四代有机交联玻尿酸产品**已进入注册申报阶段, 子公司欧美华科旗下**薄层交联玻尿酸产品 Cytosial**正在推进国内注册上市。

**图表 23: 公司已有三款自研玻尿酸产品, 且进行差异化定位**

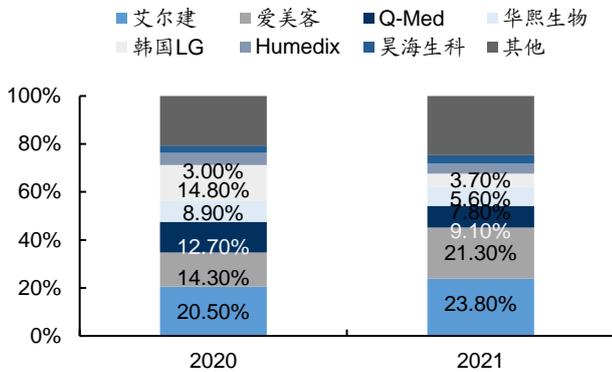
产品名称	上市年份/上市进度	核心技术	定位	功能
海薇	2014 年	单相交联	入门型	塑形
娇兰	2017 年	低温二次交联	中高端	动态填充
海魅	2020 年	线性交联	高端	精准雕饰
第四代有机交联	注册申报	氨基酸交联剂	-	-
Cytosial 玻尿酸	已于欧盟上市, 正推进国内注册上市	薄层交联技术	-	-

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

**高端产品海魅未来放量可期。**由于较早进入国内市场叠加消费者心理因素, 海外品牌占国内玻尿酸填充剂市场主导地位, 且以中高端产品为主。近年来伴随国产品牌认知度和产品力提升, 不断抢占海外品牌市场份额, 公司玻尿酸填充剂市场份额从 2020 年的 3% 提升至 3.7%。此外, 国产品牌一般以中低端产品为主, 主打性价比优势, 在中高端产品布局上相对缺乏。**公司率先布局高端市场, 于 2020 年推出第三代**

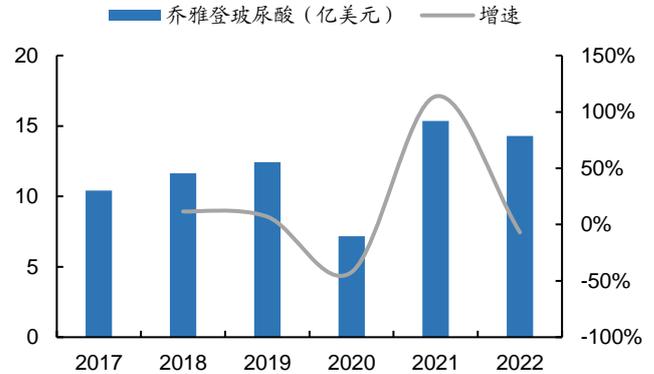
玻尿酸,具备无颗粒化及高内聚性的特点,持久效果良好,对标美国乔雅登品牌(2021年实现15.35亿美元收入),上市后获市场高度认可,2022年其收入同比增长近30%,增速显著。

图表 24: 国产玻尿酸品牌市场份额有所提升



数据来源: 爱美客招股说明书, 华福证券研究所

图表 25: 21 年乔雅登玻尿酸实现收入 15.35 亿美元



数据来源: Wind, 华福证券研究所

### 3.2 涉足光电类产品领域, 进一步扩充医美产品管线

欧美华科并入医美版图, 涉足射频/激光仪器设备领域。2021年2月公司获得欧美华科63.64%股权, 将其旗下射频及激光医疗美容设备、家用仪器、创新型真皮填充剂等产品纳入公司医美版图。欧美华科子公司 EndyMed 是一家于以色列上市的专业医疗美容设备技术公司, 其拥有成熟的核心专利 3Deep 射频技术, 旗下射频美肤设备包括专业美容 EndyMed Pro 和 EndyMed Pure、及家用美容 Newa 三大系列产品, 已在国内出售; 镭科光电聚焦激光美肤设备, 产品已获欧盟 CE 医疗器械认证, 正积极推进国内的注册上市。2022年公司射频及激光设备实现收入2.90亿元, 同比增长205.49%, 占医美业务收入占比的38.74%。

图表 26: 公司布局光电类设备及美容仪产品, 全方位满足终端客户消费需求

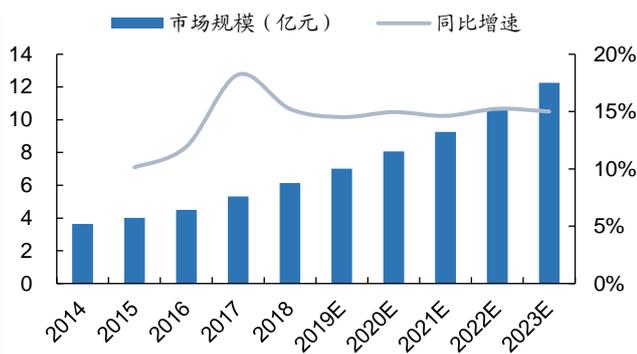
产品类型	产品名称	上市年份	核心技术	定位	功能
光电设备	EndyMed Pro	2014年国内上市	3Deep 多源相控射频技术	专业美容	相控微针射频手柄(真皮胶原重建)+相控点阵射频手柄(换肤嫩肤)+相控靺眼手柄+相控紧肤手柄+相控塑形手柄
	EndyMed Pure	2014年国内上市	3Deep 多源相控射频技术	专业美容	相控紧肤手柄+相控靺眼手柄+相控塑形手柄+Mini Shaper(小部位射频聚焦治疗)+相控微针射频手柄+相控点阵射频手柄
	NEWA	2016年国内上市	3Deep 多源相控射频技术	家用美容	塑造身体轮廓、除皱、紧致提升以改善肤质

数据来源: 公司公告、21世纪商业评论、EndyMed官网, 华福证券研究所

### 3.3 创面修复市场规模稳步扩大，康合素产品稀缺质优

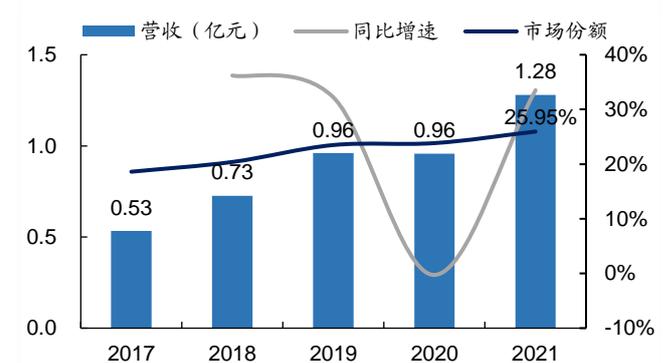
外用重组人表皮生长因子可应用于外科创面修复和医美后皮肤表皮修复，应用场景相对广泛。2017 年外用重组人表皮生长因子（rhEGF）被调入全国乙类医保药品目录，有利于提高其在终端医院使用率，受益于此未来市场规模将稳步扩大，据南方医药经济研究所及标点医药预测，2023 年市场规模将达到 12.26 亿元，2018-2023CAGR 达 14.87%。公司“康合素”是国内唯一与人体天然 EGF 拥有完全相同的氨基酸数量、序列以及空间结构的表皮生长因子产品，亦是国际首个获注册的重组人表皮生长因子产品，市场竞争力充分，2011-2021 年市场份额持续提升，稳居国内第二大外用重组人表皮生长因子生产商。此外，该产品可用在医美光电手术后，以避免脸部疤痕产生，公司医美设备业务有望带动其销售增长。

图表 27：我国 rhEGF 市场规模稳步扩大



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 28：康合素产品市场份额持续提升



数据来源：公司公告、公司官网，华福证券研究所

### 3.4 前瞻性布局肉毒素或获先发优势

肉毒素行业壁垒高，市场潜力大。肉毒素在消除皱纹上有显著效果，在医美上应用广泛，深受求美者和医美机构的追捧。作为毒性最强烈的生物毒素之一，其面临严格的监管制度，审批流程漫长，因此供给端层面有所受限，已获牌照的企业具备明显的先发优势。2020 年以前，市场上仅有保妥适和衡力两款产品，2020 年伴随吉适和乐提葆的上市，供给端逐步丰富，推动肉毒素渗透率快速提升，未来在供给产品进一步丰富和医美强监管背景下，国内肉毒素产品规模有望实现快速增长。

2021 年 3 月，公司与美国生物医药研发公司 Eirion 达成股权投资和产品许可协议，提前布局肉毒素领域，覆盖“医美用+医用”两大领域，其中外用涂抹产品 ET-01 已进入临床阶段，注射产品 AI-09 正推进美国上市申请。

图表 29：公司走差异化路线布局外用涂抹型肉毒素产品

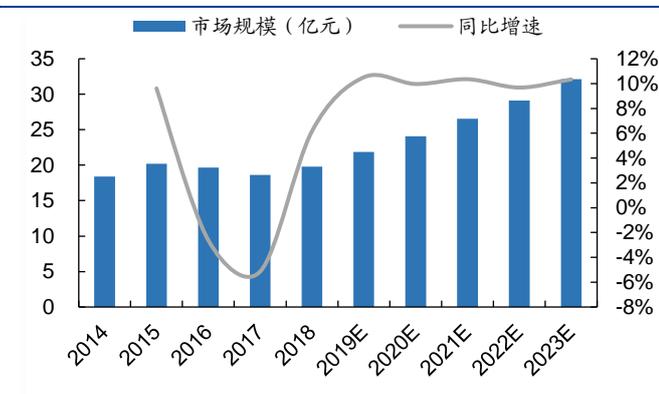
产品类型	产品名称	研发/上市进度	产品特点/功效
肉毒素	外用涂抹型 A 型肉毒毒素 ET-01	美国 2b 临床试验，将于国内同步开展三期临床	适用鱼尾纹、腋下多汗症；解决传统注射产生的疼痛问题
	注射用 A 型肉毒毒素 AI-09	推进上市申请，将于国内同步开展注册申报，预计 2025 年美国上市	液体注射相比冻干粉剂临床使用更简便
	小分子药物 ET-02	临床前研究	用于治疗脱发、白发等

数据来源：公司官网，华福证券研究所

#### 四、骨科和防粘连及止血细分领域绝对龙头，增长稳健

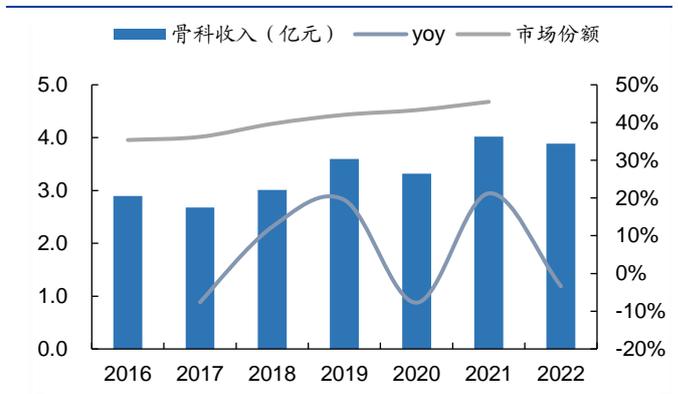
**骨科：**骨科关节腔粘弹补充剂用于治疗中老年人中的常见病—骨关节炎，伴随人口老龄化+治疗水平提升，骨科关节腔粘弹补充剂市场规模预计持续增加，据南方医药经济研究所及标点医药预测，2023 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模将达到 32.12 亿元。公司系国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，市占率逐步提升稳居第一，2021 年市场份额达 45.49%，收入 4.02 亿元/+21.23%。公司旗下拥有玻璃酸钠注射液和医用几丁糖（关节腔注射用）两款产品，公司是国内唯一拥有 2ml、2.5ml、3ml 全系列规格的骨科玻璃酸钠注射液产品生产企业，此外医用几丁糖产品系国内唯一以 III 类医疗器械注册的关节腔注射剂。

图表 30：国内骨科关节腔粘弹剂市场规模稳步提升



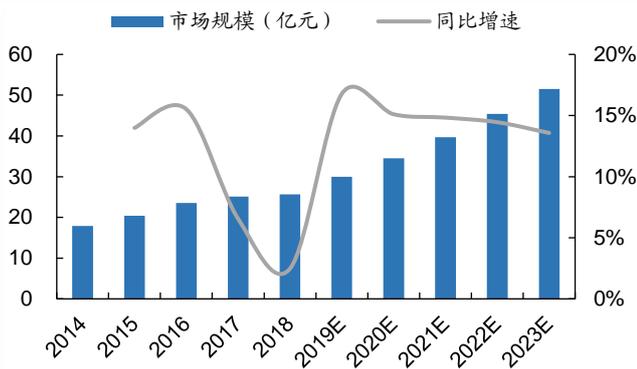
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 31：公司骨科业务市占率逐步提升稳居第一



数据来源：Wind，华福证券研究所

**防粘连及止血：**国内手术量增加带动手术防粘连产品市场的持续扩张，据南方医药经济研究所及标点医药，我国防粘连市场规模由 2014 年的 17.87 亿元增长至 2018 年的 25.69 亿元，预计 2023 年达 51.54 亿元。公司系国内最大的手术防粘连剂生产商和主要的医用胶原蛋白海绵生产商。公司生产的手术防粘连产品连续 14 年稳居市场首位，2021 年其市场份额达 28.85%，2022 年产品收入 1.77 亿元，同比下滑 8.17%；此外公司研发用于外科止血的猪源纤维蛋白粘合剂产品已于 2021 年 3 月获批上市，预计带来一定增量。

**图表 32：国内手术粘连剂市场持续扩容**


数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

**图表 33：公司手术防粘连产品市场份额稳居首位**


数据来源：公司公告、公司官网，华福证券研究所

## 五、 盈利预测

### 5.1 关键假设和盈利预测

**眼科：**公司眼科业务已完成全产业链构建和全年龄段产品布局，其中人工晶状体短期价格受带量采购冲击，长期有望进一步提升市场份额，同时考虑角膜塑形镜、依镜等市场潜力巨大，预计 2023-2025 年眼科营收增速分别为 15.9%/13.6%/13.3%，毛利率保持在 62%-63%。

**医美：**公司医美版图初具雏形，三代玻尿酸产品定位差异化，广受消费者认可，高端产品“海魅”放量可期，叠加新布局的光电设备也有望增厚业绩，预计 2023-2025 年公司医美营收增速 35.9%/31.6%/27.0%，考虑光电设备毛利率不及原有玻尿酸业务，预计整体有所拉低，23-25 年毛利率为 73.0%/72.5%/72.0%。

**骨科和防粘连及止血：**公司骨科、防粘连及止血产品市场龙头地位稳固，考虑老龄化下需求提升和疫后手术量回升，预计维持相对稳健增长，预计 2023-2025 年骨科营收增速为 14.7%/12.4%/11.8%，防粘连及止血营收增速为 13.9%/11.2%/9.3%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营收为 25.6/30.8/36.5 亿元，同比增速 20.0%/20.4%/18.8%，毛利率为 70.7%/70.8%/70.8%。

**图表 34：公司业务收入拆分及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1767.0</b>	<b>2130.3</b>	<b>2556.3</b>	<b>3076.6</b>	<b>3653.8</b>
YOY	32.6%	20.6%	20.0%	20.4%	18.8%
毛利率	72.1%	69.0%	70.7%	70.8%	70.8%
<b>眼科</b>					
<b>营业收入</b>	<b>674.4</b>	<b>769.9</b>	<b>892.3</b>	<b>1013.2</b>	<b>1148.4</b>
YOY	19.2%	14.1%	15.9%	13.6%	13.3%
毛利率	60.7%	58.8%	62.0%	62.5%	63.0%
<b>医疗美容与创面护理</b>					
<b>营业收入</b>	<b>463.4</b>	<b>748.1</b>	<b>1016.9</b>	<b>1338.4</b>	<b>1700.4</b>
YOY	91.5%	61.5%	35.9%	31.6%	27.0%
毛利率	77.4%	73.1%	73.0%	72.5%	72.0%
<b>骨科</b>					
<b>营业收入</b>	<b>402.1</b>	<b>388.4</b>	<b>445.4</b>	<b>500.7</b>	<b>559.8</b>
YOY	21.2%	-3.4%	14.7%	12.4%	11.8%
毛利率	84.3%	82.2%	82.0%	82.0%	82.0%
<b>防粘连及止血</b>					
<b>营业收入</b>	<b>192.9</b>	<b>177.2</b>	<b>201.7</b>	<b>224.2</b>	<b>245.1</b>
YOY	11.9%	-8.2%	13.9%	11.2%	9.3%
毛利率	73.3%	67.8%	73.0%	73.0%	73.0%

数据来源：Wind，华福证券研究所

**费用端：1) 销售：**考虑高投入产出比的高端玻尿酸占比有望进一步提升，且规模效应下销售费用率预计呈下降趋势，23-25 年销售费用率为 29.5%/29.0%/28.5%；

**2) 管理：**业务规模效应显现，预计 23-25 年管理费用率预计为 15.0%/14.2%/13.8%；

**3) 研发：**在研储备项目丰富，研发投入逐年加大，预计 23-25 年研发费用率达 8.6%/8.7%/8.8%。

**图表 35：公司期间费用率预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	34.7%	31.9%	29.5%	29.0%	28.5%
管理费用率	16.0%	18.9%	15.0%	14.2%	13.8%
研发费用率	9.5%	8.6%	8.6%	8.7%	8.8%

数据来源：Wind，华福证券研究所

## 5.2 相对估值

我们选取眼科、医美医疗器械赛道的代表性公司作为估值参考，可比公司 2023-2025 年预期平均 PE 为 46.6/36.9/26.4，考虑公司业务相对多元，眼科和医美市场前景广阔，给予昊海生科 2023 年 PE 为 45 倍。根据我们对昊海生科 2023-2025 年归母净利润的预测为 4.27/5.38/6.43 亿元，对应市值为 192.33 亿元，目标价格 111.91

元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36：昊海生科可比公司估值情况（截至 2023 年 6 月 16 日）

代码	公司	股价	总市值（亿元）	每股收益 EPS（元）			市盈率 PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300595.SZ	欧普康视	270.60	30.53	0.90	1.16	1.46	33.88	26.43	20.85
688050.SH	爱博医疗	220.03	207.95	3.18	4.39	5.96	65.41	47.42	34.89
688363.SH	华熙生物	453.64	93.37	2.65	3.39	4.15	35.28	27.52	22.48
300896.SZ	爱美客	997.42	461.52	8.91	12.52	16.80	51.81	35.98	27.47
可比公司平均值							<b>46.60</b>	<b>36.85</b>	<b>26.42</b>
688366.SH	昊海生科	128.42	84.80	2.49	3.13	3.74	34.10	27.10	22.66

数据来源：Wind，华福证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期）

## 六、 风险提示

**市场竞争加剧的风险：**国内眼科和医美行业市场潜力大，更多参与者的进入将使行业竞争越发激烈，若公司未能及时应对，会对公司经营产生不利影响。

**产品研发上市进度不及预期：**公司产品多为医疗器械类，研发壁垒高，上市流程周期长难度大，能否最终上市销售的不确定性大。

**医疗事故风险：**公司产品主要为医疗用途，存在医疗事故的可能性。

**代理产品供应不稳定风险。**公司部分产品为海外代理进口品牌产品，该部分产品由海外供应商提供，若海外供应商由于所在地自然灾害等因素无法正常供货，会影响该部分产品收入及业绩。

**图表 37: 财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,545	4,427	4,685	5,419	营业收入	2,130	2,556	3,077	3,654
应收票据及账款	382	545	615	725	营业成本	661	748	899	1,068
预付账款	59	8	10	12	税金及附加	14	15	18	22
存货	485	550	653	782	销售费用	680	754	892	1,041
合同资产	0	0	0	0	管理费用	402	383	437	504
其他流动资产	62	33	39	41	研发费用	182	220	267	321
流动资产合计	3,532	5,565	6,002	6,979	财务费用	-74	16	18	18
长期股权投资	3	3	3	3	信用减值损失	-16	-4	-5	-8
固定资产	759	717	681	650	资产减值损失	-54	-19	-24	-33
在建工程	519	524	534	549	公允价值变动收益	-8	-3	-3	-5
无形资产	784	814	878	899	投资收益	6	35	34	25
商誉	411	411	411	411	其他收益	40	50	55	60
其他非流动资产	885	888	891	895	<b>营业利润</b>	235	479	602	719
非流动资产合计	3,360	3,358	3,398	3,407	营业外收入	2	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>6,892</b>	<b>8,922</b>	<b>9,400</b>	<b>10,386</b>	营业外支出	1	2	1	1
短期借款	5	1,485	1,355	1,615	<b>利润总额</b>	236	478	602	719
应付票据及账款	55	224	272	327	所得税	46	45	57	67
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	190	433	545	652
合同负债	33	8	9	11	少数股东损益	10	6	7	8
其他应付款	233	233	233	233	<b>归属母公司净利润</b>	180	427	538	644
其他流动负债	186	181	195	212	EPS (摊薄)	1.05	2.49	3.13	3.74
流动负债合计	511	2,131	2,064	2,398					
长期借款	44	44	44	44	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	435	435	435	435	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	479	479	479	479	营业收入增长率	20.6%	20.0%	20.4%	18.8%
<b>负债合计</b>	<b>990</b>	<b>2,609</b>	<b>2,542</b>	<b>2,876</b>	EBIT 增长率	-45.7%	205.9%	25.3%	19.0%
归属母公司所有者权益	5,515	5,919	6,457	7,100	归母净利润增长率	-48.8%	136.8%	25.8%	19.6%
少数股东权益	388	394	401	409	<b>获利能力</b>				
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,902</b>	<b>6,313</b>	<b>6,858</b>	<b>7,509</b>	毛利率	69.0%	70.7%	70.8%	70.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,892</b>	<b>8,922</b>	<b>9,400</b>	<b>10,386</b>	净利率	8.9%	17.0%	17.7%	17.8%
					ROE	3.1%	6.8%	7.8%	8.6%
					ROIC	3.1%	7.1%	8.4%	8.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	14.4%	29.2%	27.0%	27.7%
					流动比率	6.9	2.6	2.9	2.9
					速动比率	6.0	2.4	2.6	2.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
					应收账款周转天数	64	65	68	66
					存货周转天数	229	249	241	242
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.05	2.49	3.13	3.74
					每股经营现金流	1.34	3.71	3.47	3.85
					每股净资产	32.09	34.44	37.57	41.31
					<b>估值比率</b>				
					P/E	81	34	27	23
					P/B	3	2	2	2
					EV/EBITDA	67	34	29	25

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>231</b>	<b>637</b>	<b>596</b>	<b>662</b>
现金收益	301	632	743	852
存货影响	-130	-65	-103	-129
经营性应收影响	40	-94	-47	-79
经营性应付影响	-14	170	48	54
其他影响	35	-5	-44	-37
<b>投资活动现金流</b>	<b>-682</b>	<b>-147</b>	<b>-190</b>	<b>-170</b>
资本支出	-274	-176	-217	-187
股权投资	48	0	0	0
其他长期资产变化	-456	29	27	17
<b>融资活动现金流</b>	<b>-288</b>	<b>1,393</b>	<b>-148</b>	<b>242</b>
借款增加	26	1,479	-130	260
股利及利息支付	-138	-242	-286	-335
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-177	156	268	317

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20% 与-10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn