2019 年 10 月 14 日

科创板询价报告之昊海生科

医药生物

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,558	1,834	2,135	2,450
（+/-）	15.1%	17.7%	16.5%	14.7%
营业利润	527	607	707	806
（+/-）	13.9%	15.4%	16.4%	13.9%
归属母公	415	486	571	654
（+/-）	11.3%	17.3%	17.4%	14.6%
EPS（元）	2.59	2.73	3.21	3.68

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏
执业证书编号：S1050517060001
电话：021-54967706
邮箱：duyh@cfsc.com.cn
联系人：陈成
电话：021-54967650
邮箱：chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（8621）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

建议询价区间：[41.72，54.23]元/股

● **医用生物材料领域的龙头企业。**公司成立于 2007 年，主要从事生物医用材料的研发、制造和销售，于 2015 年在港交所挂牌上市（昊海生物科技，6826.HK）。公司围绕医用透明质酸钠/玻璃酸钠和医用几丁糖两大主要有效成份，积极将医用可吸收生物材料产品线向各个治疗领域进行延伸，产品应用范围覆盖眼科、整形美容与创面护理、骨科、止血与防粘连四大治疗领域，在国内市场上占有较大的份额。**（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 6 月 12 日发布的报告《科创板医药生物系列之十八：昊海生科》）。**

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司 2018 年实现营业收入 15.58 亿元，同比增长 15.1%；实现归母净利润 4.15 亿元，同比增长 11.3%。2018 年公司毛利率为 78.5%，净利率为 29.2%，ROE 为 11.5%，资产负债率为 13.55%，总体经营状况良好。2019H1 实现营业收入 7.85 亿元；实现归母净利润 1.83 亿元。2019H1 销售净利率和销售毛利率有所下滑，分别为 76.52%和 25.02%，ROE 为 4.89，资产负债率为 11.01%。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 18.34 亿元、21.35 亿元和 24.50 亿元；实现归母净利润分别为 4.86 亿元、5.71 亿元和 6.54 亿元。

● **公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。**我们采用历史估值法预测公司估值为 80.2 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 87.5 亿元；考虑到公司已经进入相对成熟的发展阶段，我们以 PE 估值法为主，历史估值法为辅，我们分别给予 PE 估值法 70%权重、历史估值法 30%权重，最终得出公司当前估值约为 85.3 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 1780 万股，公司发行后总股本为 17785 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 47.98 元/股，建议询价区间为[41.72，54.23]元/股。**（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）**

● **风险提示：**行业政策风险；产品质量风险；市场竞争风险。

目录

一、历史估值参考法分析 3
二、相对估值 PE 法分析 3
三、估值及询价分析 5

图表目录

图表 1：公司近年融资历程 3
图表 2：公司历史估值溢价分析 3
图表 3：可比公司估值水平 4
图表 4：昊海生物科技（6826.HK）PE-band 4
图表 5：PE 估值分析 4
图表 6：公司估值测算与询价分析 5

一、历史估值参考法分析

从公司历年融资及股权转让情况来看，2018 年 6 月，公司完成股份转让后投后估值达到 40.11 亿元，公司 2017 年实现归母净利润 3.72 亿元，对应当时 PE 估值在 11 倍左右。考虑到二级市场相对一级市场的估值溢价，以及公司业绩的成长性，综合分析，我们在公司 2018 年 40.11 亿元的基础上，给予 100%的溢价率，则公司对应的当前估值约为 80.2 亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	股本变动明细	投后估值（亿元）
2017年4月	第一次内资股股份转让	29.17
2018年6月	第二次内资股股份转让	40.11

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
溢价率	40%	50%	60%	80%	100%	120%	150%	170%	200%
估值（亿元）	56.2	60.2	64.2	72.2	80.2	88.2	100.3	108.3	120.3

资料来源：华鑫证券研发部

二、相对估值 PE 法分析

公司主营透明质酸钠和医用几丁糖等医用生物材料，考虑到公司的基本面状况，我们认为 A 股上市公司中景峰医药（000908）和正海生物（300653）与公司具有一定的可比性，可作为相对估值参考。景峰医药的全资子公司景峰制药的主营产品为玻璃酸钠注射液（骨科和外科用）；正海生物主要产品为生物再生材料，涉及整形美容与创面护理、骨科领域。当前可比公司 2019 年市场一致预期的 PE 为 44 倍左右。

此外，公司于 2015 年在港交所上市（昊海生物科技，6826.HK），公司上市以后估值水平长期在 15-20 倍之间波动，当前在公司在港股市场的市盈率在 15 倍左右。

图表 3：可比公司估值水平

代码	公司简称	股价（元/股）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
000908	景峰医药	4.46	39	0.21	0.17	0.18	21.5	25.5	24.7
300653	正海生物	85.60	68	1.21	1.39	1.80	70.7	61.5	47.6
	平均值						46.1	43.5	36.2

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 10 月 11 日）

图表 4：昊海生物科技（6826.HK）PE-band

资料来源：Wind、华鑫证券研发部

关于昊海生科未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1）公司产品在眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血四个主要业务领域维持稳定的市占率；2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3）下游销售渠道维持稳定；4）在研产品能够陆续获批成功上市；5）期间费用控制良好。基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 4.86 亿元、5.71 亿元和 6.54 亿元。

综合考虑公司的收入利润规模，业绩成长性、发展潜力以及不同市场的估值差异等因素，我们主要参考公司在港股市场的市盈率，按 2019 年 18 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 87.5 亿元。

图表 5：PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	10	12	14	16	18	20	22	24	26
市值（亿元）	48.6	58.3	68.1	77.8	87.5	97.2	107.0	116.7	126.4

资料来源：华鑫证券研发部

三、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 80.2 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 87.5 亿元。考虑到公司收入和利润都已形成一定的规模，公司属于相对成熟型的成长性企业，我们以 PE 估值法为主，历史估值参考法为辅，对公司进行估值测算，我们分别给予历史估值参考法 30%权重、PE 估值法 70%权重，最终得出公司当前估值约为 85.3 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 1780 万股，公司发行后总股本为 17785 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 47.98 元/股，建议询价区间为[41.72,54.23]元/股。**（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）**

图表 6：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值（亿元）	80.2	30%
PE估值法估值(亿元)	87.5	70%
市值（亿元）	85.3	
发行后总股本（万股）	17785	
每股股价(元/股)	47.98	
询价区间（元/股）	41.72	54.23

资料来源：华鑫证券研发部

四、风险提示

风险主要包括：行业政策风险；产品质量风险；市场竞争风险。

表附录：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：				
货币资金	1,443	3,274	3,719	4,219
应收款	492	509	564	612
存货	198	234	265	293
其他流动资产	160	176	193	213
流动资产合计	2,293	4,018	4,548	5,124
非流动资产：				
可供出售金融资产	0	0	0	0
固定资产+在建工程	695	759	825	893
无形资产+商誉	800	711	650	611
其他非流动资产	57	62	69	76
非流动资产合计	2,144	1,905	1,935	1,991
资产总计	4,436	5,923	6,483	7,115
流动负债：				
短期借款	19	21	23	25
应付账款、票据	41	46	53	60
其他流动负债	391	430	473	521
流动负债合计	451	497	549	606
非流动负债：				
长期借款	16	0	0	0
其他非流动负债	133	140	147	154
非流动负债合计	150	140	147	154
负债合计	601	637	696	760
所有者权益				
股本	160	178	178	178
资本公积金	1,770	3,170	3,170	3,170
未分配利润	1,558	1,951	2,408	2,925
少数股东权益	224	224	224	224
所有者权益合计	3,835	5,699	6,217	6,805
负债和所有者权益	4,436	6,336	6,913	7,565

利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,558**	**1,834**	**2,135**	**2,450**
营业成本	334	367	433	502
营业税金及附加	12	12	12	12
销售费用	495	568	660	752
管理费用	240	275	318	363
财务费用	-62	-17	-28	-33
费用合计	673	826	950	1,082
资产减值损失	3	3	4	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	23	24	25	26
营业利润	**527**	**607**	**707**	**806**
加：营业外收入	0	1	1	1
减：营业外支出	1	0	0	0
利润总额	**525**	**608**	**708**	**806**
所得税费用	70	79	92	105
净利润	**455**	**529**	**616**	**701**
少数股东损益	41	43	45	47
归母净利润	**415**	**486**	**571**	**654**

现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	455	529	616	701
折旧与摊销	76	177	161	153
财务费用	-60	-17	-28	-33
存货的减少	-23	-37	-31	-28
营运资本变化	-38	-12	-47	-42
其他非现金部分	-28	-20	-20	-21
经营活动现金净流量	391	620	650	731
投资活动现金净流量	-795	-135	-149	-163
筹资活动现金净流量	-85	1347	-56	-68
现金流量净额	-486	1,831	445	499

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	15.1%	17.7%	16.5%	14.7%
营业利润增长率	13.9%	15.4%	16.4%	13.9%
归母净利润增长率	11.3%	17.3%	17.4%	14.6%
总资产增长率	8.0%	33.5%	9.5%	9.7%
盈利能力				
毛利率	78.5%	80.0%	79.7%	79.5%
营业利润率	33.8%	33.1%	33.1%	32.9%
三项费用/营收	43.2%	45.1%	44.5%	44.2%
EBIT/销售收入	28.6%	33.5%	33.4%	33.2%
净利润率	29.2%	28.8%	28.8%	28.6%
ROE	11.9%	9.3%	9.9%	10.3%
营运能力				
总资产周转率	35.1%	31.0%	32.9%	34.4%
资产结构				
资产负债率	13.5%	10.8%	10.7%	10.7%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	0.86	1.17	1.06	1.04
每股数据（元/股）				
每股收益	2.59	2.73	3.21	3.68
每股净资产	23.96	32.04	34.96	38.26

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn