

2019年10月14日

证券研究报告·新股分析报告

昊海生科(688366) 医药生物

合理价格区间

80.9~101.2元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

医用生物材料全产业链龙头

投资要点

- **深耕生物医用材料12年，稳健成长为行业龙头。**公司是一家高科技生物医药材料企业，其主营业务涉及眼科、骨科、普外科等多个领域，多个产品现已在相对领域建立起龙头地位，竞争优势突出。2012~2018年，公司通过外延并购+自主研发成长为行业领军者，2018年公司实现收入15.5亿元，6年CAGR为31.2%，高于行业平均增速的17.0%，净利润4.1亿元，CAGR为24.0%。受国家政策支持、人口老龄化、消费能力升级和行业技术创新等因素驱动，公司未来有望加速增长。
- **整合眼科优质资源，一跃成为全产业链大当家。**目前我国眼科疾病患者群体庞大，其中白内障发病率仍在持续提高，而手术渗透率相对发达国家不足1/6，内地青少年近视发病率已超过50%，而角膜塑形镜治疗率仍不及香港的1/4，二者皆有很大的发展空间。2016~2017年间公司通过高效率收购人工晶体研发、销售、服务相关企业，快速成长为行业龙头。2018年公司人工晶体销量约110万片，市场份额超过30%，产品极其丰富约24个型号，终端价格跨度大可深度覆盖广大患者需求，其中中端及中高端产品销量增速超过20%。2017年公司通过收购海外视光材料生产商Contamac掌握眼科产品上游资源，借助进口技术弯道超车，有望在角膜接触镜领域快速实现进口替代。此外，公司眼科粘弹剂市场份额约46%，一家独大。
- **骨科、防粘连以及整形与创面产品占据行业举足轻重的地位。**目前公司的骨科关节腔粘弹剂市场占有率保持第一，约36.0%，已实现进口替代，且市场份额仍在稳步提升。防粘连产品中透明质酸钠凝胶和医用几丁糖的市场份额分别为21.6%和27.4%，合计为49.1%，同为市场第一。rh-EGF市场份额约20%，2018年销售额增速为36.2%，远高于行业平均水平，市场份额正在稳步扩大。
- **盈利预测与估值。**预计公司2019-2021年归母净利润分别为4.4亿、5.1亿和6.4亿元。公司预计发行1780万股，发行后总股本为17784.5万股，2019-2021年对应发行后EPS分别为2.45、2.89元和3.63元，给予公司2020年28倍~35倍估值，对应目标价80.92元~101.16元。
- **风险提示：**高值耗材招标降价的风险，白内障手术CSR增速不及预期的风险，整形美容产品医疗事故风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1558.45	1739.64	2023.33	2407.47
增长率	15.06%	11.63%	16.31%	18.99%
归属母公司净利润(百万元)	414.54	435.79	514.00	644.79
增长率	11.31%	5.13%	17.95%	25.44%
每股收益EPS(元)	2.59	2.45	2.89	3.63
净资产收益率ROE	11.87%	7.93%	8.25%	9.03%

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈铁林

执业证号: S1250516100001

电话: 023-67909731

邮箱: ctl@swsc.com.cn

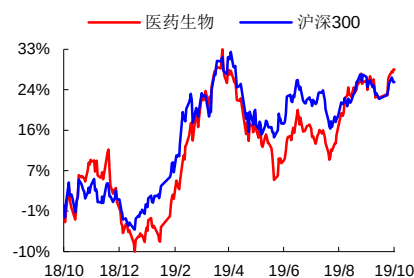
分析师: 朱国广

执业证号: S1250513110001

电话: 021-58351962

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	16,005
本次发行(万股)	1,780
发行后总股本(万股)	17,785
2018年每股收益(摊薄后)(元)	2.59
2018年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	2.35

主要指标(2018)年

每股净资产	21.57
毛利率	78.54%
流动比率	5.08
速动比率	4.64
应收账款周转率	4.03
资产负债率	13.55%
净资产收益率	11.87%

相关研究

投资要件

关键假设

根据公司现有产品线以及在研管线，我们对公司主要产品做出以下假设：

假设 1：眼科产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 18%，毛利率不低于 68%

假设 2：整形美容与创面护理类产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 10%，毛利率不低于 90%；

假设 3：骨科产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 8%，毛利率不低于 86%；

假设 4：防粘连止血类产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 5%，毛利率不低于 78%。

公司亮点

1) 公司是国内生物医学材料领域的龙头企业，多款眼科、骨科以及防粘连止血产品市场份额均为全国第一，公司通过不断自主创新+整合优质资源，使得市场竞争地位持续加强；

2) 公司眼科板块所处行业发展趋势持续向好，全国白内障及近视患病率高，治疗率低，发展空间较大；公司人工晶体市占率超 30%，为行业龙头，同时公司积极布局上游视光材料，通过引进先进技术弯道超车，加速实现进口替代；

3) 2018 年公司骨科、手术防粘连、眼科粘弹剂市场份额分别为 36%、49%以及 46%，均为行业第一，rh-EGF 市场份额约 20%，目前正以高于行业平均增速的水平快速扩大市场份额。

股价上涨的催化因素

1) 中、高端产品快速放量，优化盈利结构；2) 研发进度提速，新品带动产品均价提升；3) 白内障筛查放宽，民营医院手术量上升。

估值和目标价格

参考行业估值水平，给予公司 2020 年 28~35 倍 PE 估值。国内最具代表性的眼科可比公司包括欧普康视，2020 年估值 52 倍；生物材料公司包括正海生物、凯利泰以及景峰医药平均估值 32 倍；与公司拥有伤口管理竞品的双鹭药业 2020 年估值 24 倍，5 家可比公司 2020 年平均 PE 为 33 倍，给予公司 2020 年 28 倍~35 倍估值，对应目标价 80.92 元~101.16 元。

投资风险

研发进展或不及预期；新产品市场推广或低于预期；耗材集中采购导致大幅降价；白内障手术 CSR 增速不及预期的风险；整形美容产品医疗事故风险。

目 录

1 深耕医用生物材料 12 年，造就行业龙头地位	1
1.1 多领域布局医用生物材料，行业正当高成长期	1
1.2 发展历程：外延并购+自主研发，稳步建立行业龙头地位	2
1.3 历史收入、利润情况以及盈利能力	3
1.4 高研发投入形成强劲内生驱动力	6
2 整合眼科全产业链优质资源，一跃成为行业龙头	9
2.1 人工晶体：国内绝对龙头，有望成为 10 亿量级重磅业务	9
2.2 整合全球视光材料龙头企业，实现上下游全产业链布局	13
2.3 眼科粘弹剂：市场份额一家独大，15%稳健增长	15
3 整形美容与创面护理：核心品种市占率稳健提升	17
3.1 中国医美市场崛起，千亿市场规模依旧高速增长	17
3.2 透明质酸：医美风潮带动市场增长，进口替代空间大	17
3.3 重组人表皮生长因子：医保调节加速放量，市占率逐年提升	19
4 骨科产品：全国市场份额第一，已实现进口替代	20
5 防粘连止血：看好行业长期发展，保持 15%稳健增长	21
6 盈利预测与估值	23
6.1 盈利预测	23
6.2 相对估值	24
7 风险提示	24

图 目 录

图 1: 中国生物材料市场将进入高速增长阶段	1
图 2: 公司股权结构图	2
图 3: 眼科、骨科以及手术防粘连市场份额行业第一, 创面产品稳步提升	3
图 4: 公司营业收入及增速	3
图 5: 公司归母净利润及增速	3
图 6: 公司期间费用率变化趋势	4
图 7: 公司盈利能力变化趋势	4
图 8: 4 大板块产品线丰富、规格齐全, 助力公司业绩多点开花	5
图 9: 公司年主营业务收入结构情况	5
图 10: 公司年主营业务毛利情况	5
图 11: 公司历史研发投入	6
图 12: 近年来我国白内障手术数量明显上升	9
图 13: 中国白内障治疗渗透率远低于其他国家	9
图 14: 人工晶状体销售收入情况	10
图 15: 人工晶状体为眼科板块核心收入来源	10
图 16: 公司已初步实现眼科产品全产业链布局	10
图 17: 公司产品基础、中、高端全面覆盖, 深度绑定不同患者的需求	11
图 18: 2018 年人工晶体销量结构	11
图 19: 2018 年各类产品销量增速	11
图 20: Lenstec 为眼科板块核心收入来源	12
图 21: Lenstec 三年销售收入复合增速 28%	12
图 22: Contamac 产品线丰富	13
图 23: 全球各地区隐形眼镜销售情况, 亚太地区份额较低	14
图 24: 亚太地区处于隐形眼镜市场萌芽阶	14
图 25: 国内眼科粘弹剂市场规模稳健增长	16
图 26: 眼科粘弹剂销售收入情况	16
图 27: 国内眼科粘弹剂市场格局	16
图 28: 中国医美市场规模	17
图 29: 中国医美渗透率远低于其他发达国家	17
图 30: 透明质酸医美终端产品最为畅销	18
图 31: 2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局	18
图 32: 玻尿酸产品销售情况	18
图 33: 整形美容与创面护理板块收入结构	18
图 34: 重组人表皮生长因子市场将加速增长	19
图 35: 公司 rh-EGF 历史销售情况	19
图 36: 公司产品市占率稳健提升	19
图 37: 我国骨科关节腔粘弹补充制剂市场规模 (亿元)	20
图 38: 公司骨科板块收入情况	20
图 39: 骨科板块收入结构	20

图 40: 公司为骨科关节腔粘弹补充剂市场龙头企业	21
图 41: 防粘连剂市场规模及预测	21
图 42: 防粘连剂产品类型及格局	21
图 43: 公司防粘连剂产品收入情况	22
图 44: 防粘连剂产品收入结构	22
图 45: 公司为全国防粘连剂市场龙头企业	22

表 目 录

表 1: 公司大事记一览表	2
表 2: 公司核心技术产品收入占比高	6
表 3: 公司募投项目概况	6
表 4: 眼科在研项目	7
表 5: 公司在人工晶体方面不断创新	12
表 6: 公司人工晶体销售规模测算	13
表 7: 角膜塑形镜销售规模及市场空间测算	15
表 8: 收入成本预测	23
表 9: 可比公司盈利预测相对估值	24
附表: 财务预测与估值	25

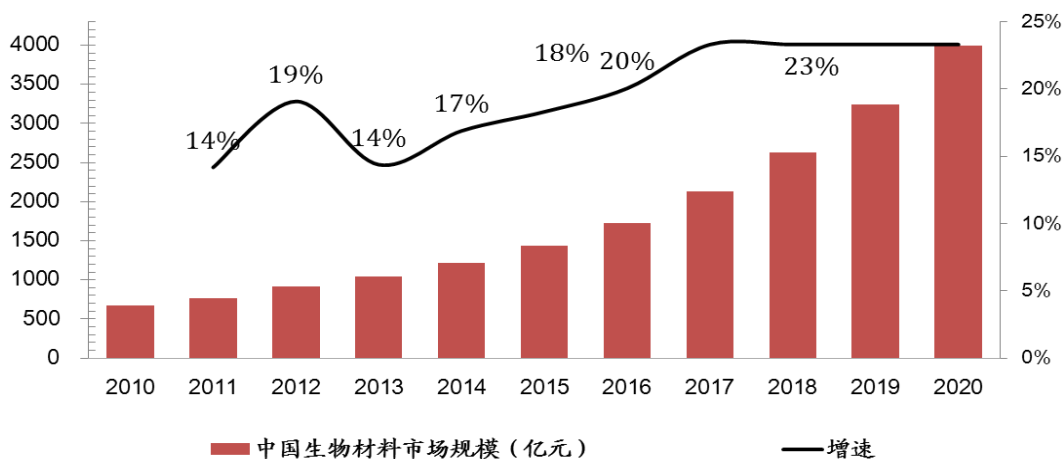
1 深耕医用生物材料 12 年，造就行业龙头地位

1.1 多领域布局医用生物材料，行业正当高成长期

公司是一家高科技生物医药企业,专注于研发、生产及销售医用可吸收生物材料,其主营业务涵盖生物材料、生物制剂、基因工程药品。专业生产具有广泛临床应用前景的全系列可降解生物材料透明质酸钠,拥有自主知识产权的水溶性医用几丁糖以及胶原蛋白系列专科产品,以及国家一类新药“基因重组人表皮生长因子”和相关产品。产品临床应用涉及眼科、骨科、普外科、妇产科、整形美容科、烧伤科、皮肤科等多个领域。

近年来,高技术生物材料及制品产业已经形成并正在蓬勃发展,2016 年全球生物医用材料市场规模已达 1709 亿美元,预计 2020 年市场规模将突破 3000 亿美元。未来随着医学科技的迅速发展,生物材料也面临巨大的发展机遇。我国生物医用材料产业起步于 1980 年代初期,现已初具规模。2016 年国内生物材料市场规模达 1730 亿元,2010~2016 年复合增速为 17.1%。受到国家政策支持、人口老龄化、消费能力升级和行业技术创新等因素驱动,国内生物医用材料未来将继续保持高速发展,预计到 2020 年我国生物医用材料市场规模将达到 4000 亿元,4 年复合增速达到 23.3%。

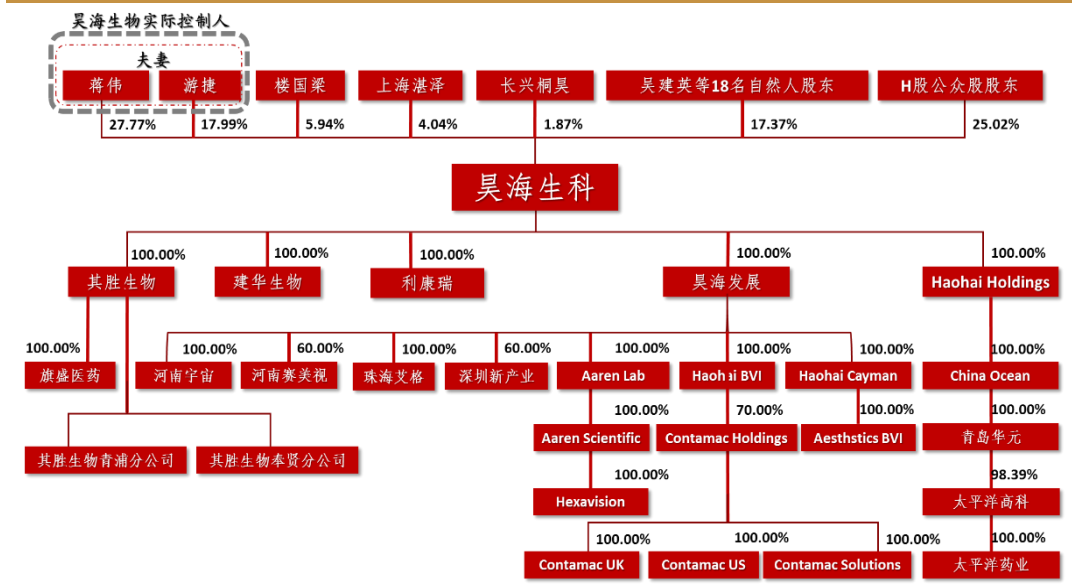
图 1: 中国生物材料市场将进入高速增长阶段



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

公司前三大股东为蒋伟、游捷以及楼国梁,三者持股比分别为 27.8%、18.0%以及 5.9%。此外蒋伟通过上海湛泽间接持有公司 4.04%的股权。蒋伟、游捷为夫妻关系,二者为公司实际控制人合计持有公司 49.81%的股权。其余股东均持股小于 5%,股权结构相对集中。此外,公司执行董事、董事会主席侯永泰以及执行董事、总经理吴剑英均持股 3.8%。

图 2：公司股权结构图



数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.2 发展历程：外延并购+自主研发，稳步建立行业龙头地位

2007 年公司成立后先后对上海建华、其胜生物进行整合，涉足于精细生物制品以及可吸收生物材料领域。2010 年，公司完成对上海利康瑞的收购，扩充止血防粘连产品线，继续壮大对生物医用材料的布局以及在行业中的影响力。2015 年公司于香港联交所主板成功上市，并于次年取得深圳新产业、河南宇宙、珠海艾格控股权，眼科产品得以向基础、中、高端全面延伸。2017 年公司取得英国 Contamac 控股权，因此实现了对高端眼科产品原材料的技术掌控，一跃成为国内最大眼科材料企业。

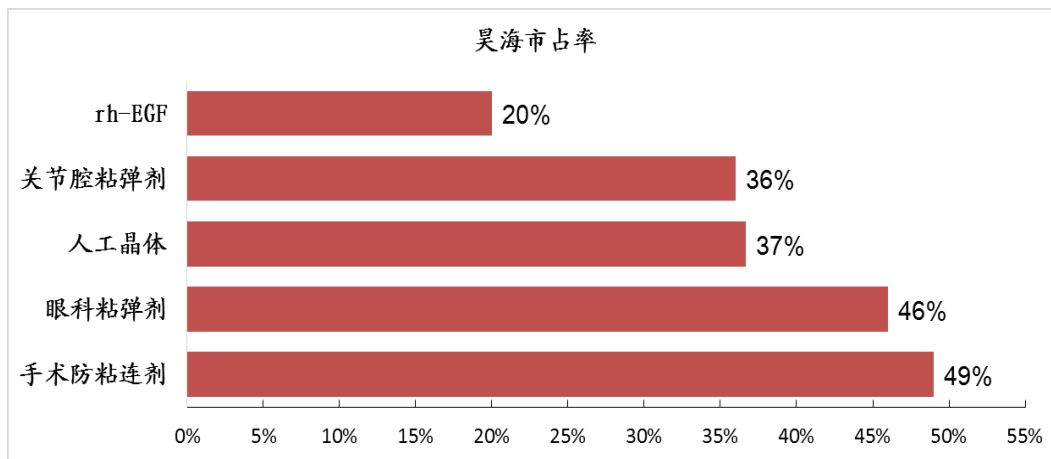
表 1：公司大事记一览表

时间	重要事件
2007	公司成立；收购上海建华、其胜生物，并向上海华源取得松江厂控制权
2010	收购上海利康瑞，扩充止血防粘连产品线
2011	资助成立上海医用可吸收生物材料创新转化促进中心和上海医用可吸收生物材料产业技术创新战略联盟
2013	成立上海市企业技术中心
2014	组建上海医用可吸收生物材料工程技术研究中心
	完成昊海松江厂区新制剂车间建设并通过新版 GMP
	全面完成其胜生物生产线升级改造
	完成上海利康瑞新厂房土木建设工程
2015	香港联交所主板成功上市
2016	取得深圳新产业、河南宇宙、珠海艾格控股权
2017	取得英国 Contamac 控股权
2018	荣获“国家企业技术中心”认定
	获评“2018 年度国家知识产权优势示范企业”

数据来源：公司官网，西南证券整理

经过十余年自主创新和产业整合，公司完成了医用材料的行业重组，实现了创新基因工程药物的产业化，进而在眼科、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取得了行业领先优势，其中眼科、骨科以及手术防粘连产品市场份额均处于行业第一水平。

图 3：眼科、骨科以及手术防粘连市场份额行业第一，创面产品稳步提升



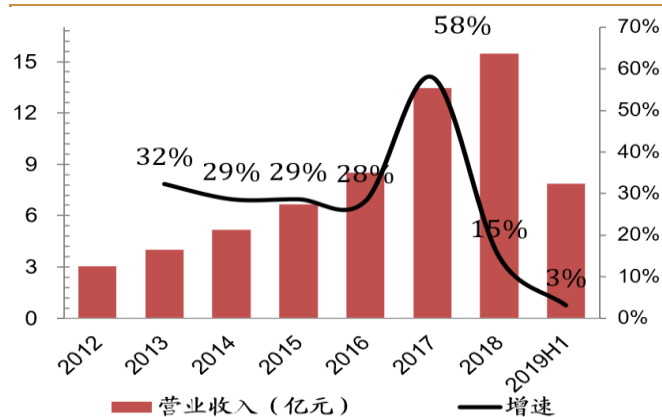
数据来源：公司招股书、PDB，西南证券整理

1.3 历史收入、利润情况以及盈利能力

1.3.1 主营业务稳健增长，规模扩大导致管理费用短期上涨

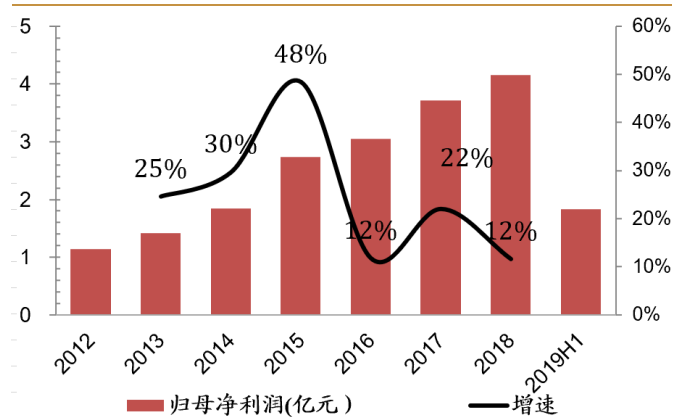
公司业绩状况：公司 2018 年实现营收 15.6 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 4.2 亿元，同比增长 11.6%。公司 2012~2018 年收入 CAGR 为 31.2%，6 年翻 5 倍；净利润 CAGR 为 24.0%，6 年翻 4 倍。2018 年收入利润增速有所回落主要因 2017 年收入占比接近 30% 的人工晶状体因并表因素增速达到 828.2%，基数较大，增速回落为正常现象。

图 4：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司归母净利润及增速

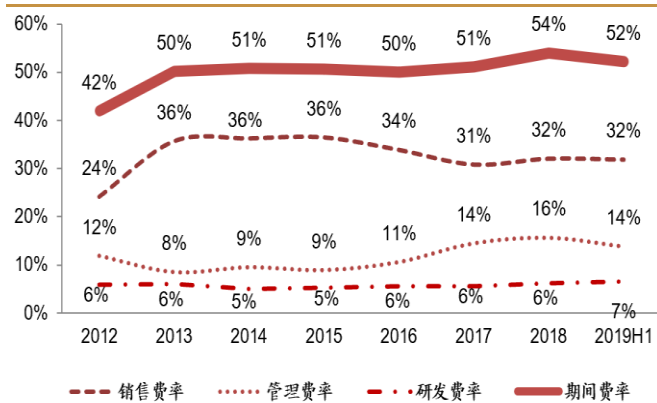


数据来源：Wind，西南证券整理

公司盈利能力：

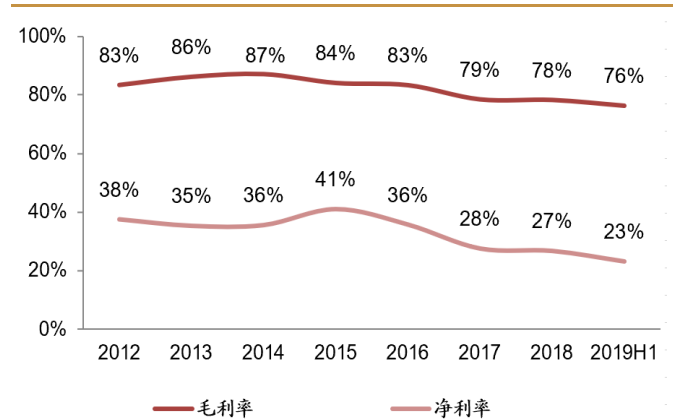
- 销售费用率：公司 2016~2018 年销售费用率相对平稳，较前期有所下降，三年维持在 32% 左右。
- 管理费用率：2016 年~2018 年公司管理费用率提升 5.1pp，主要因 1) 公司业务规模扩大；2) 无形资产规模上升，摊销增加；3) 新增租赁总部办公场所，导致租赁费用上升。管理费用率上升是导致期间费用率整体上升的主要因素。
- 毛利率：2012~2015 年，公司平均毛利率为 85%。2016~2018 年毛利率总体下降 4.9pp，主要因公司并购的眼科高值耗材业务的毛利率低于公司其他产品毛利率。扣除该因素，公司在主营业务收毛利率相对较为稳定。
- 净利率：公司 2015 年净利率为 41%，达到最高点，2016 年后因管理费用率以及毛利率的变动导致净利率有所下滑。

图 6：公司期间费用率变化趋势



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 7：公司盈利能力变化趋势

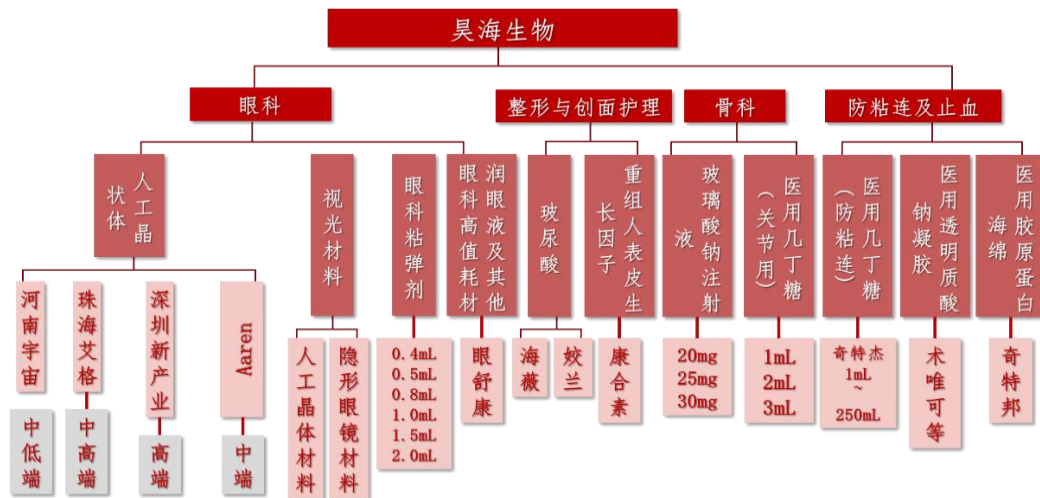


数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.3.2 四大板块产品丰富，人工晶体为公司核心收入来源

公司产品大致分为 4 个板块：眼科、整形与创面护理、骨科以及防粘连止血。其中眼科主要产品分为人工晶状体、视光材料、眼科粘弹剂等；整形与创面护理板块主要产品分为玻尿酸及重组人表皮生长因子；骨科主要产品为关节腔内注射用玻璃酸钠以及医用几丁糖；防粘连止血主要产品为医用几丁糖、医用透明质酸钠以及医用胶原蛋白海绵。**4 大板块产品线丰富、规格齐全，助力公司业绩多点开花，特别是人工晶体现已全面覆盖低、中、高端品种，可全面覆盖不同层次临床需求，竞争优势突出。**

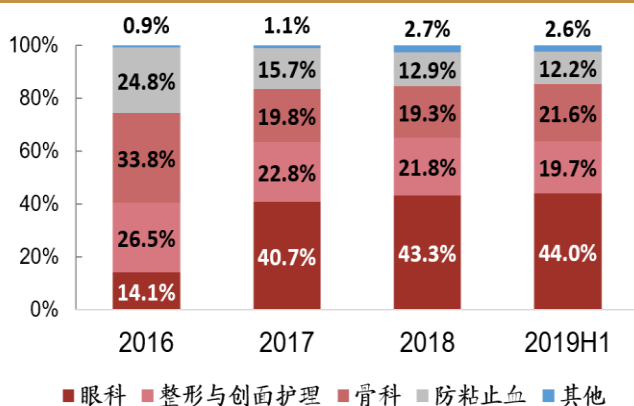
图 8：4 大板块产品线丰富、规格齐全，助力公司业绩多点开花



数据来源：公司招股书、官网，西南证券整理

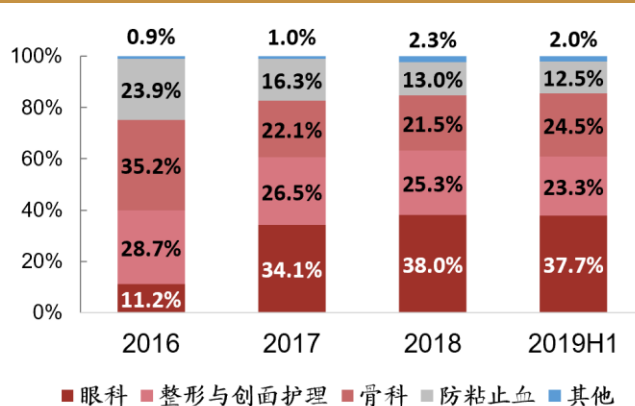
2018 年 4 大板块收入及毛利结构分别为 43.3%、21.8%、19.3%、12.9%以及 38.0%、25.3%、21.5%、13.0%。2016~2018 年公司收入毛利结构变化较大，主要因公司于 2016 年收购两家人工晶体公司，并表后，眼科板块一跃成为公司主力收入来源。

图 9：公司年主营业务收入结构情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 10：公司年主营业务毛利情况



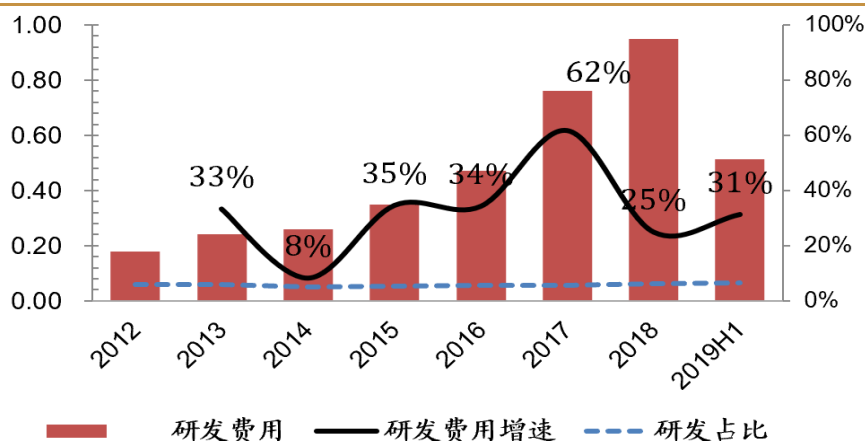
数据来源：公司招股书，西南证券整理

- 眼科：2018 年该板块合计销售额为 6.7 亿元，同比增长 22.3%。其中人工晶状体收入 4.3 亿元，占该板块总收入的 64.2%，为公司核心品种。
- 整形与创面：该板块 2018 年销售收入为 3.4 亿元，同比增长 9.9%。玻尿酸及重组人表皮生长因子收入分别占该板块的 78.5%、21.5%。重组人表皮生长因子则维持 36.2%的高调增长。
- 骨科：该板块 2018 年销售收入为 3.0 亿元，同比增长 12.4%，其中玻璃酸钠注射液以及医用几丁糖收入占比分别为 70.5%、29.5%。
- 防粘连止血：2018 年该板块销售收入为 2.0 亿元，同比下滑 5.1%，主要因医保支付改革以及地方招标导致防粘连几丁糖的销量以及单价均有所下滑，预计今年会有所回升。

1.4 高研发投入形成强劲内生驱动力

参考公司港股财务报表，公司研发费用率从2014年的5.0%上升至2018年的6.1%；费用绝对值一直维持高速增长态势，从2012年的1757万元增长至2018年的9540万元，复合增速为32.6%，高于收入增速，充分体现了公司以科技为核心驱动力的发展理念。我们预计随着产品类型的增加，公司研发费用将持续增长。

图 11：公司历史研发投入



数据来源：公司招股书，西南证券整理

在自主研发方面，公司先后搭建了人工晶状体及视光材料、医用几丁糖、医用透明质酸钠/玻璃酸钠和重组人表皮生长因子四大生物医用材料研发平台。同时，公司立足现有产品延伸发展新型生物医用材料，通过全球合作研发拓展新产品线，实现了公司经营业绩的持续、快速增长。2016年，核心技术产品为公司创造了94.7%的收入，2017~2018年该比例有所下降主要因为公司新添代理品种。

表 2：公司核心技术产品收入占比高

	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入 (亿元)	8.6	13.5	15.6
核心技术产品收入 (亿元)	8.2	10.8	12.4
占总收入比	94.7%	79.5%	79.4%

数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司本次拟发行不超过1,780万股，占A股发行后公司总股本的比例为10.0%。本次计划募集资金14.8亿元，主要用于：1) 补充流动资金；2) 投向上海昊海生科国际医药研发及产业化项目，该项目的主要产品为医用透明质酸钠系列、医用几丁糖系列、外用重组人表皮生长因子等系列产品。

表 3：公司募投项目概况

序号	项目名称	总投资 (万元)	金额占比	募投金额 (万元)
1	上海昊海生科国际医药研发及产业化项目	216,520	91.5%	128,413
2	补充流动资金	20,000	8.5%	20,000
	合计	236,520	100%	148,413

数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司正在从事的研发项目主要围绕公司现有的产品系列，进行改良或者根据市场需求开发新产品。公司将专注于研发：1) 创新中高端人工晶状体产品以及覆盖眼视光、干眼症、青光眼等眼科治疗领域的产品；2) 第三代玻尿酸等创新性组织填充材料；3) 纤维蛋白封闭剂和二代温敏性几丁糖等智能型凝胶等。

表 4：眼科在研项目

项目名	项目内容	拟投入总预算(万元)	所处阶段
眼科在研项目			
非球面多焦点人工晶状体	通过自主研发获得一种新型的基于衍射光学原理的多焦点人工晶状体，使得从远距到中距，再到近距的物体可以同时清晰成像于视网膜，弥补人工晶状体缺少自然晶状体调节功能的缺陷，使患者在术后获得良好的全程视力，提高术后完全脱镜率	2000	临床前
非球面散光矫正型人工晶状体	基于自主研发的创新型非球面人工晶状体开发平台，通过精确设计的光学区柱面附加，开发一种具有矫正角膜散光功能的新型人工晶状体	1850	临床前
角膜塑形镜	利用自主研发的光学设计系统，基于高透氧材料，研制一种新型角膜塑形镜，以实现近视控制和视力矫正的功能	1500	注册检验
贝美前列素滴眼液	利用贝美前列素作为原料药研制出贝美前列素滴眼液，用于开角型青光眼的治疗，通过增加房水流经小梁网及葡萄膜巩膜外流途径而降低眼压	1280	临床前
盐酸莫西沙星滴眼液	研发第四代喹诺酮类抗生素盐酸莫西沙星滴眼液，用于细菌性结膜炎治疗	750	申报生产
盐酸利多卡因眼用凝胶	利用盐酸利多卡因和羟丙基甲基纤维素（HPMC）研制出盐酸利多卡因眼用凝胶，用于眼科手术局部麻醉，提高眼用表面麻醉剂的维持时间	750	已完成临床研究
其他	-	8130	-
眼科合计	-	15320	-
整形美容与创面护理在研项目			
智能交联胶原蛋白填充剂的研制	通过体内环境智能调节交联技术，使得胶原蛋白填充剂具有优秀的组织融合性和体内维持时间	1,400	临床前研究
有机交联透明质酸钠凝胶的研制	以天然产物为交联剂，多糖为主要原料，通过交联反应制备出适宜于体内注射的美容填充材料，提高了产品使用的安全性	1,200	注册检验
智能感应的注射用透明质酸钠凝胶的研究	在体内氧化环境下，可以通过形成/还原二硫键起到消除氧化剂和清除自由基的作用，从而起到维持体内氧化-还原环境平衡的作用。为注射美容、系统性疾病的早期预防以及智能药物缓释提供一种新的选择手段	1,000	临床前研究
具有胶原刺激作用的注射用凝胶剂的研制	以可吸收生物多糖为分散剂，将无机填充物微球分散其中，制备得到具有胶原刺激活性的注射填充剂	1,000	临床前研究
无颗粒线性交联透明质酸钠凝胶的研制	一种新型的交联透明质酸钠凝胶的制备方法，摆脱了传统工艺的粉碎或挤压对交联透明质酸钠的机械外力造成的酶解位点的过多暴露。该项目制备的交联透明质酸钠具有抗高温和抗酶解的特性，同时具有无颗粒化及高内聚性的特点	680	申报生产
其他	-	2870	-
美容与创面合计	-	7470	-
骨科在研项目			
新型玻璃酸钠注射液	通过交联技术生产新型玻璃酸钠注射液，解决不同人群骨关节炎无法差异	1,300	临床前研究

项目名	项目内容	拟投入总预算(万元)	所处阶段
	化治疗的临床困难		
大规格玻璃酸钠注射液	通过研发大规格玻璃酸钠注射液, 解决骨关节炎多次治疗导致临床依从性差的问题, 用于骨关节炎粘弹疗法, 从而填补国内大规格空白	1,800	临床前研究
新型复合交联多糖基关节腔注射液	通过多糖衍生化技术研发玻璃酸钠交联关节腔制剂, 用于膝关节炎治疗, 相对传统关节腔粘弹注射疗法, 高性能交联制剂可以延长玻璃酸钠关节腔内滞留时间及骨关节炎治疗疗效	2,250	临床前研究
生物交联玻璃酸钠注射液	采用生物交联剂替代化学交联剂, 研发生物交联长效玻璃酸钠制剂, 延长骨关节炎治疗疗效, 同时减少传统化学交联剂长期应用存在的局部安全性问题	1,460	临床前研究
线性交联几丁糖关节腔注射液	以水溶性医用几丁糖为主要原料和天然多肽为交联剂, 制备线性交联几丁糖关节腔注射液	1,500	临床前研究
骨科合计	-	8310	-
外科及其他在研项目			
动物源性系列新型止血药物开发	通过创新型的动物活体采浆技术, 实现新型血浆来源的动物血制品工业化生产, 同时有效提高产品活性并降低初始染菌可能。采用喷雾干燥技术制备纤维蛋白原粉和凝血酶原粉, 开发速效局部止血药	3,600	临床前研究
几丁糖止血材料	采用间歇微波法制备几丁糖原料, 利用冷冻干燥技术制备粉剂, 通过空间压缩技术赋予几丁糖材料高膨胀性能, 可用于各种创面以及腔道的快速止血和创面愈合等领域	630	临床前研究
智能型防粘连材料的开发	采用具有智能型多糖为骨架材料, 该材料在低温下具有良好的流动性, 生理温度下具有良好的温敏特性、可以形成具有良好强度的凝胶	1,900	临床前研究
无机盐致相变天然多糖可降解神经再生室	采用一种带芯棒的定型装置, 利用盐致相变的物理方法增强单一天然组分神经导管的力学强度, 且不对神经导管内壁结构造成破坏	1,170	临床前研究
多巴胺生物仿生壳聚糖的研究开发	探索一种生物仿生型粘合剂及其制备方法, 并验证该生物仿生型粘合剂在湿润环境组织的粘合、微创手术穿刺部位的粘合、以及单纯创伤性皮肤撕裂处的粘合、免手术缝合等方面的临床应用适应症	1,220	临床前研究
智能型药物缓释材料的开发	利用专利技术制备温敏性几丁糖水凝胶, 应用于子宫内异位症、腹腔盆腔手术防粘连以及隆胸术后的预防包膜挛缩	1,300	临床前研究
合计	-	9820	-

数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

长远而言, 公司坚持扩充研发实力, 以公司人工晶状体及视光材料、医用几丁糖、医用透明质酸钠/玻璃酸钠、重组人表皮生长因子四大技术平台为基础进行延伸开发, 进一步将公司的产品种类拓展至药物缓释剂领域、新型复合防粘连及止血产品等其他产品领域。

2 整合眼科全产业链优质资源，一跃成为行业龙头

2.1 人工晶体：国内绝对龙头，有望成为 10 亿量级重磅业务

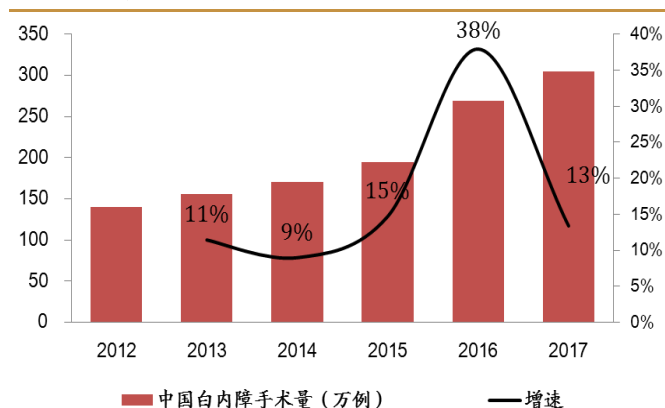
2.1.1 我国白内障手术渗透率低，仍有至少 5 倍发展空间

人工晶状体是在白内障术摘除了浑浊的晶状体后，植入眼内替代原来的晶状体的人工合成材料。根据多个白内障治疗指南显示，目前唯一具有确切疗效的手段只有手术治疗，药物治疗还没有达到治愈的功能。因此，作为白内障手术的核心耗材，我国人工晶状体市场具有不可替代的属性，其成长空间十分广阔。

白内障是全球第一致盲眼病，全球有 35% 的盲症和 25% 的重度视力损伤来自未及时治疗白内障。中国 60-89 岁人群白内障发病率为 80%，90 岁以上人群发病率达到 90% 以上，全国白内障患者约 3000 万人，随着人口老龄化以及糖尿病等发病率的提高，预计我国白内障患者数量还会持续提升。

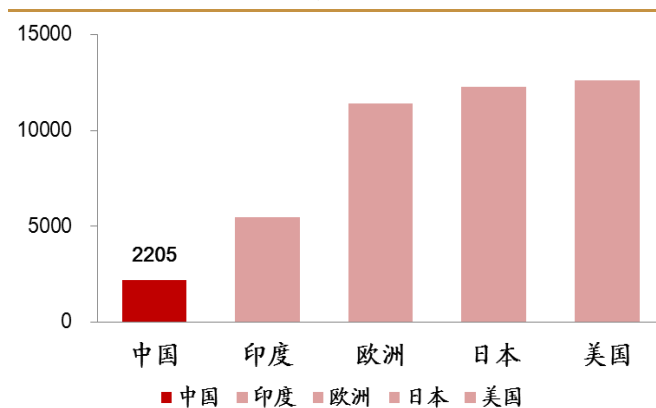
据统计，2012 年我国白内障手术量约 140 万例，渗透率不足 5%。而随着健康意识以及消费水平的提升，2017 年手术量以提升至 305 万例，即 CSR 约 2205，5 年复合增速为 16.9%，但渗透率仍不足 GDP 远低于我国的印度的一半水平，与美国等发达国家相差 5 倍。因此我们认为白内障治疗市场仍有较大的发展空间。

图 12：近年来我国白内障手术数量明显上升



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 13：中国白内障治疗渗透率远低于其他国家

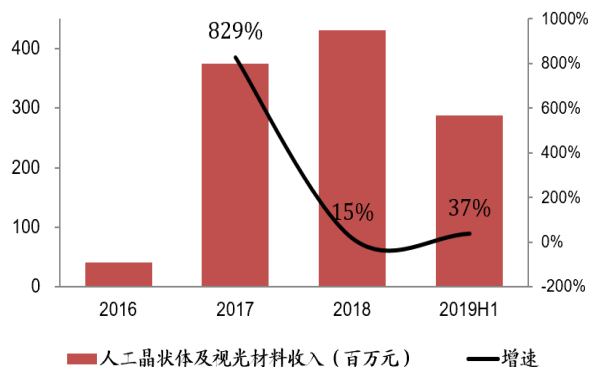


数据来源：公司招股书，西南证券整理

2.1.2 整合优质资产，实现人工晶体市占率全国第一

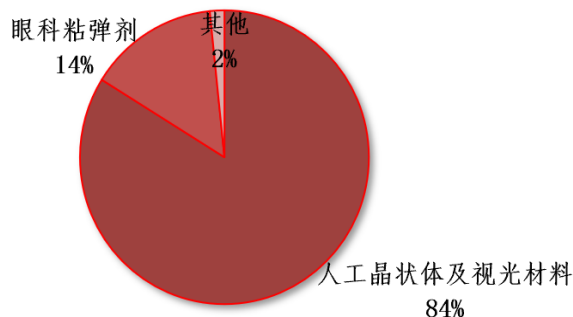
2018 年公司人工晶状体业务创造收入 4.3 亿元，同比增长 15.2%，占眼科板块及公司总收入的 64.2% 以及 27.6%，为公司核心收入来源。2017 年该业务较 2016 年大幅上涨 829%，主要系公司合并了深圳新产业、河南宇宙和珠海艾格后，人工晶状体产品销量增加。同时公司并购美国 Aaren 以寻求技术上的突破，达到质与量的双升，加速实现眼科高值耗材的进口替代。

图 14: 人工晶状体销售收入情况



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

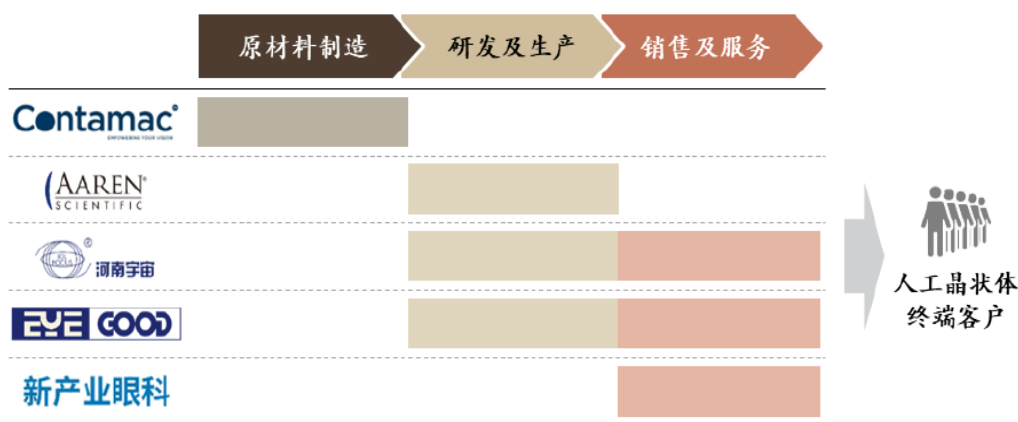
图 15: 人工晶状体为眼科板块核心收入来源



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

人工晶状体产业链包括上游原材料生产商、人工晶状体生产商及下游人工晶状体经销商。目前, 公司已初步完成对人工晶状体产业的全产业链布局, 通过 Contamac 打通人工晶状体产业链上游原材料生产环节, 通过 Aaren、河南宇宙及珠海艾格掌握了人工晶状体产品的研发和生产。同时通过深圳新产业及珠海艾格的人工晶状体贸易业务强化了人工晶状体下游销售环节。2017 年全国白内障手术量约 305 万例, 公司当年人工晶体销量约 95 万片, 相当于全市场接近 1/3 的量。

图 16: 公司已初步实现眼科产品全产业链布局

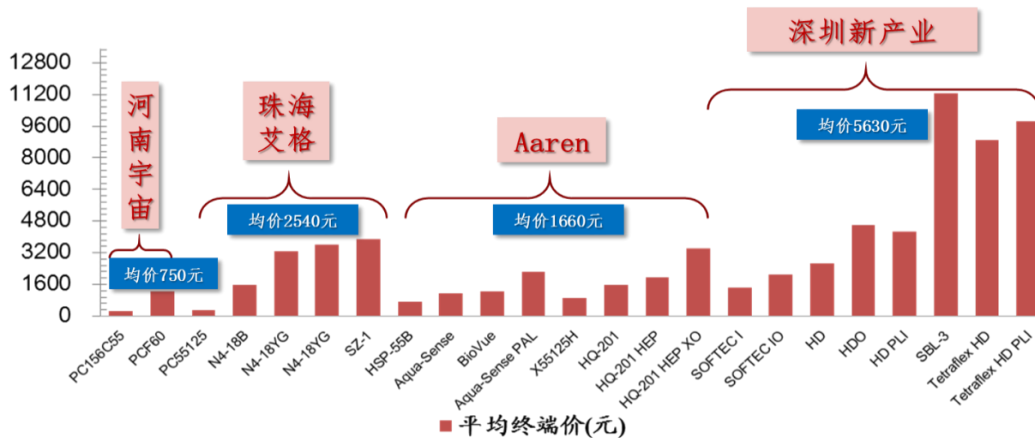


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

2.1.3 产品多元化, 收入多点开花, 盈利结构不断优化

产品多元化, 深度绑定不同患者的需求。分品牌来看, 公司旗下人工晶体由河南宇宙、珠海艾格、Aaren 以及深圳新产业四大品牌组成, 市场定位分别为中低端、中端、中高端以及高端, 品牌平均终端价分别为 750 元/片、2540 元/片、1660 元/片以及 5630 元/片。公司人工晶状体品牌在光学设计、附加性能等方面具有一定差异, 综合跨度大, 涵盖从产基础款 PMMA 球面单焦 (单价 100~400 元) 到高端亲水性丙烯酸非球多焦 (单价 9500~13000 元) 的约 25 个品种。公司通过品牌化、技术和价格差异化形成良好的产品定位互补, 对应不同的临床应用需求, 深度覆盖全国广大白内障患者的需求, 助力业绩多点开花。

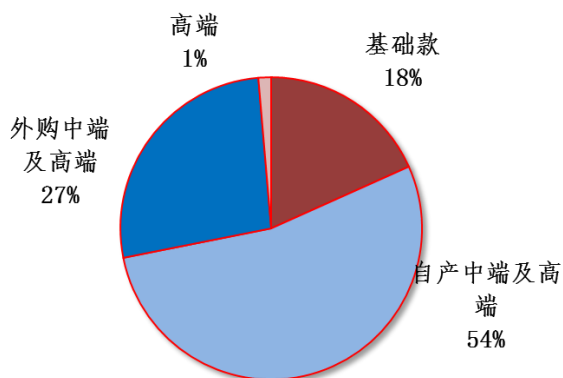
图 17：公司产品基础、中、高端全面覆盖，深度绑定不同患者的需求



数据来源：公司招股书，西南证券整理

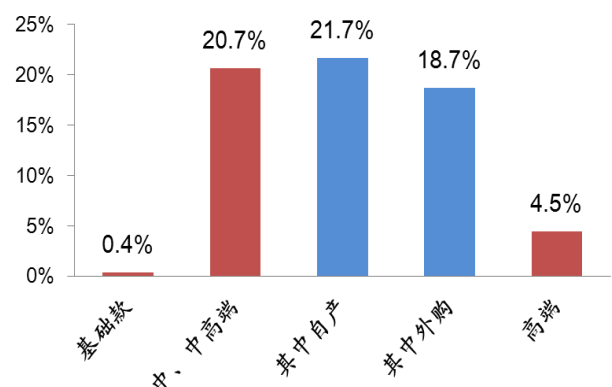
公司自产中、高端人工晶状体产品销量共同实现了快速增长。2017~2018 年自产业务基础型产品的销量稳定维持在约 20 万片。中端及中高端产品为公司战略发展品种，其中自产产品 2017~2018 年分别实现销量 48.6 万片和 59.1 万片，增速达 21.7%；贸易产品分别实现销量 24.9 万片和 30.0 万片，增速达 18.7%。按照基础款：中端及中高端：高端的价格比例约 1:4.5:9 计算，中端及中高端产品合计约贡献 4.0 亿收入，占人工晶体板块的 93%。

图 18：2018 年人工晶体销量结构



数据来源：公司问询答复，西南证券整理

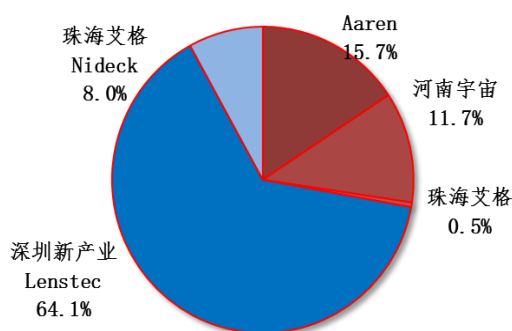
图 19：2018 年各类产品销量增速



数据来源：公司问询答复，西南证券整理

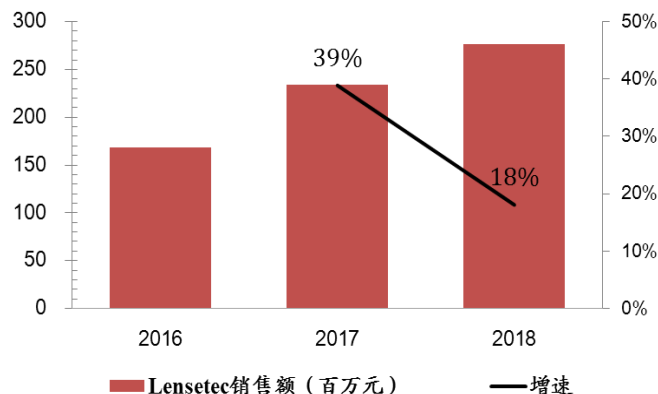
新增高毛利贸易业务，带动整体盈利结构持续优化。四大品牌旗下产品又分为自产以及贸易两种，其中自产业务包括 Aaren、河南宇宙、珠海艾格等自产商品，贸易业务包括深圳新产业的 Lenstec 以及珠海艾格的 Nideck，均为高端产品。从销售金额来看，自产业务与贸易业务分别占比 30%、70%，其中仅 Lenstec 占比就达到 64%，且 2016~2018 年复合增速接近 30%。此外，2016~2018 年公司贸易业务平均毛利率为 67.4%，明显高于自产业务的 58.2%，因此我们认为眼科板块贸易业务的发展有望持续提升公司盈利能力。

图 20: Lenstec 为眼科板块核心收入来源



数据来源: 公司问询答复, 西南证券整理

图 21: Lenstec 三年销售收入复合增速 28%



数据来源: 公司问询答复, 西南证券整理

以技术升级为核心驱动力, 基础及中端产品毛利率高调提升。从销量看, 公司自产品牌河南宇宙 2018 年销量约 40 万片, 占比约 36.4%, 为公司最畅销的品牌。其中公司自主研发的中端亲水折叠人工晶状体销量占比不断提高, 河南宇宙毛利率因此从 2016 年的 66.6% 提升至 2018 年的 86.0%, 从而实现以技术驱动盈利结构改善。此外, 目前公司仍然在不断通过技术提高自有产品的核心竞争力并丰富产品线, 预计将投入接近 4000 万研发费用以开发非球面多焦点人工晶状体以及非球面散光矫正型人工晶状体。我们认为技术提升以及新品的开发不仅对未来毛利率的提升有一定的促进作用, 并且市场份额有望持续提升。

表 5: 公司在人工晶体方面不断创新

项目名	项目内容	拟投入总预算(万元)	所处阶段
非球面多焦点人工晶状体	通过自主研发获得一种新型的基于衍射光学原理的多焦点人工晶状体, 使得从远距到中距, 再到近距的物体可以同时清晰成像于视网膜, 弥补人工晶状体缺少自然晶状体调节功能的缺陷, 使患者在术后获得良好的全程视力, 提高术后完全脱镜率	2000	临床前
非球面散光矫正型人工晶状体	基于自主研发的创新型非球面人工晶状体开发平台, 通过精确设计的光学区柱面附加, 开发一种具有矫正角膜散光功能的新型人工晶状体	1850	临床前

数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

2.1.4 我国白内障手术空间广阔, 人工晶体业务可创造 10 亿收入

根据中国防盲治盲网数据推算, 2017 年中国人工晶状体销量约为 305 万片, 公司销售人工晶状体以数量计约占中国人工晶状体 30% 的市场份额。目前全国 CSR 约 2205, 大幅低于其他发达国家, 假设全国 CSR 增速维持在 15%, 2023 年将提升至 5097 (超越印度), 即年手术量 705 万例, 保守估计公司人工晶体销量增速为 18% (略高于白内障手术量增速), 届时公司市占率提升至 36%, 同时人工晶体单价为 400 元/片, 得出公司人工晶体业务可创造 10 亿元销售收入。

若对标美国 CSR, 即 12600, 我国年手术量则为 1726 万例, 假设公司市占率达到 40%, 人工晶体单价 400 元/片, 则对应接近 30 亿元销售规模。

表 6：公司人工晶体销售规模测算

时间	昊海晶体销量增速	昊海晶体销量	行业增速	全国手术量(万例)	昊海市占率	单价(元/片) - 昊海晶体销售规模(亿元)				
						420	400	390	380	370
2017		95.0		305	31%	4.0	3.8	3.7	3.6	3.5
2018	18.0%	110.0	15.0%	351	31%	4.6	4.4	4.3	4.2	4.1
2019E	18.0%	129.8	15.0%	403	32%	5.5	5.2	5.1	4.9	4.8
2020E	18.0%	153.2	15.0%	464	33%	6.4	6.1	6.0	5.8	5.7
2021E	18.0%	180.7	15.0%	533	34%	7.6	7.2	7.0	6.9	6.7
2022E	18.0%	213.3	15.0%	613	35%	9.0	8.5	8.3	8.1	7.9
2023E	18.00%	251.7	15.00%	705	36%	10.6	10.1	9.8	9.6	9.3
美国 CSR	-	690.4	-	1726	40%	29	27.6	26.9	26.2	25.5

数据来源：西南证券

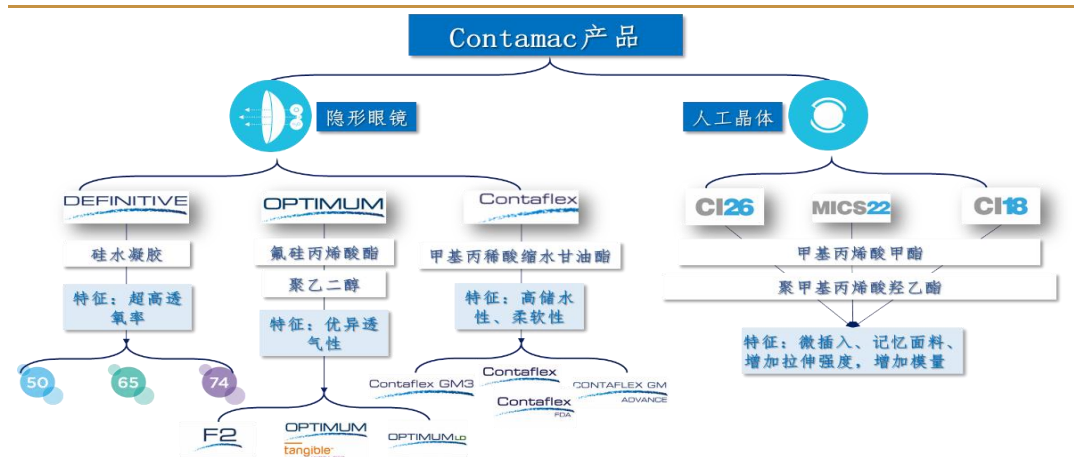
2.2 整合全球视光材料龙头企业，实现上下游全产业链布局

2.2.1 收购 Contamac，利用进口技术弯道超车

公司视光材料产品包括人工晶状体及角膜接触镜（隐形眼镜）材料，2018 年实现收入 1.2 亿元，同比增长 68.8%，得益于 2017 年收购的海外子公司 Contamac。Contamac 于 1987 年在英国成立，是当时第一家获得 ISO9002 和 EN46002 认证的隐形眼镜材料公司，同时也是全球最大的独立视光材料生产商之一，在全球市场占有领先的市场份额。公司具备亲水人工晶状体材料、软性角膜接触镜材料、硅水凝胶材料和高透氧硬性角膜接触镜材料等视光材料的生产工艺与研发技术，产品已销往中国、美国、英国等全球近 70 个国家和地区。

公司业务分为隐形眼镜材料以及人工晶体材料。其中隐形眼镜材料由 9 个品牌组成，技术含量高，分别具有高透氧率、高透气性、高储水性等特点，且各类产品组合特征跨度大，可根据不同眼部特征覆盖绝大多数消费者需求。人工晶体由三大品牌组成，其技术特点包括材料形状记忆性、拉升强度以及模量升级等，可满足手术中微小切口插入、晶体薄化以及晶体的非传统性设计等。因此我们认为 Contamac 在眼科材料领域技术优势突出，创新性强，贴合广大消费者需求，具有不可替代性，可助力公司弯道超车，加速实现进口替代。

图 22：Contamac 产品线丰富

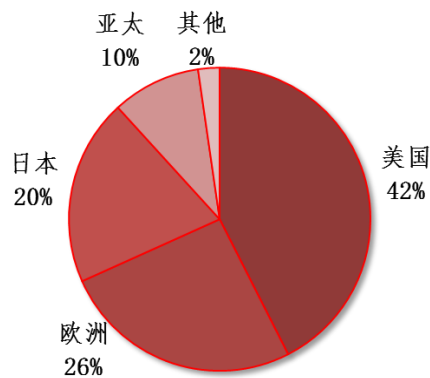


数据来源：Contamac 公司官网，西南证券整理

2.2.2 隐形眼镜市场正处萌芽期，掌握眼科材料上游资源率先占据优质赛道

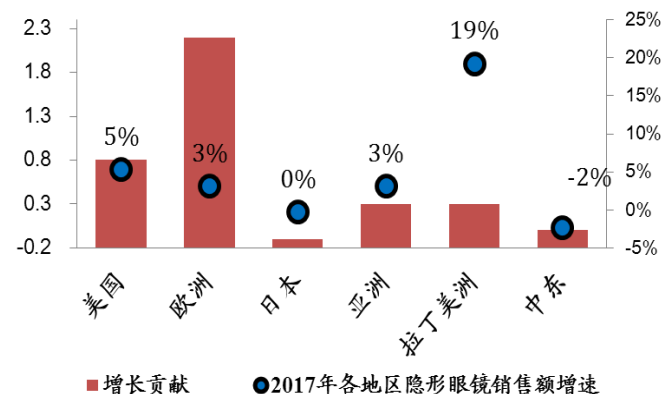
从全球隐形眼镜市场销售份额比来看，2017 上半年全球隐形眼镜销售总额达到 54.0 亿美元，同比增长 3.5%。目前我国约有近视患者 3 亿人，虽然人群基数庞大，但隐形眼镜渗透率甚至不到 10%。占据全球市场份额前三的分别是：美国、欧洲 10 国和日本。而中国仅在的亚太 6 国中位列第四，说明差距较大，发展空间仍然广阔。公司在国内隐形眼镜市场萌芽阶段完成对 Contamac 的收购，抓住了最好的发展时机，一方面加强了对上游资源的掌控，另一方面通过进口材料的先进技术以及质量保证建立良好口碑，提高了公司在行业内的竞争实力。

图 23：全球各地区隐形眼镜销售情况，亚太地区份额较低



数据来源：GFK，西南证券整理

图 24：亚太地区处于隐形眼镜市场萌芽阶



数据来源：GFK，西南证券整理

2.2.3 角膜塑形镜渗透率低，仍有 5 倍空间

2018 年我国近视患者约 4.5 亿人，占人口总数的 32.2%，该比例远高于全球平均水平。目前我国治疗近视较为常见的手段分别为手术以及屈光镜。角膜塑形镜是一种戴在眼球角膜上，用于矫正视力或保护眼球的特殊镜片，属于非手术性的物理方法矫正视力的医疗器械，通过近几年角膜塑形镜的临床研究可知，大部分患者近视加深明显减缓，近视控制率在 40%-60% 之间。角膜塑形镜在使用效果、安全性及便携性等方面优势明显。然而在我国角膜塑形镜处于发展初级阶段，受限于监管严格、经济发展水平、消费者认知度等，目前市场规模整体较小。

依据我国各年龄段的人数及近视率可粗略计算出 8-18 岁青少年的近视患者约为 8400 万人，近视率为 64%。据《国民视觉健康》白皮书数据显示：目前我国近视人口约有 4.5 亿，患有高度近视的总人口高达 3000 万。据《中国汉族中小学还是哪赶紧实现撞击增长速度数学模型分析》数据显示，我国青少年近视患病率平均增速约 1.5%，预计到 2024 年，中国 5 岁以上人口的近视患病率将增长到 55.5%，对应 9600 万人。我国当前角膜塑形镜治疗率不足 2.0%，假设治疗率增速为 10%，则 2024 年角膜塑形镜终端市场规模约 226 亿元。目前香港、台湾地区角膜塑形镜治疗率大约为国内的 5 倍，假设国内治疗率达到该水平，即 10.0%，则对应 617 亿元市场空间。

表 7：角膜塑形镜销售规模及市场空间测算

	2018	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	空间测算
8~18 岁人口合计 (百万人)	177.4	176.7	176.6	177.5	178.1	179.8	181.2	180.5	-
假设存活率	95.0%	95.2%	95.4%	95.6%	95.8%	96.0%	96.1%	96.3%	-
8~18 岁人口(百万人)	168.5	168.2	168.5	169.7	170.6	172.6	174.1	173.8	-
近视患病率增速	-	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-
近视患病率	50.0%	50.8%	51.5%	52.3%	53.1%	53.9%	54.7%	55.5%	-
近视患者 (百万人)	84.3	85.4	86.8	88.7	90.6	93.0	95.2	96.5	-
适合配镜人数比例	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	-
适合配镜人数 (万人)	6740.1	6829.7	6943.9	7098.0	7244.8	7438.7	7616.6	7716.6	7716.6
角膜接触镜治疗率增速	-	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-
治疗率	1.9%	2.07%	2.28%	2.50%	2.75%	3.03%	3.33%	3.66%	假设 10%
治疗患者 (万)	126.7	141.3	158.0	177.7	199.5	225.3	253.7	282.8	771.7
假设终端价 (元)	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8001
终端市场规模 (亿元)	101.4	113.0	126.4	142.1	159.6	180.2	203.0	226.2	617.4

数据来源：中国学校卫生、西南证券

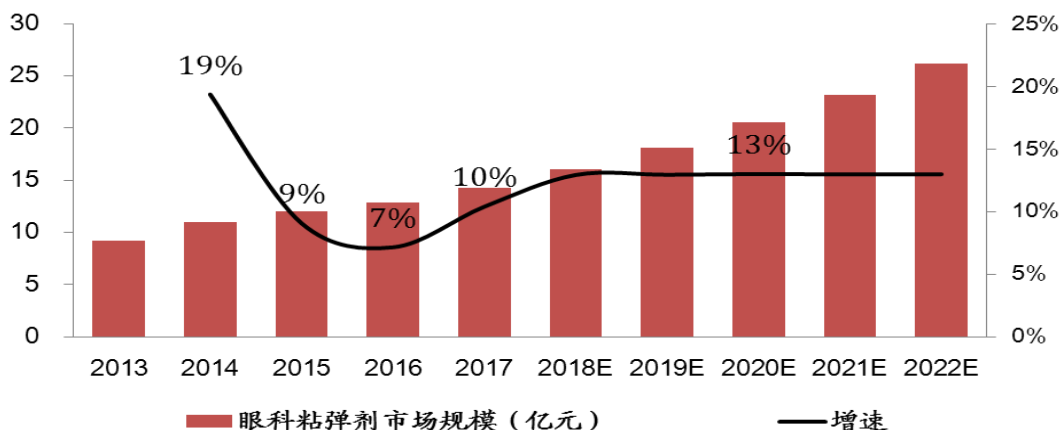
华经产业研究院发布的《2019-2025 年中国角膜塑形镜未来发展趋势分析及投资规划建议研究报告》数据显示, 2017 年我国约进口 72.8 万副角膜塑形镜, 6 年复合增速约 28.1%, 加上欧普康视当年销售的 30.0 万副, 总体市场规模约 102.8 万副, 其中进口产品占比约 70.8%, 较 2015 年的 83.4% 有明显下降。我们认为当前国内角膜塑形镜市场已进入进口替代阶段。目前公司正积极开发该类产品, 预计研发投入约 1500 万元。目前处于注册检验阶段, 预计年内正式进入临床阶段。该项目所用原材料为 Contamac 的高透氧材料, 通过运用优质进口材料弯道超车, 公司有望快速实现进口替代, 壮大国产品牌的影响力。

2.3 眼科粘弹剂：市场份额一家独大，15%稳健增长

眼科粘弹剂被广泛应用于白内障、青光眼、眼外伤等显微眼科手术, 是多种眼内手术的重要软性医用耗材。一方面眼科粘弹剂提供的高动力粘度值可为眼科手术提供支撑操作空间, 利于手术操作; 另一方面, 眼科粘弹剂在手术中可起到缓冲垫作用, 加深前房, 便于手术操作, 保护眼内组织及角膜内皮细胞, 以提高手术成功率, 减少术后并发症。

目前, 眼科粘弹剂有效成份主要包括两类, 即透明质酸钠和羧丙基甲基纤维素类。其中透明质酸钠具有生物相容性较好等优势, 因此目前在我国眼科粘弹剂的市场中占据超过 90% 以上的份额。随着国内眼科手术量的增加, 眼科粘弹剂产品的需求逐年提升, 我国眼科粘弹剂市场规模由 2013 年的 9.2 亿元增长至 2017 年的 14.2 亿元, 复合增速为 11.4%, 预计 2022 年将达到 26.2 亿元, 5 年复合增速 13%。

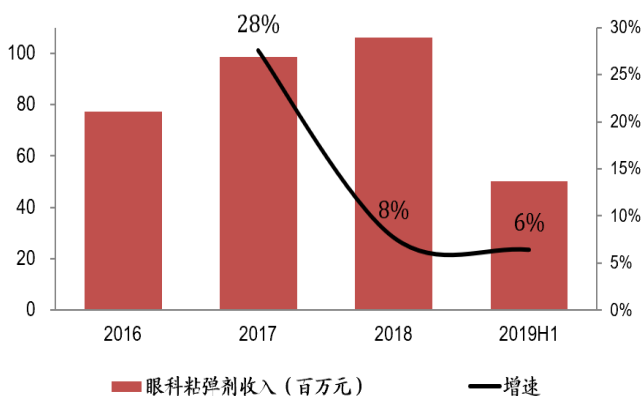
图 25：国内眼科粘弹剂市场规模稳健增长



数据来源：公司招股书，西南证券整理

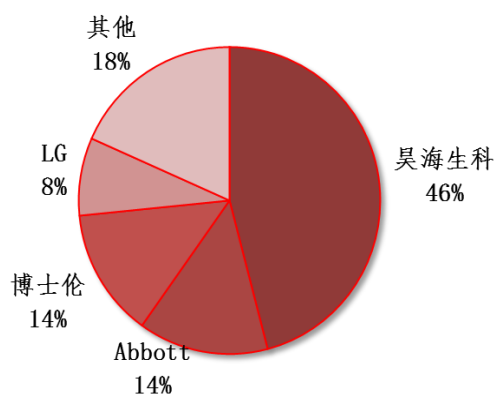
根据南方医药经济研究所及标点医药出具的《2011-2017 年我国眼科粘弹剂市场研究报告》，公司的医用透明质酸钠凝胶占据全国 45.9% 的份额，大幅领先进口品牌，且连续 11 年超过 40%，说明公司的产品以实现进口替代，且在国产品牌中一家独大。公司的眼科粘弹剂销售收入从 2016 年的 7730 万元增长至 2018 年的 1.1 亿元，复合增速为 17.2%，高出行业整体增速 5.8pp，龙头效应巩固核心竞争力。我们预计该板块未来将维持 15% 的复合增速。

图 26：眼科粘弹剂销售收入情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 27：国内眼科粘弹剂市场格局



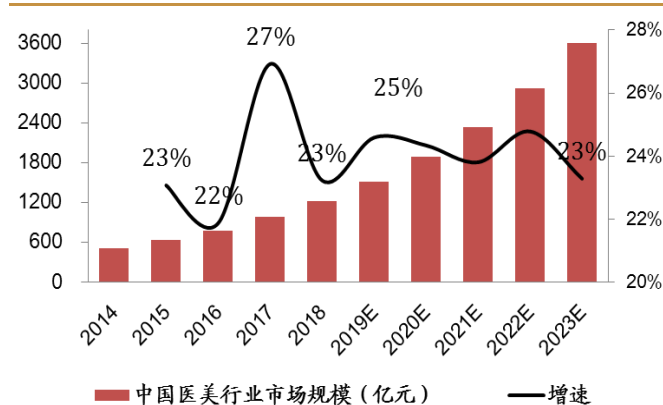
数据来源：公司招股书，西南证券整理

3 整形美容与创面护理：核心品种市占率稳健提升

3.1 中国医美市场崛起，千亿市场规模依旧高速增长

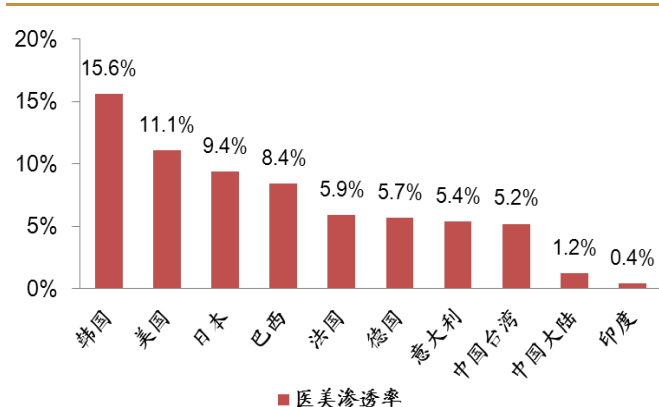
中国医疗美容市场是全球增速最快的医美市场之一，市场规模由 2014 年的 520 亿元增加至 2018 年 1220 亿元，复合增速为 23.8%，国内市场增速明显高于全球，预计 2023 年市场规模将达到 3600 亿元。虽然目前中国已成为全球第三大医疗美容市场，但当前中国医美渗透率仅 1.2%，远低于其他国家。我们认为，受益于消费升级以及人们对美的追求永无止境，我国医美市场成长空间巨大。

图 28：中国医美市场规模



数据来源：新氧招股书，西南证券整理

图 29：中国医美渗透率远低于其他发达国家



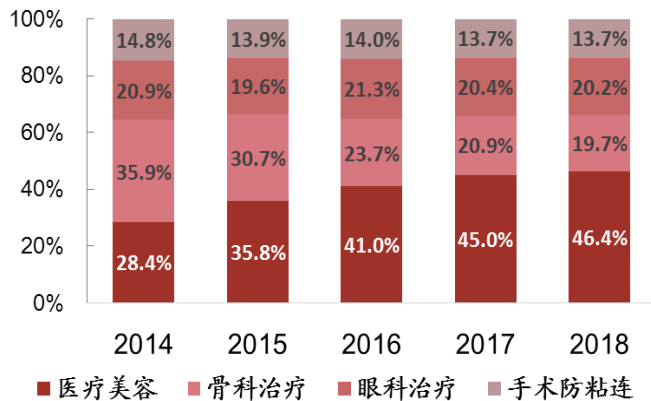
数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

相比于手术类医疗美容，以注射类医疗美容为代表的非手术类医疗美容复原时间较快、价格及风险相对较低，市场接受度及复购率更高。2014 年~2018 年非手术类医美市场规模复合增速为 25.6%，高出手术类 3.3pp。我们预计未来在医疗美容产业中占比将持续提升。

3.2 透明质酸：医美风潮带动市场增长，进口替代空间大

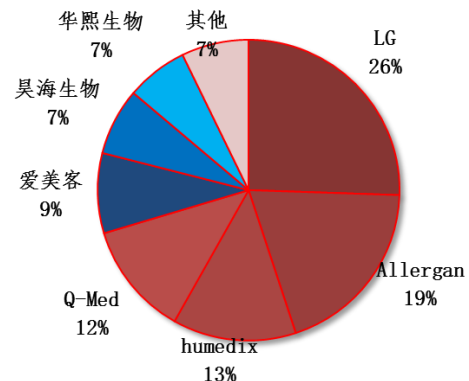
透明质酸 (Hyaluronic acid) 又名玻尿酸，于 1934 年由首次从牛眼玻璃体中分离出来，是一种由 N-乙酰氨基葡萄糖及 D-葡萄糖醛酸的重复结构组成的线型多糖结构，具有较高的生物相容性，在生物医药领域用途广泛。我国医药级玻尿酸市场规模从 2014 年的 42.6 亿增长到 2018 年的 79.7 亿，复合增速达 17.0%，其中医美填充应用市场占比从 2014 年的 28.40% 上升到 2018 年的 46.42%，市场规模已经达到 37 亿元，复合增速约 32.2%，成为拉动医药级透明质酸市场的主要驱动力。

图 30：透明质酸医美终端产品最为畅销



数据来源：360doc，西南证券整理

图 31：2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局

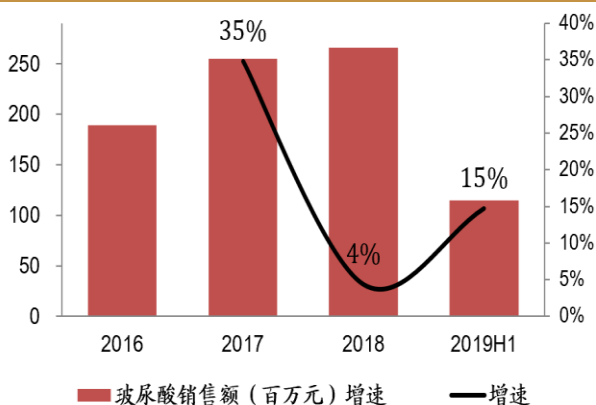


数据来源：360doc，西南证券整理

2018 年我国透明质酸医美终端市场超过 70%为进口品牌，三大本土企业昊海生科、华熙生物、爱美客市占率分别为 7.2%、6.6%以及 8.6%，国产定价大多低于进口品牌，替代空间广阔。据中为慧数表示，2014~2018 年，国产品牌年复合增长率达到 32.2%，超过进口品牌的 18.7%。预计到 2021 年，中国透明质酸市场有望达到 50 亿元，国产品牌市占率从目前的 23.4%提高到 30.0%

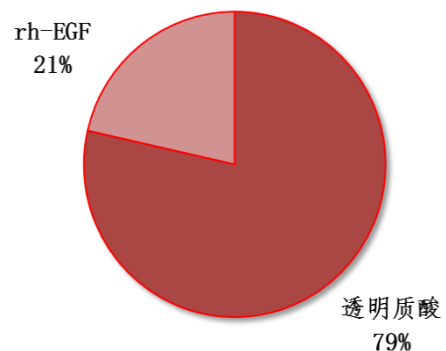
“海薇”、“姣兰”纷纷上榜最受欢迎品牌，为该板块核心收入来源。根据 2017 新浪微整形年度大数据报告，在国内医美市场中，“海薇”是认知度最高的国产品牌，行业整体认知度排名第二，知名度约为 16.8%；“姣兰”被列入品牌认知度排名前十。2018 年该类产品合计实现销售收入 2.7 亿元，收入占整形美容与创面护理板块的 78.6%，同比增长 4.3%，较 2017 年的 34.8%有所下滑。增速放缓主要由于“海薇”玻尿酸产品平均销售价格随着市场竞争的日趋激烈有所下降，但是定位中高端的“姣兰”仍保持高速增长，部分抵消了“海薇”降价影响。此外，公司直销业务收入进一步提升，产品销量仍保持一定增长。排除产品降价风险，我们预计公司医美级玻尿酸未来将维持 20%左右的复合增速。

图 32：玻尿酸产品销售情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 33：整形美容与创面护理板块收入结构

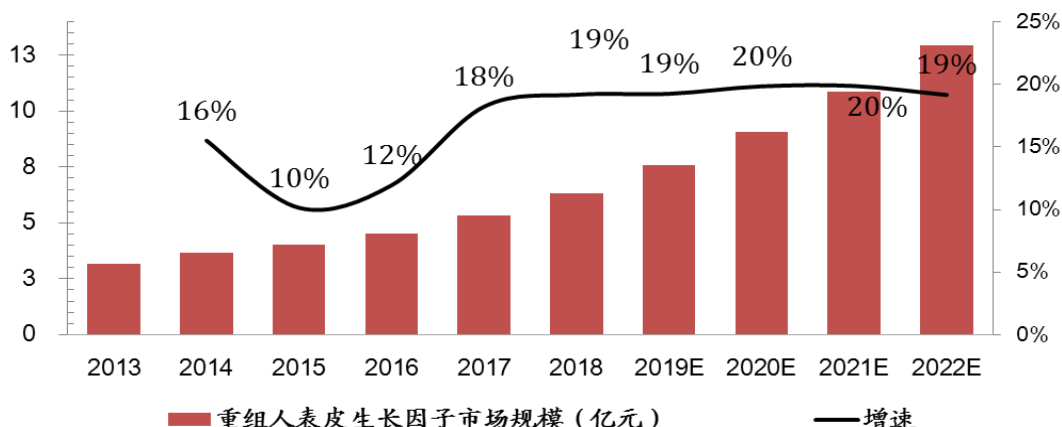


数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.3 重组人表皮生长因子：医保调节加速放量，市占率逐年提升

重组人表皮生长因子主要应用于烧伤创面修复、供皮肤修复、糖尿病溃疡足等疾病的创面护理以及激光祛斑后皮肤损伤修复。2013~2017 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模由 3.2 亿元增长至 5.3 亿元，复合增速为 13.9%。2017 年新版国家医保药品目录，解除该产品工伤保险用药的限制，并将其调整为乙类医保药品，随后该产品在终端医院使用率的提高。根据南方医药经济研究所及标点医药统计，2022 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模将达到 12.9 亿元，5 年复合增速为 19.5%。

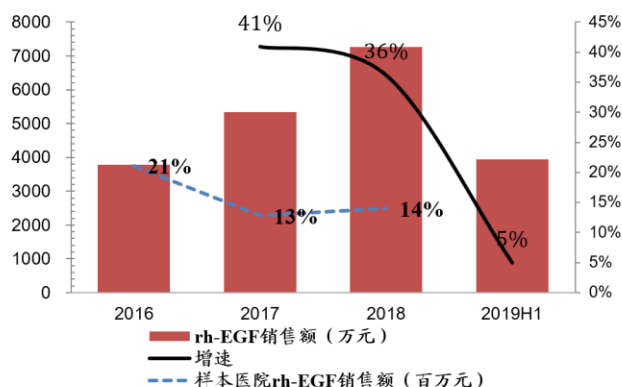
图 34：重组人表皮生长因子市场将加速增长



数据来源：公司招股书，西南证券整理

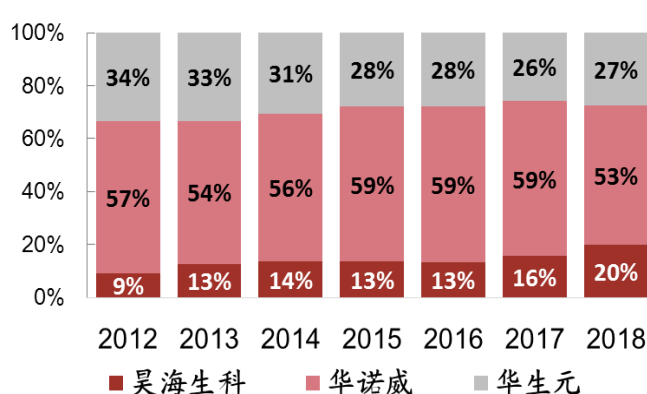
“康合素”是公司利用基因工程技术生产研发的外用重组人表皮生长因子（rh-EGF）1 类新药，并获得“国家科学技术进步二等奖”，同时也是国内唯一与人体天然 EGF 完全相同（氨基酸数量、序列、空间结构）的表皮生长因子产品，亦是国际第一个获得注册的重组人表皮生长因子产品。2018 年公司的 rh-EGF 实现销售收入 7266 万元，同比增长 36.2%，大幅高于市场整体增速。PDB 样本医院数据显示“康合素”市场份额从 2012 年的 9% 稳健提升至 2018 年的 20%，凸显公司产品的竞争实力，我们预计该产品未来将维持 25% 以上的增长，市场占有率将进一步提升。

图 35：公司 rh-EGF 历史销售情况



数据来源：公司招股书、PDB，西南证券整理

图 36：公司产品市占率稳健提升



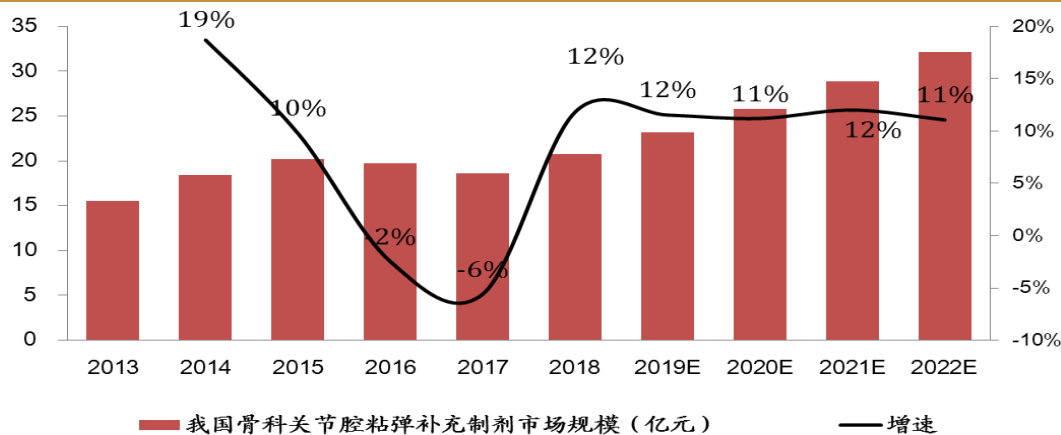
数据来源：PDB，西南证券整理

4 骨科产品：全国市场份额第一，已实现进口替代

骨关节炎是一种退行性关节疾病，高发于中老年人群。截至 2017 年，我国骨关节炎患者已近 1.2 亿人。目前治疗骨关节炎治疗指南推荐的病程改善类药物包括：非甾体抗炎药、骨科关节腔粘弹补充剂和类固醇类激素。关节腔内粘弹补充剂，包括玻璃酸钠注射液和医用几丁糖，已获证实为治疗骨关节炎的有效及安全方式。

2013~2017 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模由 15.5 亿元增长至 18.7 亿元，复合增速为 4.7%。预计未来将维持 10% 左右的增长。近两年，受“两票制”、“零加成”等政策影响，骨科关节腔粘弹补充剂的集中招标价格呈下行趋势，导致其市场规模增长放缓。我们认为在人口老龄化的大趋势下，骨科治疗市场将迅速复苏。根据南方医药经济研究所及标点医药预测，2022 年骨科关节腔粘弹补充剂市场规模可达 32.1 亿元，5 年复合增速约 11.5%。

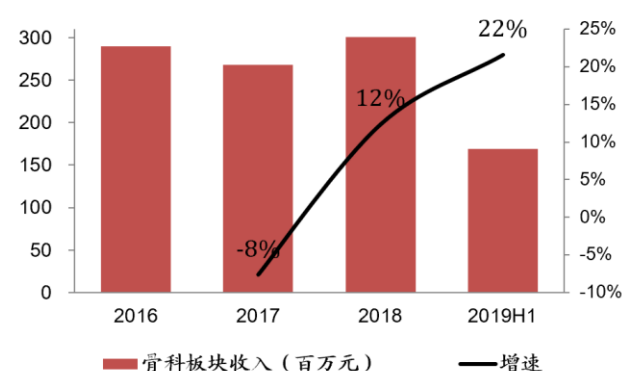
图 37：我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模（亿元）



数据来源：公司招股书，西南证券整理

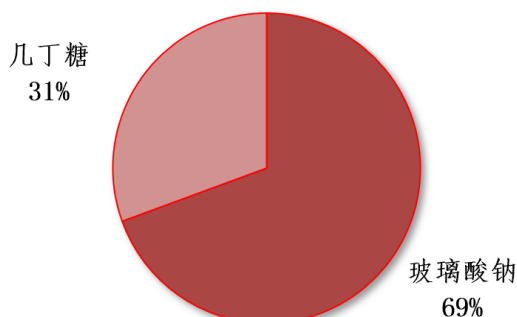
2018 年公司骨科板块销售收入约 3.0 亿元，同比增长 12.4%；其中玻璃酸钠注射液和医用几丁糖销售额占比分别为 70%、30%。2017 年销售额受国家政策影响有所下降，公司随后推出 2.5ml 玻璃酸钠注射液的新规格产品，推动了销售收入的回暖。

图 38：公司骨科板块收入情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

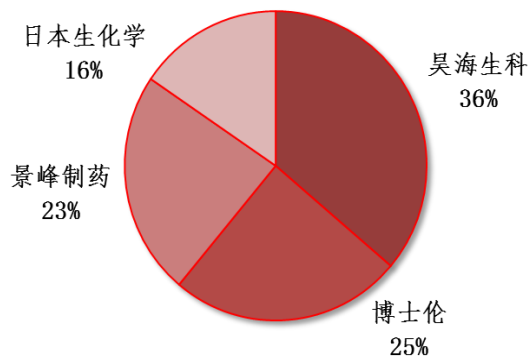
图 39：骨科板块收入结构



数据来源：公司招股书，西南证券整理

目前公司的骨科关节腔粘弹补充剂市场占有率保持第一，约 36.0%，已超越进口产品，实现进口替代，且市场份额稳步提升。其中，公司的医用几丁糖产品自 2014 年正式推向市场以来，其产品品质及临床疗效获得业界认可，与玻璃酸钠注射液产品的差异化定位亦被市场接受。我们认为公司为该领域龙头，未来骨科板块将维持 15% 左右的增长。

图 40：公司为骨科关节腔粘弹补充剂市场龙头企业



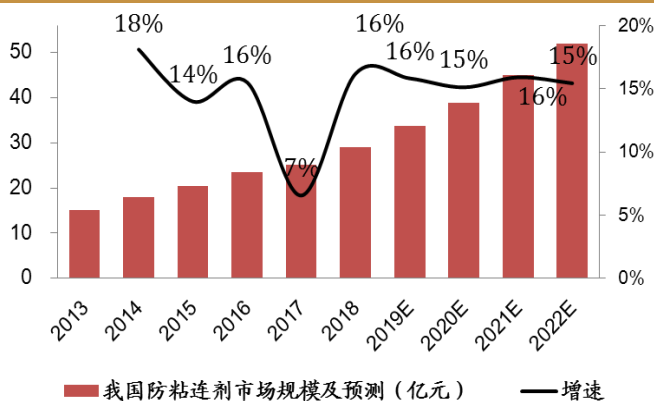
数据来源：公司招股书，西南证券整理

5 防粘连止血：看好行业长期发展，保持 15% 稳健增长

粘连是外科手术中由于组织的创伤使结缔组织纤维带与相邻的组织或器官结合在一起，形成的异常结构，几乎所有的手术都涉及到组织之间粘连，特别在腹、盆腔手术，甲状腺手术和妇产科手术中尤为突出，会引起严重的术后并发症。

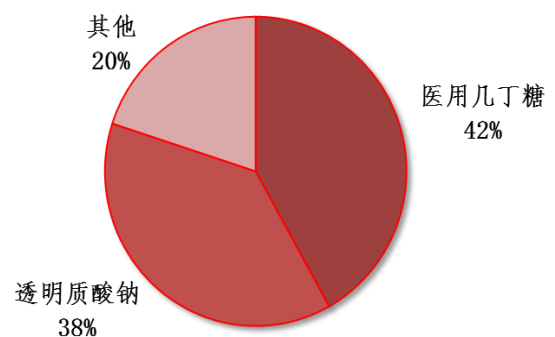
2018 年我国防粘连市场规模约 29.1 亿元，同比增长 16.2%，5 年复合增速为 14.0%，预计 2022 年将达到 52.0 亿元。我国防粘连剂中医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶已得到临床的广泛认可，逐渐成为防粘连剂的主要产品。目前二者市场规模分别占我国手术防粘连剂市场总规模的 41.9% 和 38.1%。

图 41：防粘连剂市场规模及预测



数据来源：公司招股书，西南证券整理

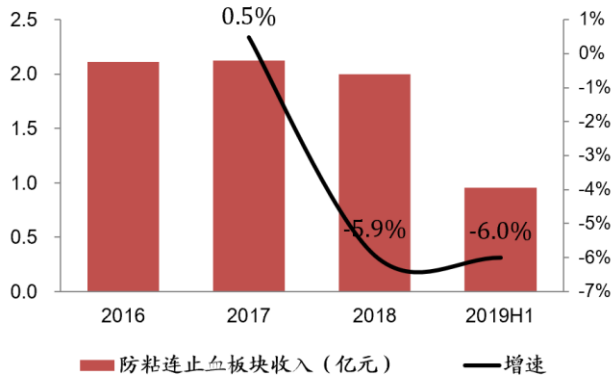
图 42：防粘连剂产品类型及格局



数据来源：公司招股书，西南证券整理

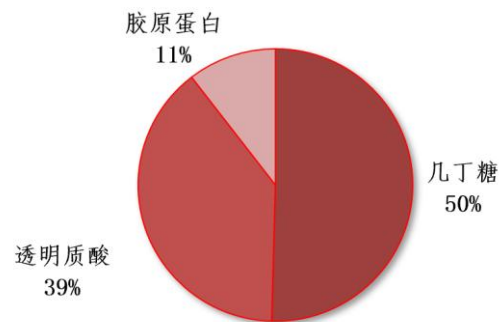
公司的防粘连止血产品分为 3 大类：医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶以及胶原蛋白海绵，三者收入占比分别为 54.2%、38.4%以及 7.5%。该板块 2018 年合计销售额为 2.0 亿元，同比降低 5.1%，主要因医疗保险支付改革、医院控费控量的推进，单价较高的医用几丁糖产品受到限制使用的影响以及京津冀等地招投标价格下降导致公司下调出厂价。

图 43：公司防粘连剂产品收入情况



数据来源：公司招股书，西南证券整理

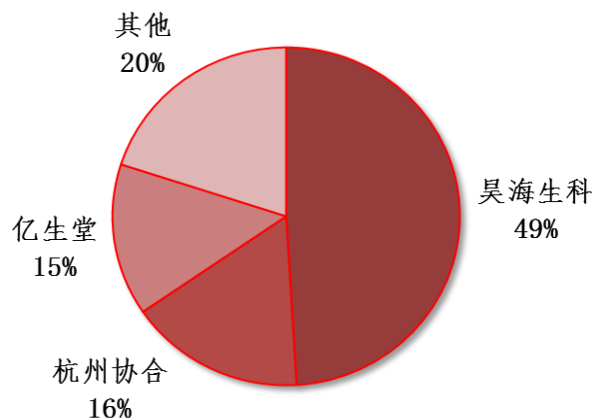
图 44：防粘连剂产品收入结构



数据来源：公司招股书，西南证券整理

根据南方医药经济研究所及标点医药出具的《2011-2017 年我国手术防粘连剂市场研究报告》，近年来，公司手术防粘连产品的销售金额始终处于市场第一的位置，2017 年透明质酸钠凝胶和医用几丁糖的市场份额分别为 21.6%和 27.4%，合计为 49.1%。公司子公司其胜生物为国际上首个掌握水溶性医用几丁糖生产技术的企业，随着其临床应用的进一步推广，公司产品的市场份额预计将稳步提升，维持 15%复合增速。

图 45：公司为全国防粘连剂市场龙头企业



数据来源：公司招股书，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设：

我们对公司 2019-2021 年主营业务的假设如下：

假设 1：眼科产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 18%，毛利率不低于 68%

假设 2：整形美容与创面护理类产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 10%，毛利率不低于 90%；

假设 3：骨科产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 8%，毛利率不低于 86%；

假设 4：防粘连止血类产品：预计 2019-2021 年销量增速不低于 5%，毛利率不低于 78%。

表 8：收入成本预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计				
营业收入	1558.5	1739.6	2023.3	2407.5
YOY	-	11.6%	16.3%	19.0%
成本	334.3	377.1	107.5	145.4
毛利率	78.6%	78.3%	78.6%	79.4%
眼科				
收入	672.8	748.2	864.3	1011.3
YOY	-	11.2%	15.5%	17.0%
成本	208.6	233.4	261.3	295.8
毛利率	69.0%	68.8%	69.8%	70.7%
整形美容与创面护理				
收入	338.8	370.2	457.2	605.9
YOY	-	9.3%	23.5%	32.5%
成本	30.4	34.4	42.7	55.7
毛利率	91.0%	90.7%	90.7%	90.8%
防粘连止血				
收入	201.2	231.4	266.1	306.0
YOY	-	15.0%	15.0%	15.0%
成本	42.5	48.9	56.2	64.6
毛利率	78.9%	78.9%	78.9%	78.9%
骨科				
收入	300.8	331.6	360.0	385.8
YOY	-	10.2%	8.6%	7.2%
成本	38.3	42.5	45.4	47.4
毛利率	87.3%	86.0%	86.2%	86.5%

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
其他				
收入	40.2	52.3	67.9	88.3
YOY	-	30.0%	30.0%	30.0%
成本	14.5	18.9	23.8	29.1
毛利率	63.9%	63.9%	65.0%	67.0%

数据来源：公司招股书，西南证券

预计公司 2019-2021 年收入 3 年复合增速为 15.6%，归母净利润复合增速为 15.9%。

6.2 相对估值

参考行业估值水平，给予公司 2020 年 28~35 倍 PE 估值。国内最具代表性的眼科可比公司包括欧普康视，2020 年估值 52 倍；生物材料公司包括正海生物、凯利泰以及景峰医药平均估值 32 倍；与公司拥有伤口管理竞品的双鹭药业 2020 年估值 24 倍，5 家可比公司 2020 年平均 PE 为 33 倍，我们给予公司 2020 年 28~35 倍 PE，对应目标价 80.92 元~101.16 元。

表 9：可比公司盈利预测相对估值

板块	可比公司	市盈率	
		2020E	2021E
眼科	欧普康视	52	39
骨科/生物材料	正海生物	48	37
	凯利泰	27	22
	景峰医药	20	18
伤口管理	双鹭药业	24	22
平均估值		33	28

数据来源：wind，西南证券整理

7 风险提示

- 1) 研发进展或不及预期；
- 2) 新产品市场推广或低于预期；
- 3) 耗材集中采购导致大幅降价；
- 4) 白内障手术 CSR 增速不及预期的风险；
- 5) 整形美容产品医疗事故风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1558.45	1739.64	2023.33	2407.47	净利润	455.08	478.40	564.27	707.84
营业成本	334.39	377.08	432.02	495.97	折旧与摊销	83.61	120.34	140.47	158.70
营业税金及附加	11.93	13.31	15.48	18.42	财务费用	-62.25	-5.92	-6.89	-8.19
销售费用	495.08	539.29	627.23	746.31	资产减值损失	0.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	240.36	260.95	303.50	337.05	经营营运资本变动	-318.26	-0.36	-78.55	-128.52
财务费用	-62.25	-5.92	-6.89	-8.19	其他	232.68	4.82	6.52	10.00
资产减值损失	0.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	391.29	597.67	625.88	740.20
投资收益	22.71	0.00	0.00	0.00	资本支出	-124.73	-879.20	-824.80	-955.36
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-669.92	31.00	-6.00	82.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-794.64	-848.20	-830.80	-872.56
营业利润	526.54	553.37	652.47	818.15	短期借款	0.39	-18.89	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.35	-1.27	-1.27	-1.27	长期借款	-1.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	525.18	552.10	651.20	816.88	股权融资	0.00	1484.13	0.00	0.00
所得税	70.11	73.70	86.93	109.04	支付股利	-80.02	-89.07	-93.64	-110.45
净利润	455.08	478.40	564.27	707.84	其他	-4.49	-131.49	6.89	8.19
少数股东损益	40.54	42.62	50.27	63.06	筹资活动现金流净额	-85.33	1244.67	-86.75	-102.26
归属母公司股东净利润	414.54	435.79	514.00	644.79	现金流量净额	-486.26	994.14	-291.67	-234.61
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1442.75	2436.89	2145.22	1910.61	成长能力				
应收和预付款项	525.90	589.34	673.19	805.67	销售收入增长率	15.06%	11.63%	16.31%	18.99%
存货	197.63	223.11	255.89	294.04	营业利润增长率	13.89%	5.10%	17.91%	25.39%
其他流动资产	126.28	50.21	58.37	69.43	净利润增长率	13.77%	5.13%	17.95%	25.44%
长期股权投资	354.70	354.70	354.70	354.70	EBITDA 增长率	11.52%	27.15%	17.71%	23.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	694.94	798.89	882.71	948.30	毛利率	78.54%	78.32%	78.65%	79.40%
无形资产和开发支出	800.45	1456.25	2057.65	2789.61	三费率	43.20%	45.66%	45.66%	44.66%
其他非流动资产	293.71	625.82	966.92	1286.43	净利率	29.20%	27.51%	27.91%	29.44%
资产总计	4436.35	6535.70	7393.09	8456.55	ROE	11.87%	7.93%	8.25%	9.03%
短期借款	18.89	0.00	0.00	0.00	ROA	10.26%	7.32%	7.63%	8.37%
应付和预收款项	136.22	153.04	176.32	205.18	ROIC	22.71%	19.56%	17.46%	17.23%
长期借款	16.39	16.39	16.39	16.39	EBITDA/销售收入	33.70%	38.41%	38.88%	40.29%
其他负债	429.40	336.51	364.67	398.81	营运能力				
负债合计	600.91	506.18	556.95	619.81	总资产周转率	0.36	0.32	0.29	0.30
股本	160.05	177.85	177.85	177.85	固定资产周转率	4.49	3.51	3.22	3.33
资本公积	1770.12	3236.45	3236.45	3236.45	应收账款周转率	4.03	3.91	3.99	4.04
留存收益	1637.96	1984.67	2405.03	2939.37	存货周转率	1.78	1.78	1.79	1.79
归属母公司股东权益	3611.51	5398.97	5819.33	6353.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.93%	—	—	—
少数股东权益	223.94	630.55	1016.82	1483.07	资本结构				
股东权益合计	3835.45	6029.52	6836.15	7836.74	资产负债率	13.55%	7.74%	7.53%	7.33%
负债和股东权益合计	4436.35	6535.70	7393.09	8456.55	带息债务/总负债	5.87%	3.24%	2.94%	2.64%
					流动比率	5.08	9.25	7.69	6.54
					速动比率	4.64	8.63	7.06	5.92
					股利支付率	19.30%	20.44%	18.22%	17.13%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	547.91	667.79	786.05	968.66	每股收益	2.59	2.45	2.89	3.63
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	21.57	33.90	38.44	44.06
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	2.20	3.36	3.52	4.16
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.45	0.50	0.53	0.62
EV/EBITDA	-2.51	-3.61	-2.64	-1.75					
股息率	-	-	-	-					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn