

# 昊海生科 (688366)

证券研究报告  
2020年03月21日

## 四大领域稳步发展，奠定行业高速发展下的领路人

### 致力于四大领域发展，龙头地位稳固

公司成立于2007年，历经多年发展，产品线丰富，眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血等四大主要业务领域稳步发展。2012-2018年公司营收与归母净利润年复合增长率分别达到了31.12%、24.03%。2018年公司眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血分别占公司收入的43%、22%、19%、13%。随着公司经营规模的不断提升，其在相关领域的市场份额也在不断提升：(1)2017年我国人工晶状体销售约305万片，公司约占30%市场份额；2017年其眼科粘弹剂市场份额约为45.93%；(2)整形美容领域公司第一代玻尿酸产品“海薇”、第二代产品“姣兰”相继获批上市，品牌知名度不断提升；(3)创面护理方面，公司外用重组人表皮生长因子2017年市场份额为18.61%，较2016年提升2.17个百分点，未来有望进一步其市场份额；(4)公司骨科关节腔粘弹剂补充剂的市场约为36.21%，并呈现逐年提升态势，随着医用几丁糖的上市，其与玻璃酸钠注射液的差异化定位有望推动公司在骨科领域市场份额的稳步提升；(5)公司手术防粘连产品市场份额约为49.05%，处于市场第一位置。综合来看，公司处于行业龙头位置，产品市场竞争力强，未来有望持续享受行业增长的红利与进口替代红利。

### 深处优质赛道，行业发展一马平川

从公司产品主要应用领域来看，未来眼科、骨科等领域都具备一定发展空间：(1)整形美容与创面护理领域：2017年中国医疗美容市场规模达1367亿元，且随着消费观念的转变，行业规模处于持续提升态势，同时外用重组人表皮生长因子2017年市场规模为5.32亿元，2013-2017年CAGR为13.91%，随着其进入医保乙类，市场规模的增长有望提速；(2)骨科领域：骨科关节腔粘弹剂补充剂市场规模达18.64亿元，公司在骨科领域市场龙头地位稳固，未来有望进一步享受行业增长带来的红利；(3)眼科领域：2017年眼科粘弹剂市场规模为14.23亿元，未来随着白内障发病率与手术量的增加，人工晶状体和眼科粘弹剂存在较大增长空间；(4)防粘连及止血领域：2017年我国防粘连剂市场规模为25.07亿元，随着我国手术量的不断提升，手术防粘连与止血产品的市场规模有望进一步提升。

### 眼科产业链逐步完善，重点品种有望持续放量

公司在人工晶体领域已经拥有一定的行业地位，近年来通过一系列的上下游整合，在眼科领域从视光材料到终端产品，整体眼科产业链逐步完善；未来随着国内对眼科医疗服务的重视程度逐步提升，公司在眼科领域的产品有望实现更进一步的突破。另一方面，公司以透明质酸为核心材料生产销售的骨科等领域的产品增长稳步，随着未来招标降价的进行，有望另一部实现市场占有率的提升，而在医用几丁糖领域的开发未来将与透明质酸类产品形成良好的协同效应；同时随着重组人表皮生长因子的不断放量，在医美领域公司有望持续维持稳步增长。

### 估值与评级

公司是行业龙头，19年历经下游终端客户调整后，将有望逐步恢复平稳的增长态势，而受益眼科领域的重视程度提升，公司在眼科领域的增长也有望逐步加快，我们预计2019-2022年，公司实现归母净利润3.71/4.29/5.03/5.98亿元；给予2020年45倍PE，约为可比公司平均水平，2020年对应目标价为108.45元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**招标降价、集采等导致公司毛利率下滑，市场竞争加剧导致产品毛利率下滑，新产品研发进度不及预期，政策风险等。

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	76.94元
目标价格	108.45元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	137.80
流通A股股本(百万股)	14.66
A股总市值(百万元)	10,602.33
流通A股市值(百万元)	1,128.11
每股净资产(元)	23.71
资产负债率(%)	10.67
一年内最高/最低(元)	149.30/75.15

### 作者

郑薇 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,354.45	1,558.45	1,604.79	1,879.64	2,233.91
增长率(%)	57.27	15.06	2.97	17.13	18.85
EBITDA(百万元)	507.39	575.20	424.94	492.39	577.18
净利润(百万元)	372.41	414.54	371.05	428.97	503.04
增长率(%)	22.08	11.31	(10.49)	15.61	17.27
EPS(元/股)	2.09	2.33	2.09	2.41	2.83
市盈率(P/E)	37.67	33.84	37.81	32.70	27.89
市净率(P/B)	4.38	3.88	3.55	3.20	2.87
市销率(P/S)	10.36	9.00	8.74	7.46	6.28
EV/EBITDA	0.00	0.00	27.34	24.20	18.84

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 创建于 2007 年，科技创新成就行业领跑者 .....	4
2. 业绩稳扎稳打，成就行业领头羊 .....	5
3. 四大领域稳步发展，产品线丰富 .....	6
4. 身处优势赛道，市场空间广阔 .....	10
4.1. 人造晶状体产业链成熟，市场空间较大 .....	10
4.2. 玻尿酸产业市场空间大，重组人表皮生长因子逐渐发力 .....	11
4.3. 骨科市场前景良好，骨科产品增速显著 .....	12
4.4. 防粘连剂市场增速较大，主产品稳步增长 .....	12
5. 业绩与估值 .....	13
6. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	4
图 3：公司 2012-2019Q3 营业收入及增长率（亿元） .....	5
图 4：公司 2012-2019Q3 归母净利润及增长率（亿元） .....	5
图 5：2012-2019Q3 公司毛利率净利率变化情况 .....	5
图 6：2012-2019Q3 公司销售、管理和财务费用变化情况 .....	5
图 7：公司与同行业三项费用率 .....	5
图 8：公司 2016-2019Q3 应收账款情况（亿元） .....	6
图 9：公司 2012-2019Q3 存货情况（百万） .....	6
图 10：公司主营产品 .....	7
图 11：2016-2018 四大领域收入变化情况（百万） .....	7
图 12：2016-2018 四大领域收入占比 .....	7
图 13：2016-2018 四大领域成本金额变化情况（百万） .....	7
图 14：2018 年四大领域产品成本结构图 .....	7
图 15：2016-2018 四大领域毛利率变化情况 .....	8
图 16：眼科产品 2016-2019H1 收入及增速（百万） .....	8
图 17：2016-2018 年整形美容与创面护理收入（百万）与增速 .....	9
图 18：公司 2016-2018 年整形美容与创面护理领域不同产品占比 .....	9
图 19：2016-2018 年骨科领域收入（百万）与增速 .....	9
图 20：公司 2016-2018 年骨科领域不同产品占比 .....	9
图 21：2016-2018 年防粘连及止血领域收入（百万）与增速 .....	9
图 22：公司 2016-2018 年防粘连及止血领域不同产品占比 .....	9
图 23：生物医用材料市场规模及其变化率（亿元） .....	10
图 24：2012-2017 中国白内障手术数量（万例） .....	11

图 25: 我国眼科粘弹剂市场规模 (亿元) .....	11
图 26: 我国外用重组人表皮生长因子市场规模 (亿元) .....	11
图 27: 中国医疗美容行业市场规模 (亿元) .....	11
图 28: 我国骨科关节腔粘单补充剂市场规模 (亿元) .....	12
图 29: 公司骨科产品收入规模 (百万) 及增速 .....	12
图 30: 我国手术防粘连剂市场规模变化 (亿元) .....	12
表 1: 公司 2016-2018 销售模式 .....	6
表 2: 公司未来各个领域及产品的预期规模 .....	10
表 3: 公司业绩拆分 .....	13
表 4: 公司与可比公司比较 .....	14

## 1. 创建于 2007 年，科技创新成就行业领跑者

昊海生物科技有限公司成立于 2007 年 1 月 24 日,2015 年 4 月 30 日在香港挂牌上市,2019 年 10 月 30 日科创板上市,是一家应用生物医用材料技术和基因工程技术进行医疗器械和药品研发、生产和销售的科技创新型企业。公司通过不断进行技术创新、资源整合和规模化生产研发新的医疗产品,对相关医药产品实现进口替代,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实现了行业领先。

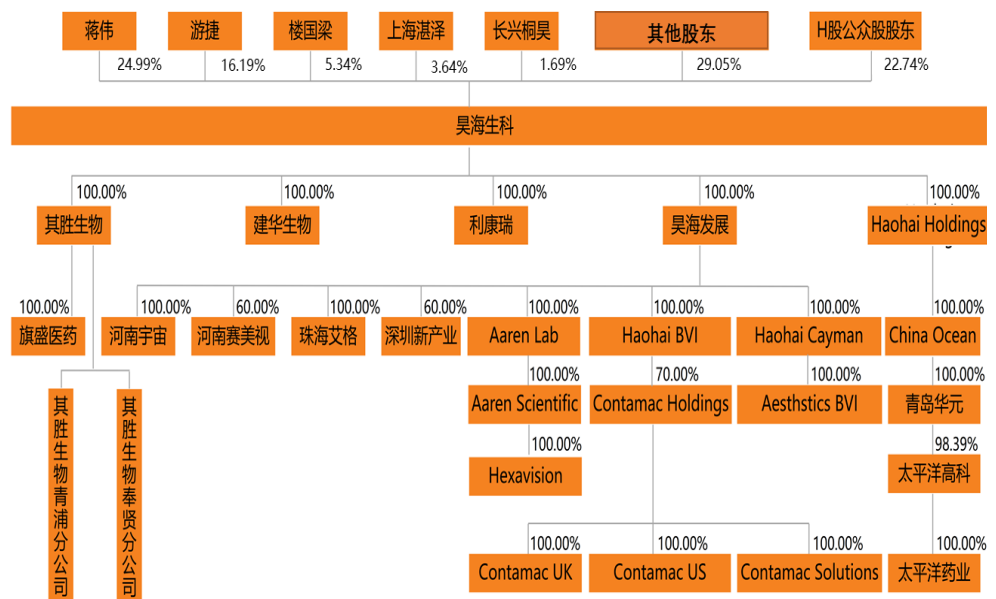
图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

公司实际控制人为蒋伟, 持股比例 24.99%; 游捷持股比例 16.19%(与蒋伟为夫妻关系)。楼国梁为公司持股比例 5%以上(5.34%)的自然人。H 股公众股东持股比例 22.74%。公司股权结构健康, 实控人拥有接近 30%的股权比例, 高管也多有持股。公司高管多为硕博等高素质人群, 具有医学或实业背景, 经验丰富, 能力较强, 是公司长期稳定发展的重要组成部分。

图 2: 公司股权结构



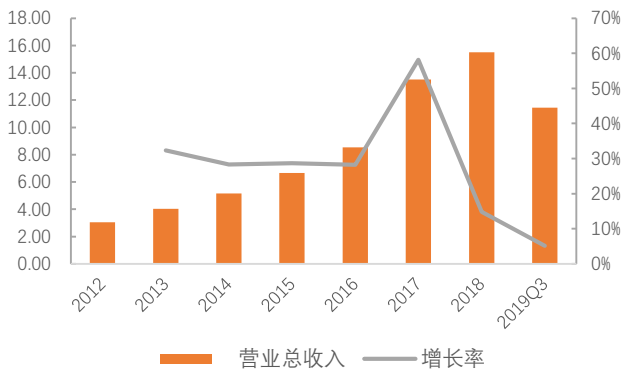
资料来源: wind, 招股说明书, 天风证券研究所

## 2. 业绩稳扎稳打，成就行业领头羊

昊海生物将科技创新作为公司发展的核心竞争力，以科技作为经营驱动力。自成立以来，公司致力于核心产品的深度研发与销售体系的建立，在眼科、骨科等多方面逐步建立于自身的市场影响力，市场份额不断提升，也推动了业绩的稳步快速增长。

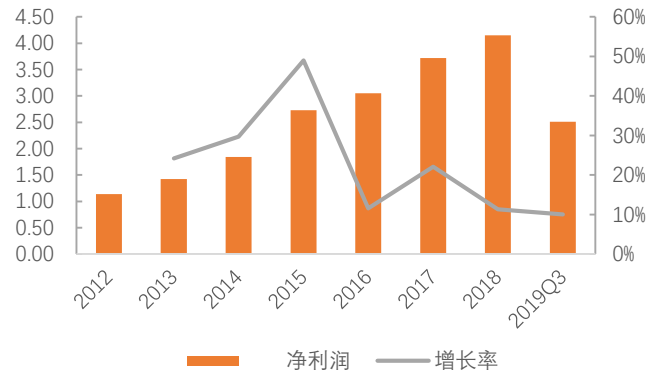
2012 年公司的营收和归母净利润分别为 3.05 亿元，1.14 亿元，2018 年则分别达到了 15.5 亿元，4.15 亿元。2012-2018 年公司营收与归母净利润年复合增长率分别达到了 31.12%、24.03%。2019Q3 公司营收及归母净利润分别为 11.45 亿元、2.51 亿元，营收同比增长 5.15%，归母净利润同比下降 10.04%。

图 3：公司 2012-2019Q3 营业收入及增长率（亿元）



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

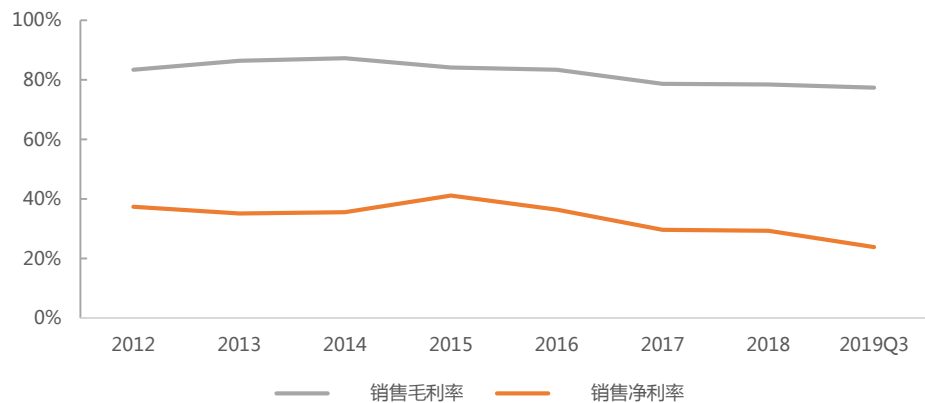
图 4：公司 2012-2019Q3 归母净利润及增长率（亿元）



资料来源：wind，招股说明书，天风证券研究所

公司具有较强的盈利能力，销售毛利率和净利率均长期处于相对较高的水平。2019 年 Q3 公司毛利率为 77.40%，净利率为 23.78%。2015-2019Q3 公司毛利率和净利率出现下降态势，主要系收购毛利率相对更低的人工晶状体产业链，发展眼科业务所致。

图 5：2012-2019Q3 公司毛利率净利率变化情况



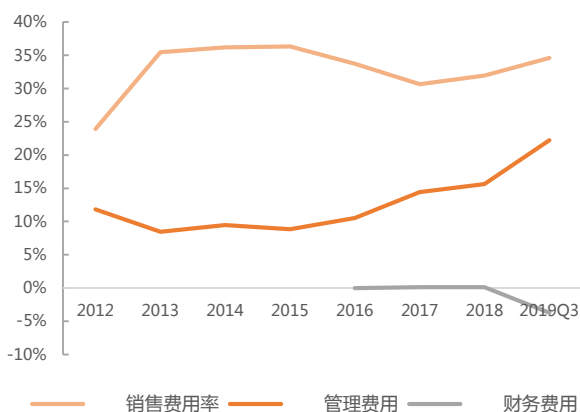
资料来源：wind，天风证券研究所

从费用端来看，公司三项费用率存在一定的波动。销售费用率上升系公司扩大内部销售团队，并组织市场推广活动所致；管理费用率上升系公司收购项目增加，产生较大无形资产摊销金额以及其他相关费用的支付；同时公司 2017 年 1 月新增租赁总部办公场所，导致租赁费用有所提升。

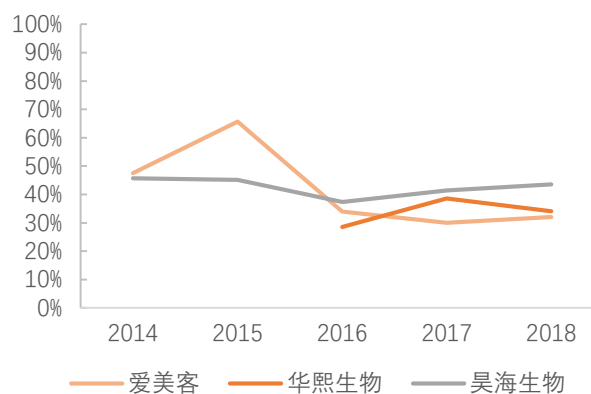
将公司三项费用水平与同行业公司进行比较分析，公司因销售费用率高于同行业其他公司而导致三项费用率在 2016-2018 年保持较高水平。

图 6：2012-2019Q3 公司销售、管理和财务费用变化情况

图 7：公司与同行业三项费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

近年来, 公司通过直销模式不断开拓公立医院业务, 直销模式占比从 2016 年的 30.25% 上升至 45.68%, 提升幅度较大。

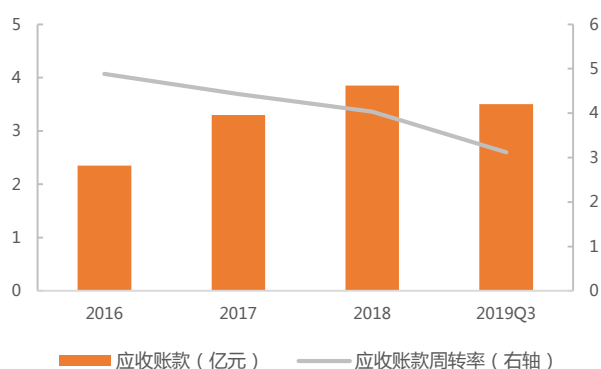
表 1: 公司 2016-2018 销售模式

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额 (万)	比例 (%)	金额 (万)	比例 (%)	金额 (万)	比例 (%)
经销模式	84506.68	54.32%	81643.92	60.34%	59890.54	69.75%
直销模式	71062.86	45.68%	53658.78	39.66%	25971.75	30.25%
合计	155569.54	100.00%	135302.70	100.00%	85862.29	100.00%

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

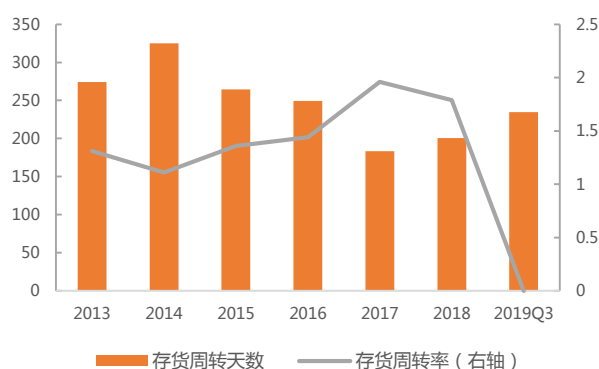
营运能力方面, 公司下游客户主要为医疗机构, 因此具有一定的应收账款。直销模式占比的提升也间接导致了应收账款的增加, 应收账款周转率亦有所下降。公立医院的还款能力较强, 因此我们认为公司应收账款发生大额坏账的风险较小, 公司具备一定的预防风险的能力。存货方面, 公司存货周转天数较长, 存货周转率较低, 系公司销售规模扩大, 增加原材料和产成品的储备, 结合流动比率过高这一特点, 认为公司的营运能力尚可但仍待提高。

图 8: 公司 2016-2019Q3 应收账款情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 公司 2012-2019Q3 存货情况 (百万)

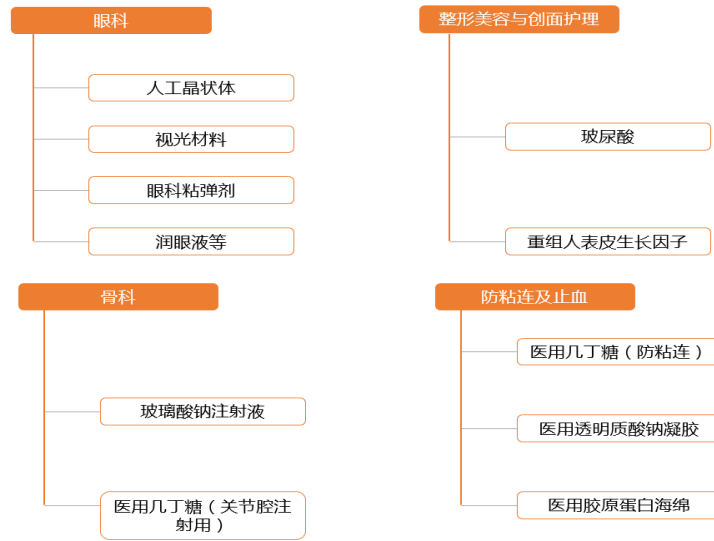


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3. 四大领域稳步发展, 产品线丰富

公司主营业务涉及眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四个领域。依托生物医用材料技术, 公司创新开发销售人工晶状体及视光材料、医用透明质酸钠/玻璃酸钠、医用几丁糖和可降解快速止血材料这五大产品; 依托基因工程技术, 公司以重组人表皮生长因子产品研发销售为主。通过这六大主营产品, 公司在四大领域均取得了领先优势。

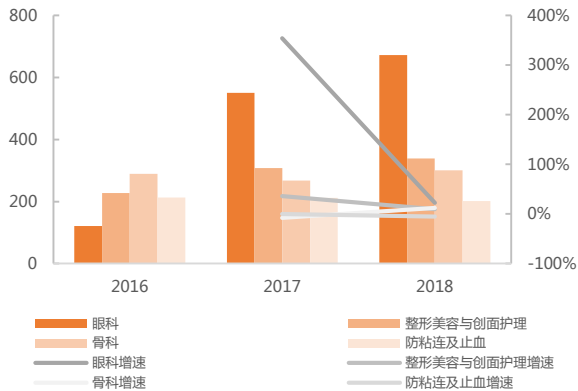
图 10：公司主营产品



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

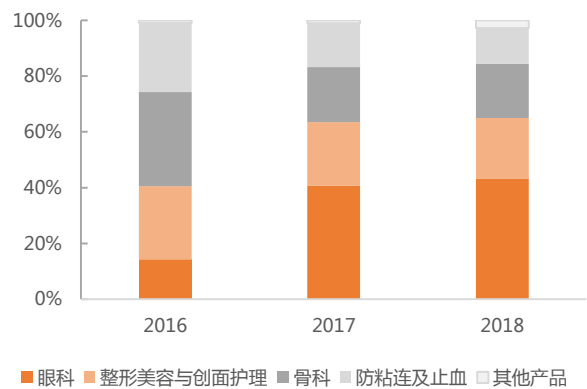
从四大治疗领域收入来看，2016 年以来眼科因收购形成成熟产业链后收入大幅增长，收入占比逐年提升；其他三个领域公司收入稳步提升。2018 年眼科收入 6.73 亿元，整形美容与创面护理收入 3.39 亿元，骨科收入 3 亿元，防粘连及止血产品收入 2 亿元。

图 11：2016-2018 四大领域收入变化情况（百万）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：2016-2018 四大领域收入占比

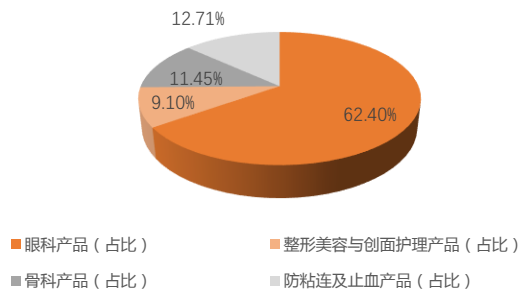
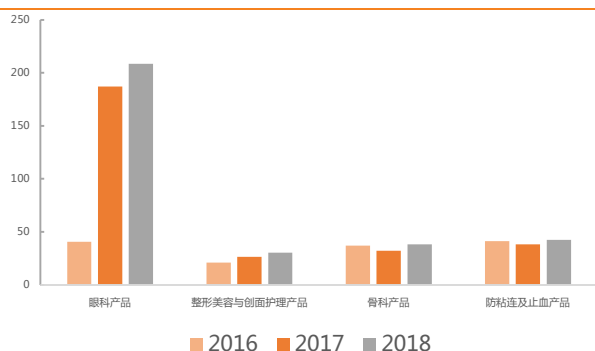


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2018 年公司主营业务成本为 3.34 亿元，同比增长 16.29%，高于收入增长率。成本端占比最大的是眼科(占主营业务成本的 62.40%)中人工晶状体产品(占主营业务成本的 41.56%)，其次为骨科 (11.45%) 中的玻璃酸钠注射液 (9.77%) 和眼科粘合剂 (9.16%)。

图 13：2016-2018 四大领域成本金额变化情况（百万）

图 14：2018 年四大领域产品成本结构图

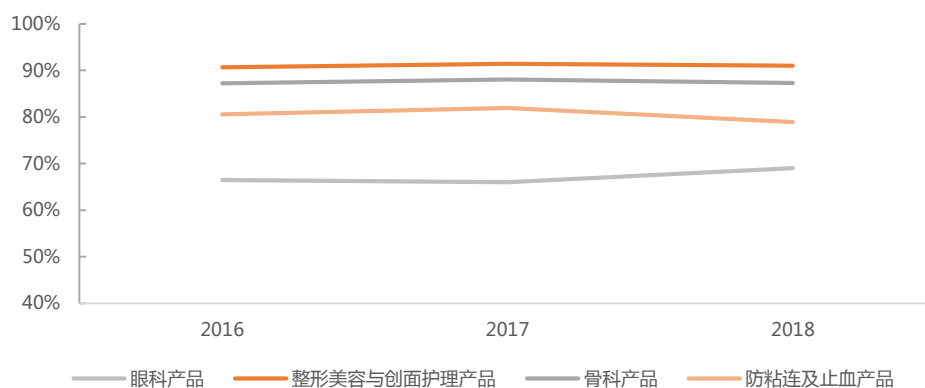


资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

从各领域的毛利率水平来看, 整形美容与创面护理产品的毛利率水平最高, 为 91.02%; 其次为骨科 (87.27%)、防粘连及止血产品 (78.89%); 公司眼科产品的毛利率最低, 为 69% 但整体来看, 公司各领域产品均具有相对较高的毛利率水平, 总体盈利能力较强。

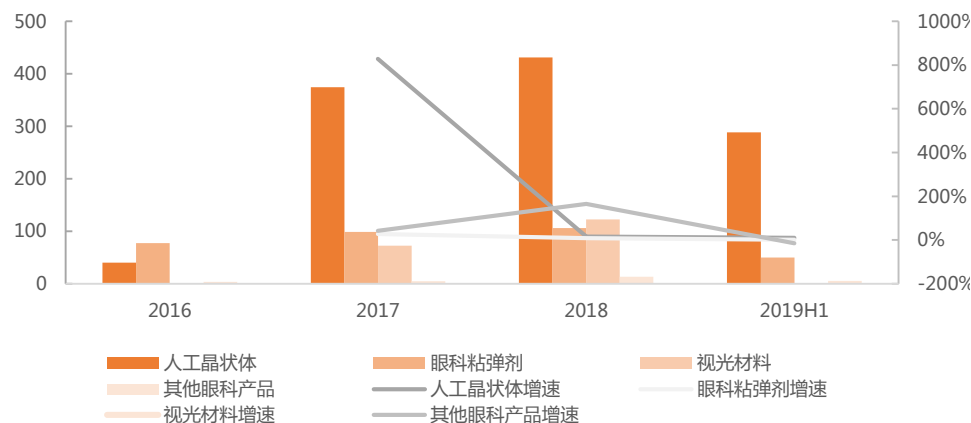
图 15: 2016-2018 四大领域毛利率变化情况



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

眼科领域是公司目前收入的主要来源。2018 年眼科收入占总体营收的 43.25%。公司在眼科领域的产品主要包括人工晶状体、视光材料、眼科粘弹剂以及润眼液这四大产品。人造晶状体是眼科收入的主要来源, 2019H1 人造晶状体产品营收 2.88 亿元, 同比增长 9.5%。未来随着白内障手术量的增加, 我国在眼科领域的人工晶体、眼科粘弹剂的需求还将进一步释放, 具备较大空间。

图 16: 眼科产品 2016-2019H1 收入及增速 (百万)

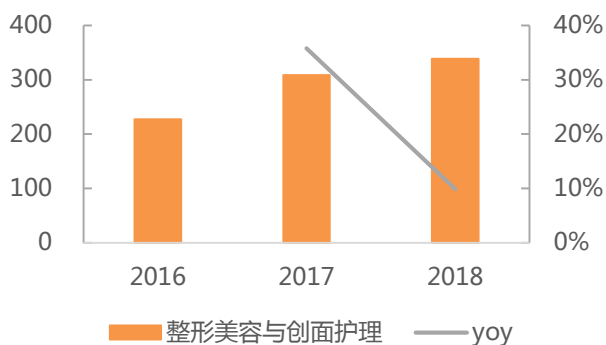


资料来源: wind, 天风证券研究所



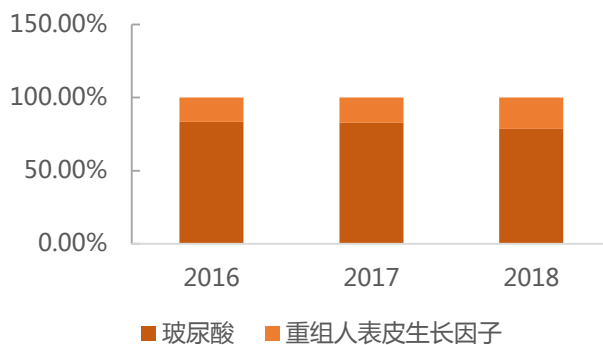
从整形美容与创面护理领域来看，公司主要品种包括了玻尿酸、重组人表皮生长因子，同时随着外用重组人表皮生长因子进入医保乙类，市场规模的增长有望提速，公司的重组人表皮生长因子有望进一步提速。

图 17： 2016-2018 年整形美容与创面护理收入（百万）与增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

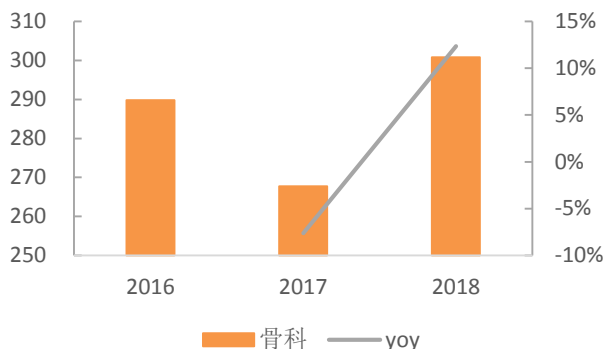
图 18： 公司 2016-2018 年整形美容与创面护理领域不同产品占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

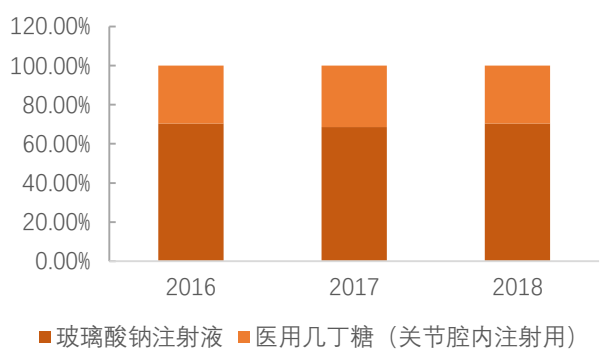
从骨科领域来看，2017 年公司骨科关节腔粘弹剂补充剂的市场份额约为 36.21%，并呈现提升态势，随着医用几丁糖的上市，其与玻璃酸钠注射液的差异化定位有望推动公司在骨科领域市场份额的稳步提升。公司在骨科领域市场龙头地位稳固，未来有望进一步享受行业增长带来的红利。

图 19： 2016-2018 年骨科领域收入（百万）与增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

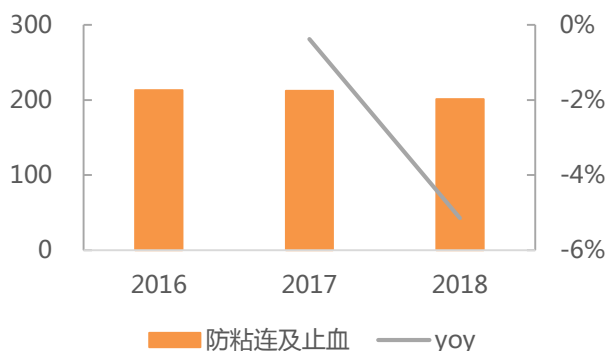
图 20： 公司 2016-2018 年骨科领域不同产品占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

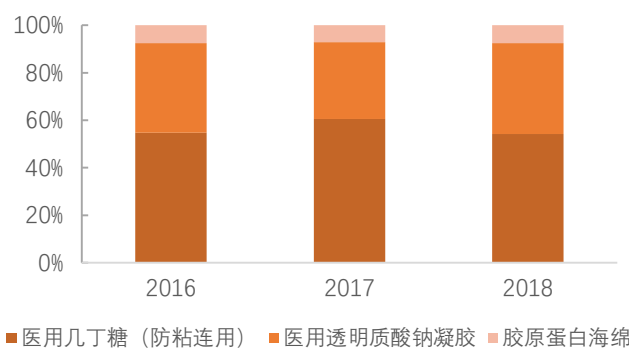
公司手术防粘连产品市场份额约为 49.05%，处于市场第一位置。随着我国手术量的不断提升，手术防粘连与止血产品的市场规模有望进一步提升。

图 21： 2016-2018 年防粘连及止血领域收入（百万）与增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22： 公司 2016-2018 年防粘连及止血领域不同产品占比



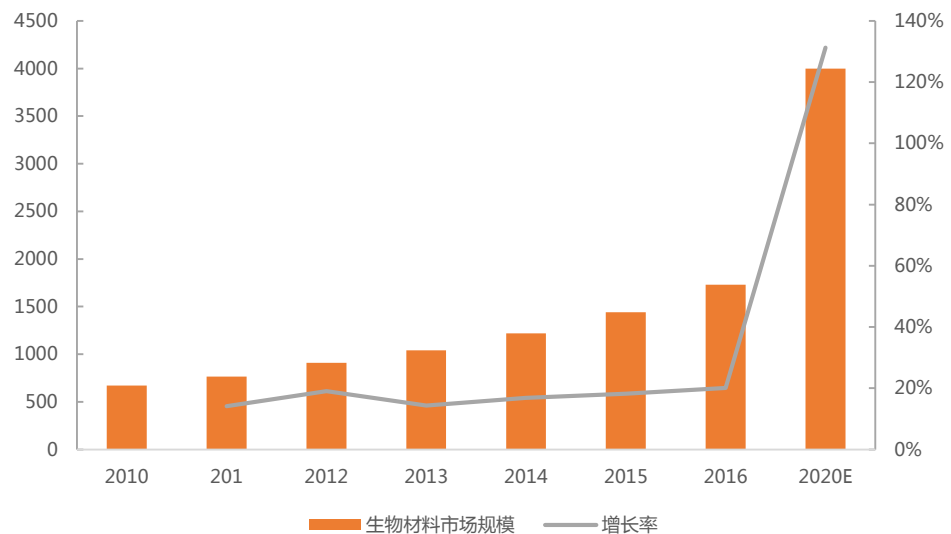
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 身处优势赛道，市场空间广阔

生物医用材料的研究和产业化已被许多国家列入高技术关键新材料发展计划，成为国际高技术制高点之一。2016 年全球生物医用材料市场规模达 1709 亿美元，预计 2020 年市场规模突破 3000 亿美元。未来医疗器械行业的发展还有望推动生物医用材料产业继续迈步向前。

我国生物医用材料产业于 20 世纪 80 年代萌芽，目前已初具规模。2016 年国内生物医用材料市场达 1730 亿元，2010-2016 年复合增长率为 17.13%。预计 2020 年我国生物医用材料市场规模达 4000 亿元，驱动力来源于人口老龄化、国家政策支持以及创新驱动与消费力提升驱动。2016-2020 年复合增长率达 23.31%。

图 23：生物医用材料市场规模及其变化率（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司产品主要涉及眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血，在这四个领域市场都存在广阔的发展空间，同时公司产品在市场上也占据较大比重，未来公司整体所处市场空间预计能达到 3000 亿。

表 2：公司未来各个领域及产品的预期规模

市场	市场预期（2020 年）	公司 2017 年在行业占比
眼科粘弹剂	20.51 亿	45%
整形美容与创面护理产品	2656 亿	
外用人重组人表皮生长因子	9.06 亿	18.60%
骨科关节腔粘弹补充剂	25.83 亿	36.21%
手术防粘连剂	38.84 亿	49.05%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

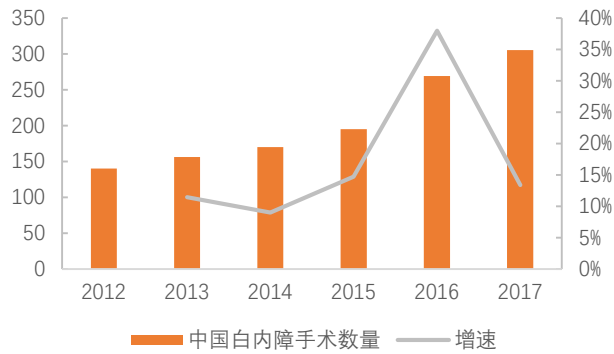
### 4.1. 人造晶状体产业链成熟，市场空间较大

根据中国防盲治盲网数据统计，中国实施白内障手术数量由 2012 年 140 万例增加至 2017 年 305 万例，2012 年至 2017 年年均复合增长率达 16.85%。2017 年，我国每百万人口接受白内障手术人数为 2205 例/百万人群/年，与欧美、日本等发达国家（每百万人口接受白内障手术人数平均大于 11000）、甚至印度、越南等一般发展中国家（每百万人口接受白内障手术人数平均大于 5000）仍有较大差距，我国白内障手术率未来存在较大提升空间。

随着未来我国白内障患病人数的增加和白内障手术率的提升，作为白内障手术的核心材料，我国人工晶状体市场成长空间广阔。同时随着国内眼科手术治疗覆盖率的不断增加，眼科粘弹剂产品的需求逐年提升，由 2013 年的 9.24 亿元增长至 2017 年的 14.23 亿元，2013

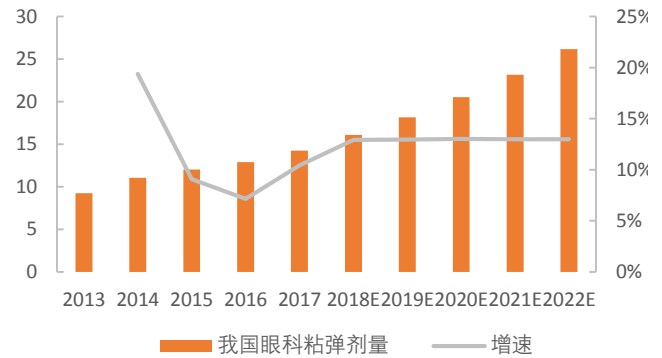
年至 2017 年年均复合增长率为 11.40%，预计 2022 年我国眼科粘弹剂市场规模将达到 26.18 亿元。

图 24：2012-2017 中国白内障手术数量（万例）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 25：我国眼科粘弹剂市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司是国际人工晶状体知名生产商之一，按销量计算，旗下人工晶状体品牌占据中国人工晶状体 30% 的市场份额。同时旗下子公司 Contamac 是全球最大的独立视光材料生产商之一。整体来看，公司在眼科领域的布局从材料到产品，逐步的成熟。

#### 4.2. 玻尿酸产业市场空间大，重组人表皮生长因子逐渐发力

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 2015 年 870 亿元增加至 2017 年 1,367 亿元，年均复合增长率为 23.35%。就现状来看，中国接受医疗美容疗程客户的渗透率远低于其他国家，成长空间较大。公司在医疗美容领域主要有玻尿酸产品以及外用重组人表皮生长因子。

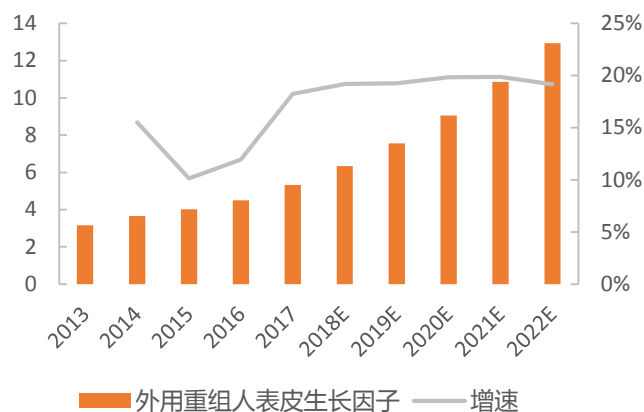
交联透明质酸钠（玻尿酸）主要作为注射类医疗美容中使用的皮肤填充剂，注射入面部以重塑面部。玻尿酸在人类皮肤的真皮层中扮演了基质的角色，无论是组织架构上整体的保养或是细胞之间的运送都具有很重要的功能。玻尿酸与人体不排斥，相容性好，保湿效果好，降解时间较长，因而广泛应用于多个微整形领域。

当前，公司旗下拥有“海薇”、“姣兰”两大玻尿酸品牌。其中，“海薇”于 2013 年 9 月获得 III 类医疗器械注册证，并于 2014 年正式上市销售，是国内首个运用单相交联技术生产的玻尿酸产品，主打塑形效果；2017 年，公司推出第二代玻尿酸产品“姣兰”，主打动态填充功能。通过“海薇”及“姣兰”差异化的市场定位，2018 年公司的玻尿酸产品实现 2.66 亿元的销售收入，位居市场前列。

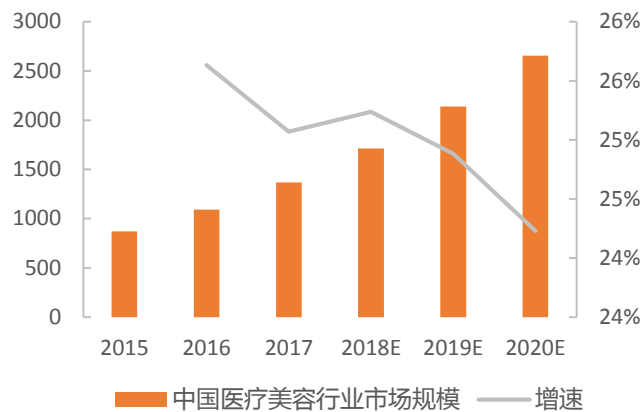
2013 年至 2017 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模稳健发展，由 2013 年的 3.16 亿元增长至 2017 年的 5.32 亿元，年均复合增长率为 13.91%。2017 年 2 月 23 日，人力资源和社会保障部正式印发了 2017 年版国家医保药品目录，解除 2009 年版目录对外用重组人表皮生长因子产品工伤保险用药的限制，并将其调整为乙类医保药品。受益于政策利好，未来市场规模发展提速。

图 26：我国外用重组人表皮生长因子市场规模（亿元）

图 27：中国医疗美容行业市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

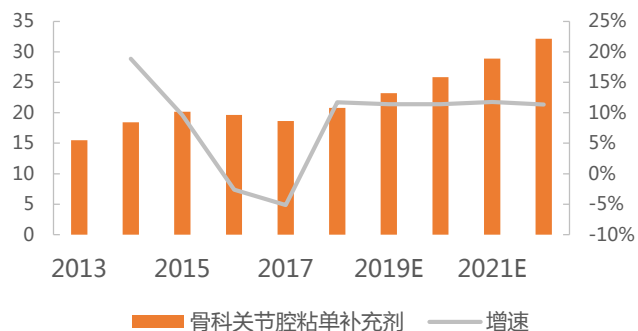


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 4.3. 骨科市场前景良好，骨科产品增速显著

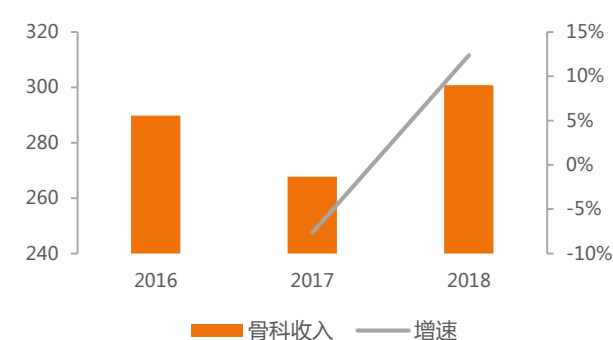
2017 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模由 2013 年的 15.49 亿元增长至 18.64 亿元，2013 年至 2017 年年均复合增长率为 4.74%。但随着人口老龄化及治疗意识的提高以及骨科关节腔粘弹补充治疗的技术水平和质量的提高得到医生和患者的认可，未来我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模将持续上升发展。公司骨科产品 2018 年较 2017 年有显著提升，增速达到 12.36%。

图 28：我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 29：公司骨科产品收入规模（百万）及增速



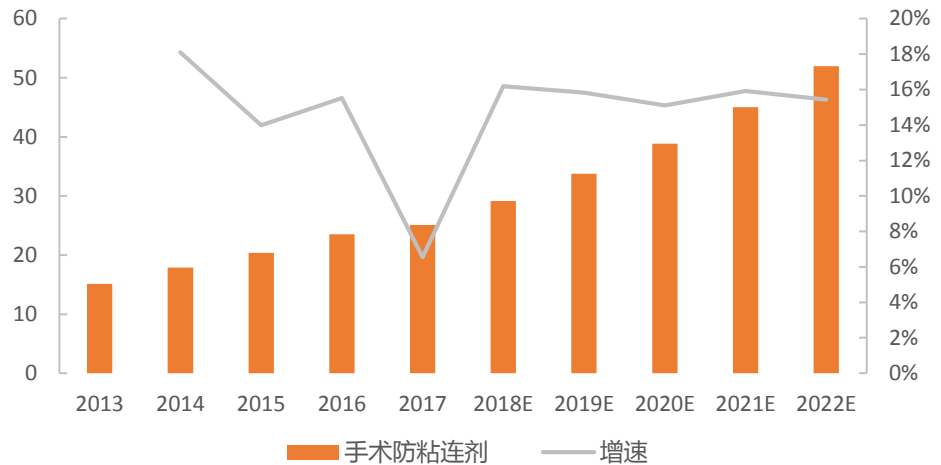
资料来源：wind，天风证券研究所

### 4.4. 防粘连剂市场增速较大，主产品稳步增长

目前，我国防粘连剂的主要产品为医用几丁糖类和医用透明质酸钠类。2017 年医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶类手术防粘连产品市场规模分别占我国手术防粘连剂市场总规模的 41.92%和 38.05%。

2017 年我国防粘连剂市场规模为 25.07 亿元，2013-2017 年 CAGR 达 13.46%。其中，医用几丁糖市场规模由 2013 年的 6.86 亿元增长至 2017 年的 10.51 亿元，年均复合增长率为 11.26%；透明质酸钠市场规模由 2013 年的 5.54 亿元增长至 2017 年的 9.54 亿元，年均复合增长率达 14.55%。

图 30：我国手术防粘连剂市场规模变化（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 5. 业绩与估值

2019 年受下游终端客户调整的影响，公司眼科以及整形美容类产品的销售受到一定影响，叠加费用端，预计公司 2019 年业绩有所承压。但长期来看，随着下游终端客户调整的结合，公司的业绩有望逐步恢复稳步的增长，预计 2019-2022 年，公司实现归母净利润 3.71/4.28/5.02/5.98 亿元。

关键假设如下：

假设一：眼科产品收入主要受人工晶状体和视光材料的影响。随着公司并购人工晶状体公司后，人工晶状体产品销量不断增长；收购子公司 Contamc 后，视光材料产品销量稳健增长。由于公司人工晶状体单体相对较高，所以人工晶状体的毛利率保持较高水平；视光材料毛利率保持稳定。2019 年受白内障筛查影响，预计对业绩有所拖累，预计 2020 年将逐步回复，预计 2020-2022 年销量收入增长 15-20%。

假设二：整形美容与创面护理产品收入主要受玻尿酸和外用重组人表皮生长因子的影响。随着医美市场的不断扩大、公司品牌认可度的持续提升和竞争市场的日益激烈，玻尿酸产品销量稳步增长；将外用重组人表皮生长因子产品列入乙类医保目录使得市场需求较快增长，外用重组人表皮生长因子产品销量稳定增长。公司玻尿酸中的中高端产品售价增长弥补了中低端收入下降的缺口，加上公司有效控制成本，玻尿酸产品毛利率稳步提升；外用重组人表皮生长因子产品毛利率总体稳定。预计 2019-2022 年年复合销量增速大约 15%。

假设三：骨科产品收入主要受玻尿酸钠注射液的影响。随着医保政策和采购模式的改变，公司积极推出新规格产品，玻尿酸钠注射液销量有所上升。骨科产品毛利率总体保持相对稳定。预计 2019-2022 年年复合销量增速大约 15-20%。

假设四：防粘连及止血产品收入主要受医用几丁糖（防粘连用）产品的影响。由于医保支付改革和医院控费控量，医用几丁糖（防粘连用）产品销量保持相对稳定。公司医用几丁糖（防粘连用）产品受大规模产品毛利率较低和近年招标价格下降导致毛利率下降。预计 2019-2022 年年复合销量增速大约 15-20%。

表 3：公司业绩拆分

	2016A	2017 A	2018 A	2019E	2020 E	2021 E	2022E
总收入 (百万)	854	1351	1558	1604.79	1879.64	2233.91	2656.20
yoy	28.27%	58.19%	14.80%	2.97%	17.13%	18.85%	18.95%
眼科产品							
营业收入	121.12	550.32	672.83	645.92	742.80	891.37	1069.64
yoy		354.36%	22.26%	-4.00%	15.00%	20.00%	20.00%

毛利率	66.50%	66.00%	69.00%	69.05%	69.00%	69.00%	69.00%
整形美容与创面护理产品							
营业收入	227.08	308.4	338.77	321.83	370.11	425.62	489.47
yoy		35.81%	9.85%	-5.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	90.65%	91.43%	91.02%	91.70%	92.00%	92.00%	92.00%
骨科							
营业收入	289.77	267.71	300.84	361.01	433.21	519.85	623.82
yoy		-7.61%	12.38%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	87.21%	88.03%	87.27%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%
防粘连及止血产品							
营业收入	212.95	212.08	201.23	211.29	242.99	279.43	321.35
yoy		-0.41%	-5.12%	5.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	80.57%	81.93%	78.89%	78.50%	78.50%	78.50%	78.50%
其他收入							
yoy	3.08	12.49	44.33	64.74	90.54	117.64	152.08
yoy		305.52%	254.92%	46.05%	39.84%	30.00%	30.00%
归母净利润	305.00	372.00	415.00	370.78	428.43	502.48	597.68

资料来源：招股说明书，wind，天风证券研究所

公司主要有四个领域的业务与产品，涉及眼科、骨科、医美等领域。从核心原材料上来看，公司以透明质酸、医用几丁糖为主。因此我们选取相关领域的公司进行比较分析。

表 4：公司与可比公司比较

上市公司名称	EPS (摊薄) (元/股)			PE		总市值 (亿元)	
	2019 TTM	2020E	2021E	2019A	2020E		
欧普康视	0.69	1.02	1.37	62.43	54.29	40.26	223.36
正海生物	1.25	1.70	2.16	52.55	45.26	35.75	61.68
华熙生物	1.09	1.61	2.11	68.39	51.74	39.52	399.74
昊海生科	2.17	2.85	3.43	43.15	29.47	24.48	149.37
平均				56.63	45.19	35.00	

资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据来源 wind 一致预期

对比来看，公司的估值相对处于低位，与同为科创板的华熙生物、A 股角膜塑形镜龙头欧普康视比较，公司的估值均处于相对的地位。我们认为公司的业务范围涉及眼科、骨科、医美、防粘黏等领域，未来的成长空间较大；下游终端客户经历 19 年的调整后，将逐步恢复的平稳增长态势；而受益眼科领域的重视程度提升，公司在眼科领域的增长也有望逐步加快，我们预计 2019-2022 年，公司实现归母净利润 3.71/4.29/5.03/5.98 亿元；给予 2020 年 45 倍 PE，约为可比公司平均水平，2020 年对应目标价为 108.45 元；首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1、招标降价、集采等导致公司毛利率下滑：公司骨科领域产品未来在集采等过程中面临降价的风险，降价会增加公司毛利率下滑的风险以及产品降价的风险；
- 2、市场竞争加剧导致产品毛利率下滑：医美领域、骨科等领域拥有竞品，未来市场竞争加剧会导致会增加公司产品毛利率下滑风险；
- 3、新产品研发进度不及预期：公司三代玻尿酸产品、人工晶体产品等研发进度不及预期；
- 4、政策风险：比如白内筛查限制、集采等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,797.42	1,442.75	2,591.89	2,302.81	3,370.17	营业收入	1,354.45	1,558.45	1,604.79	1,879.64	2,233.91
应收票据及应收账款	333.04	384.83	232.04	455.82	361.69	营业成本	288.70	334.39	369.10	437.96	520.50
预付账款	22.22	33.60	24.17	45.12	38.45	营业税金及附加	9.90	11.93	12.84	14.39	17.36
存货	174.91	197.63	166.77	288.09	231.13	营业费用	414.08	495.08	513.53	601.49	714.85
其他	57.64	233.76	111.49	194.82	178.82	管理费用	193.02	240.36	248.74	291.34	346.26
<b>流动资产合计</b>	<b>2,385.23</b>	<b>2,292.56</b>	<b>3,126.37</b>	<b>3,286.65</b>	<b>4,180.26</b>	研发费用	76.33	95.37	96.29	112.78	134.03
长期股权投资	94.65	354.70	354.70	354.70	354.70	财务费用	(49.76)	(62.25)	(71.61)	(87.45)	(101.65)
固定资产	277.16	416.66	531.35	618.25	675.48	资产减值损失	11.44	0.43	11.00	7.00	6.14
在建工程	293.21	278.27	202.96	169.78	131.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	490.89	468.44	439.43	410.41	381.39	投资净收益	9.36	22.71	22.01	22.40	22.72
其他	568.17	625.71	489.55	521.45	541.44	其他	(60.95)	(106.08)	(44.02)	(44.80)	(45.44)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,724.09</b>	<b>2,143.79</b>	<b>2,017.99</b>	<b>2,074.59</b>	<b>2,084.88</b>	<b>营业利润</b>	<b>462.32</b>	<b>526.54</b>	<b>446.91</b>	<b>524.54</b>	<b>619.14</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,109.32</b>	<b>4,436.35</b>	<b>5,144.35</b>	<b>5,361.24</b>	<b>6,265.14</b>	营业外收入	0.02	0.01	9.00	11.00	10.00
短期借款	18.50	18.89	15.00	15.00	15.00	营业外支出	0.72	1.37	1.02	1.00	1.57
应付票据及应付账款	39.01	41.18	30.45	62.57	49.56	<b>利润总额</b>	<b>461.62</b>	<b>525.18</b>	<b>454.89</b>	<b>534.54</b>	<b>627.57</b>
其他	420.25	391.24	703.25	424.07	815.29	所得税	61.61	70.11	60.71	72.16	84.72
<b>流动负债合计</b>	<b>477.76</b>	<b>451.32</b>	<b>748.70</b>	<b>501.65</b>	<b>879.85</b>	<b>净利润</b>	<b>400.01</b>	<b>455.08</b>	<b>394.18</b>	<b>462.38</b>	<b>542.85</b>
长期借款	17.60	16.39	15.00	15.00	15.00	少数股东损益	27.60	40.54	23.13	33.41	39.81
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>372.41</b>	<b>414.54</b>	<b>371.05</b>	<b>428.97</b>	<b>503.04</b>
其他	228.71	133.20	177.77	179.89	163.62	每股收益(元)	2.09	2.33	2.09	2.41	2.83
<b>非流动负债合计</b>	<b>246.30</b>	<b>149.59</b>	<b>192.77</b>	<b>194.89</b>	<b>178.62</b>						
<b>负债合计</b>	<b>724.06</b>	<b>600.91</b>	<b>941.47</b>	<b>696.54</b>	<b>1,058.47</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	184.70	223.94	245.91	278.76	317.68	<b>成长能力</b>					
股本	160.05	160.05	177.85	177.85	177.85	营业收入	57.27%	15.06%	2.97%	17.13%	18.85%
资本公积	1,770.12	1,770.12	1,770.12	1,770.12	1,770.12	营业利润	35.59%	13.89%	-15.12%	17.37%	18.03%
留存收益	3,028.93	3,408.08	3,779.13	4,208.10	4,711.14	归属于母公司净利润	22.08%	11.31%	-10.49%	15.61%	17.27%
其他	(1,758.54)	(1,726.74)	(1,770.12)	(1,770.12)	(1,770.12)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,385.26</b>	<b>3,835.45</b>	<b>4,202.88</b>	<b>4,664.70</b>	<b>5,206.67</b>	毛利率	78.68%	78.54%	77.00%	76.70%	76.70%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,109.32</b>	<b>4,436.35</b>	<b>5,144.35</b>	<b>5,361.24</b>	<b>6,265.14</b>	净利率	27.50%	26.60%	23.12%	22.82%	22.52%
						ROE	11.64%	11.48%	9.38%	9.78%	10.29%
						ROIC	39.63%	27.77%	14.59%	24.46%	19.68%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	17.62%	13.55%	18.30%	12.99%	16.89%
净利润	400.01	455.08	371.05	428.97	503.04	净负债率	-50.22%	-34.24%	-59.47%	-47.17%	-62.69%
折旧摊销	67.74	83.61	49.64	55.30	59.70	流动比率	4.99	5.08	4.18	6.55	4.75
财务费用	(58.89)	(60.40)	(71.61)	(87.45)	(101.65)	速动比率	4.63	4.64	3.95	5.98	4.49
投资损失	(9.36)	(22.71)	(22.01)	(22.40)	(22.72)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(69.34)	(423.88)	828.85	(736.25)	511.90	应收账款周转率	4.77	4.34	5.20	5.47	5.47
其它	21.10	359.57	23.13	33.41	39.81	存货周转率	9.25	8.37	8.81	8.26	8.60
<b>经营活动现金流</b>	<b>351.26</b>	<b>391.29</b>	<b>1,179.05</b>	<b>(328.42)</b>	<b>990.08</b>	总资产周转率	0.35	0.36	0.34	0.36	0.38
资本支出	417.78	534.04	15.43	77.88	66.27	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	94.65	260.05	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.09	2.33	2.09	2.41	2.83
其他	(669.03)	(1,588.73)	(53.42)	(135.48)	(93.55)	每股经营现金流	1.98	2.20	6.63	-1.85	5.57
<b>投资活动现金流</b>	<b>(156.59)</b>	<b>(794.64)</b>	<b>(37.99)</b>	<b>(57.60)</b>	<b>(27.28)</b>	每股净资产	18.00	20.31	22.25	24.66	27.49
债权融资	97.25	129.31	92.53	102.57	106.37	<b>估值比率</b>					
股权融资	60.03	94.05	46.02	87.45	101.65	市盈率	37.67	33.84	37.81	32.70	27.89
其他	(253.75)	(308.69)	(130.47)	(93.08)	(103.45)	市净率	4.38	3.88	3.55	3.20	2.87
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(96.48)</b>	<b>(85.33)</b>	<b>8.08</b>	<b>96.94</b>	<b>104.57</b>	EV/EBITDA	0.00	0.00	27.34	24.20	18.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	30.96	27.27	21.01
<b>现金净增加额</b>	<b>98.20</b>	<b>(488.69)</b>	<b>1,149.15</b>	<b>(289.08)</b>	<b>1,067.36</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com