

短期承压，眼科产品有望后续发力

——昊海生科 2019 年报点评

事件：

2020年3月26日，公司公告：2019年年报：报告期内实现营收16.04亿元，同比增长2.94%，归母净利润3.71亿元，同比下降10.56%。同时公告，拟向全体股东每10股派发现金红利人民币7.00元。

● 研发进展顺利，角膜塑形镜有望后续发力

子公司 Contamac 自主研发的新一代高透氧角膜接触镜材料“Optimum Infinite”已通过FDA批准，该材料的上市是角膜接触镜行业的一个里程碑，公司基于子公司 Contamac 研制的高透氧材料，研制的新型角膜塑形镜产品，已完成注册检验，正式进入临床试验阶段，后续上市后有望放量增厚业绩；医美方面，公司在研的第三代新型无颗粒特征的玻尿酸产品已提交国家药监局进行注册，医美板块有望通过新产品上市实现业绩回升。

● 医美板块和防粘连板块承压，后续有望回升

2019年公司医美板块有所调整，主要系终端市场政策变动、行业进入整顿调整期以及老一代玻尿酸竞争压力增大。医用几丁糖受到高值耗材限控影响，同时跨区域招投标联盟集采导致部分价格有所下滑。受到以上板块调整因素，2019年毛利率为77.28%(-1.23pct)，主要是由于毛利率较高的玻尿酸收入下降导致。短期来看，受到下游服务商合规化经营问题，公司玻尿酸销售有所影响，长期来看，规范化经营调整有利于肃清假货、水货等不规范竞争，以及规避服务商不规范运营带来的风险，行业有望朝着更加健康、有序的方向发展，利好规范经营、具有产品特色的上游生产企业。公司的第三代新型玻尿酸产品即将推出，该产品由于其抗高温、抗酶解、无颗粒化及高内聚性特点，预计在人体内具有更长的填充和支撑时间，有望为后续成长性提供助力。

● 投资建议与盈利预测

随着医美行业完成阶段性整顿以及眼科、医美新产品的落地，公司业绩有望恢复增速。我们预计公司20-22年营业收入为17.58亿元、20.09亿元和23.68亿元，同比增速为9.44%/14.45%/17.85%，归母净利润为3.91亿元、4.32亿元和4.95亿元，同比增速为5.37%/10.48%/14.74%，EPS分别为2.20、2.43、2.78元/股，对应PE为33/30/26，给予“持有”评级。

● 风险提示

医美整顿影响超过预期；疫情影响超过预期；耗材集采降价风险；产品竞争加剧，产品研发不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1558.45	1604.33	1755.74	2009.48	2368.20
收入同比(%)	15.06	2.94	9.44	14.45	17.85
归母净利润(百万元)	414.54	370.78	390.67	431.63	495.26
归母净利润同比(%)	11.31	-10.56	5.37	10.48	14.74
ROE(%)	11.48	6.80	6.71	6.99	7.52
每股收益(元)	2.33	2.08	2.20	2.43	2.78
市盈率(P/E)	31.36	35.06	33.27	30.12	26.25

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

持有|维持

当前价：73.09元

基本数据

52周最高/最低价(元)：130.7/72.3

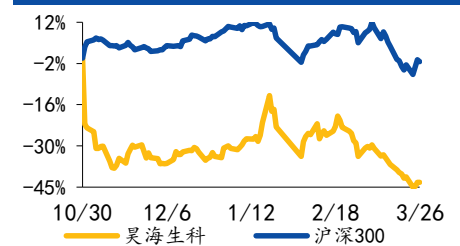
A股流通股(百万股)：54.71

A股总股本(百万股)：177.85

流通市值(百万元)：4073.52

总市值(百万元)：13242.36

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 刘巧

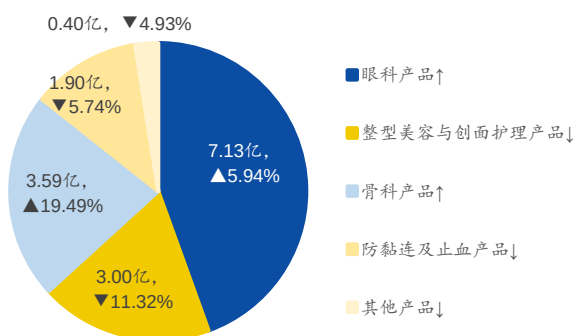
电话 021-51097188

邮箱 liuqiao@gyzq.com.cn

分板块来看，受行业短期调整和政策影响，医美板块和防粘连板块承压。2019 年公司眼科产品实现收入 7.1 亿（+5.94%），占比为 44.49%；整形美容与创面护理产品实现收入 3.00 亿元（-11.32%），占比为 18.75%；骨科产品实现收入 3.60 亿（+19.49%），占比为 22.43%；防粘连及止血产品实现收入 1.90 亿（-5.74%），占比为 11.84%；其他产品实现收入 0.40 亿元（-4.91%），占比 2.49%。医美板块有所调整，主要系终端市场政策变动、行业进入整顿调整期以及老一代玻尿酸竞争压力增大。医用几丁糖受到高值耗材限控影响，同时跨区域招投标联盟集采导致部分价格有所下滑。

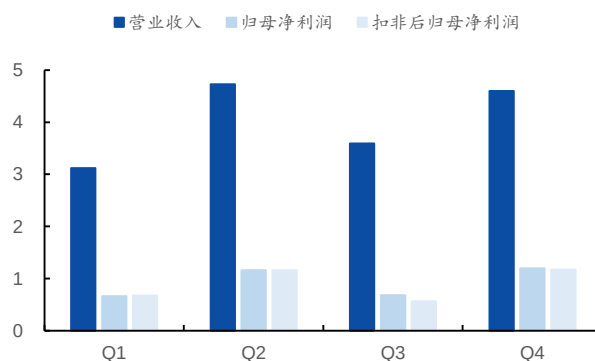
受到以上板块调整因素，2019 年毛利率为 77.28%，同比下降 1.23pct。毛利率较高医美板块受到价格竞争影响，有所下调。医美下游监管较为宽松，水货、假货和不规范经营充斥，国家开始对该行业进行整顿。短期来看，受到下游服务商合规化经营问题，公司玻尿酸销售有所影响，长期来看，规范化经营调整有利于肃清假货、水货等不规范竞争，以及规避服务商不规范运营带来的风险，行业有望朝着更加健康、有序的方向发展，利好规范经营、具有产品特色的上游生产企业。公司的第三代新型玻尿酸产品即将推出，该产品由于其抗高温、抗酶解、无颗粒化及高内聚性特点，预期在人体内具有更长的填充和支撑时间，有望为后续成长性提供助力。

图 1：2019 年公司各板块收入情况及表现



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 2：2019 年分季度业绩表现（单位：亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

受研发费用、非经常性收益以及投资损失影响，归母净利润有所下降。2019 年公司实现归母和扣非归母分别为 3.70 亿元和 3.57 亿元，同比分别下降 10.56%和 4.96%，主要系：

- （1）研发费用增长约 2000 万：**因加大对眼科和医美新产品的投入，当期公司研发费用达 1.16 亿元，较 2018 年增幅达 21.17%，研发占比也提高 1pct 至 7.2%；
- （2）政府补助收益减少约 1000 万：**因公司部分科研合作项目尚未达到验收阶段，当期的非经常性政府补助收益较 2018 年减少 1000 万左右；
- （3）确认投资损失约 2000 万：**因 Contamac 于 2019 年 1 月出售了 Contateq 的 50%股权，公司确认一次性投资损失约 1000 万元；因 Contamac 于 2019 年 4 月收购了法国人工晶体推注器生产商 ODC 的 100%股权，考虑到 Contamac 与 ODC 的业务整合以及盈利能力不确定性，公司将该笔收购产生的交易溢价与对应商誉差

异约 1000 万确认为一次性投资损失。

公司在眼科和玻尿酸产品方面研发进展顺利。公司在 2019 年研发投入较大，眼科板块和玻尿酸板块均取得进展：

(1) 子公司 Contamac 自主研发的新一代高透氧角膜接触镜材料“Optimum Infinite”通过美国 FDA 核准上市，其透氧率超过 180 Barrer，是目前全球透氧率最高的视光材料之一，可为下游视光产品的创新提供更多的可能性；

(2) 子公司河南宇宙研发和生产的亲水性折叠式人工晶状体产品，已完成注册变更，新增非球面光学设计，是首个国产亲水性非球面折叠式人工晶状体产品，实现了该领域国产品牌零的突破；

(3) 公司自主研发的光学设计系统，基于子公司 Contamac 研制的高透氧材料，研制的新型角膜塑形镜产品，已完成注册检验，正式进入临床试验阶段；

(4) 公司在研的第三代新型无颗粒特征的玻尿酸产品已提交国家药监局进行注册，目前已在技术审评阶段，其产品注册和生产批文审批工作正稳步推进，该产品由于其抗高温、抗酶解、无颗粒化及高内聚性特点，预期在人体内具有更长的填充和支撑时间。

表 1：2019 年公司新产品及研发重大进展

序号	事件
1	新一代高透氧角膜接触镜材料“Optimum Infinite”上市
2	亲水性非球面折叠式人工晶状体产品获批
3	新型角膜塑形镜产品进入临床试验
4	第三代新型无颗粒特征的玻尿酸产品提交注册申请

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

眼科布局逐步完善，角膜塑形镜有望后续发力。公司在眼科布局齐全，已成为中国最大的人工晶状体生产商，按销售数量计算，市场份额为 30%；公司已成为中国最大的眼科粘弹剂生产商，2018 年市场份额为 46.9%，连续 12 年国内市场份额超过 4 成以上。2019 年公司人工晶状体产品和眼科粘弹剂产品分别实现营业收入 4.34 亿元和 1.13 亿元，与 2018 年相比分别增长 0.56% 和 6.52%，**增长趋缓，主要原因为：**2019 年国内白内障手术终端市场经历了阶段性规范整顿，部分地区医疗机构的白内障筛查活动减少或暂停。**但长远而言，规范化程度逐步提升必将有利于行业长期健康发展，且白内障治疗属于刚性需求，未来成长空间广阔。**2019 年公司视光材料实现营收 1.5 亿元，同比增长 24.55%，主要受益于高透氧角膜接触镜材料在美国市场的快速增长，以及人工晶状体材料在全球范围内受到的广泛认可。子公司 Contamac 自主研发的新一代高透氧角膜接触镜材料“Optimum Infinite”已通过 FDA 批准，该材料成功打破了过往角膜接触镜行业中存在的一个公认法则，即硬性镜片的透氧率越高，其抗折褶性、车削性、抗刮伤性以及润湿性则会越低，还解决了以往长期佩戴巩膜镜会引起角膜缺氧的问题，Optimum Infinite 的上市是角膜接触镜行业的一个里程碑，有望后续发力。

图 3：公司各板块产品布局情况

技术/材料 应用领域	生物医用材料技术				基因工程技术
	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	可降解止血和组织填充材料	重组人表皮生长因子
眼科	人工晶状体 视光材料 	眼科粘弹剂 	润眼液 		
整形美容与创面护理		玻尿酸 			外用重组人表皮生长因子 
骨科		骨科关节腔粘弹补充剂 			
防粘连及止血		手术防粘连剂 		医用胶原蛋白海绵 	

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

*国元持仓披露：国元持仓不到 1%，无需披露。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2292.56	3945.38	4303.97	4739.27	5299.24
现金	1442.75	3222.51	3407.31	3714.97	4128.26
应收账款	384.52	381.99	438.94	502.37	592.05
其他应收款	107.47	10.45	105.34	120.57	142.09
预付账款	33.60	37.43	40.70	46.40	53.61
存货	197.63	239.99	244.23	278.43	321.68
其他流动资产	126.59	53.01	67.45	76.53	61.55
非流动资产	2143.79	2206.49	2279.18	2209.25	2073.22
长期投资	354.70	5.33	300.00	300.00	300.00
固定资产	416.66	534.49	638.24	636.90	583.01
无形资产	468.44	613.99	583.99	553.99	523.99
其他非流动资产	903.98	1052.68	756.95	718.36	666.22
资产总计	4436.35	6151.87	6583.15	6948.53	7372.46
流动负债	451.32	359.97	411.98	419.08	420.59
短期借款	18.89	5.30	20.00	20.00	20.00
应付账款	36.84	36.79	52.92	60.33	69.70
其他流动负债	395.58	317.88	339.06	338.75	330.89
非流动负债	149.59	138.55	134.74	136.40	139.58
长期借款	16.39	0.65	0.65	0.65	0.65
其他非流动负债	133.20	137.90	134.09	135.75	138.93
负债合计	600.91	498.52	546.72	555.48	560.17
少数股东权益	223.94	198.57	212.53	217.54	229.20
股本	160.05	177.85	177.85	177.85	177.85
资本公积	1770.12	3281.59	3281.59	3281.59	3281.59
留存收益	1637.96	1935.54	2326.21	2668.92	3075.25
归属母公司股东权益	3611.51	5454.78	5823.91	6175.50	6583.09
负债和股东权益	4436.35	6151.87	6583.15	6948.53	7372.46

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	391.29	348.91	402.66	320.47	429.32
净利润	455.08	376.38	404.63	436.65	506.91
折旧摊销	83.61	100.04	111.50	127.47	135.46
财务费用	-62.25	-63.55	-50.78	-54.23	-59.63
投资损失	-22.71	-20.57	-25.00	-21.00	-20.00
营运资金变动	-61.68	-34.21	-103.63	-108.54	-133.18
其他经营现金流	-0.77	-9.17	65.95	-59.88	-0.24
投资活动现金流	-794.64	-1135.74	-268.17	13.00	12.00
资本支出	151.87	399.30	0.00	0.00	0.00
长期投资	621.90	768.13	294.67	0.00	0.00
其他投资现金流	-20.87	31.69	26.50	13.00	12.00
筹资活动现金流	-85.33	1392.55	50.31	-25.80	-28.03
短期借款	0.39	-13.59	14.70	0.00	0.00
长期借款	-1.21	-15.73	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	17.80	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1511.47	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-84.51	-107.40	35.61	-25.80	-28.03
现金净增加额	-486.26	608.88	184.80	307.67	413.28

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1558.45	1604.33	1755.74	2009.48	2368.20
营业成本	334.39	364.00	407.05	464.04	536.13
营业税金及附加	11.93	9.26	10.53	14.07	16.58
营业费用	495.08	544.13	596.95	683.22	828.87
管理费用	240.36	266.56	280.92	311.47	355.23
研发费用	95.37	116.08	133.49	157.52	185.87
财务费用	-62.25	-63.55	-50.78	-54.23	-59.63
资产减值损失	-0.43	-0.56	0.50	0.50	0.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.71	20.57	25.00	21.00	20.00
营业利润	526.54	435.38	466.09	502.89	583.65
营业外收入	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.37	1.05	1.00	1.00	1.00
利润总额	525.18	434.35	465.09	501.89	582.65
所得税	70.11	57.97	60.46	65.25	75.75
净利润	455.08	376.38	404.63	436.65	506.91
少数股东损益	40.54	5.60	13.95	5.02	11.65
归属母公司净利润	414.54	370.78	390.67	431.63	495.26
EBITDA	547.91	471.87	526.80	576.14	659.48
EPS (元)	2.59	2.08	2.20	2.43	2.78

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	15.06	2.94	9.44	14.45	17.85
营业利润 (%)	13.89	-17.31	7.05	7.90	16.06
归属母公司净利润 (%)	11.31	-10.56	5.37	10.48	14.74
获利能力					
毛利率 (%)	78.54	77.31	76.82	76.91	77.36
净利率 (%)	26.60	23.11	22.25	21.48	20.91
ROE (%)	11.48	6.80	6.71	6.99	7.52
ROIC (%)	19.87	14.19	15.77	17.22	20.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.55	8.10	8.30	7.99	7.60
净负债比率 (%)	21.52	5.29	16.58	16.32	16.18
流动比率	5.08	10.96	10.45	11.31	12.60
速动比率	4.64	10.29	9.85	10.64	11.83
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.30	0.28	0.30	0.33
应收账款周转率	4.36	4.01	4.11	4.27	4.33
应付账款周转率	8.82	9.89	9.08	8.20	8.25
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.33	2.08	2.20	2.43	2.78
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.20	1.96	2.26	1.80	2.41
每股净资产 (最新摊薄)	20.31	30.67	32.75	34.72	37.02
估值比率					
P/E	31.36	35.06	33.27	30.12	26.25
P/B	3.60	2.38	2.23	2.10	1.97
EV/EBITDA	18.20	21.14	18.93	17.31	15.12

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188