

2020年08月04日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

## 自主研发+产业整合，国内眼科耗材龙头 买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,604	1,289	1,695	2,196
同比(%)	2.9%	-19.7%	31.5%	29.6%
归母净利润(百万元)	371	230	426	559
同比(%)	-10.6%	-38.0%	85.3%	31.2%
每股收益(元/股)	2.09	1.30	2.40	3.15
P/E(倍)	75.64	121.98	65.84	50.20

### 投资要点

- 眼科黄金赛道，诞生多支优质成长股。**全球医疗器械行业中，前五大领域分别为体外诊断(13%)、心血管(12%)、医学影像(10%)、骨科(9%)和眼科(7%)，眼科跻身前五榜单。中国医疗器械行业中，前五大领域分别为医用医疗设备(39%)、家用医疗设备(18%)、低值耗材(12%)、体外诊断(11%)和血管介入(7%)，眼科目前占比仅为1%。随着中国医疗消费水平的提升，飞秒手术、视光服务、角膜塑形镜、人工晶体、玻璃体等新术式的发展，引爆眼科投资热点，我们认为未来中国眼科黄金赛道将迎来快速的发展。
- 依镜、角膜塑形镜、人工玻璃体有望驱动眼科收入爆发式增长，人工晶状体将进一步提升市场份额。**2019年眼科收入占比约45%，1)公司通过控股杭州爱晶伦(55%股权)，纳入其用于矫正近视手术的依镜®PRL。预计2025年国内晶体植入术市场空间可达40亿元。随着公司整合市场和加大推广，依镜有望快速提高渗透率。2)角膜塑形镜被国家卫健委纳入《近视防治指南》，预计2025年针对青少年近视患者的市场空间将达46亿元以上。但当前角膜塑形镜的渗透率仅1%左右，国内获批的9家厂商中仅有3家国产品牌。而公司在研产品具有显著高透氧率优势，有望伴随渗透率提升，在上市后加速国产替代。3)人工玻璃体替代物亟需解决长期填充和相容性等问题，预计我国潜在市场空间达45亿元，公司的新型人工玻璃体处于临床前研究阶段，有望实现填充物的技术突破。4)人工晶状体受集采政策影响加速行业整合，公司多层次品牌布局，有望持续提高市场占比。5)公司眼科粘弹剂连续12年稳居市场首位，新产品有望推动收入增长。
- 玻尿酸产品持续换代升级，骨科产品具备长期增长动力。**我国医美行业入整治阶段，导致公司低端系列玻尿酸销售放缓，但高端系列仍快速放量。公司第三代高端产品即将上市，第四代已进入注册阶段，预计随着行业增速恢复，公司玻尿酸产品仍有望快速增长。骨科关节腔粘弹补充剂市场规模受政策影响而增长放缓，但老龄化带来的需求日益增长，目前骨科产品已恢复较快增长，且具备长期增长动力。
- 盈利预测与投资评级：**预计2020-2022年公司净利润分别为2.30亿元、4.26亿元和5.59亿元，增速分别为-38.0%、85.3%、31.2%。公司布局眼科黄金赛道，依镜、OK镜、人工玻璃体等重磅产品近期上市，有望带动公司业绩及估值的二次腾飞，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	158.27
一年最低/最高价	69.25/158.27
市净率(倍)	5.21
流通A股市值(百万元)	2429.06

### 基础数据

每股净资产(元)	30.37
资产负债率(%)	7.34
总股本(百万股)	177.21
流通A股(百万股)	15.35

### 相关研究

## 内容目录

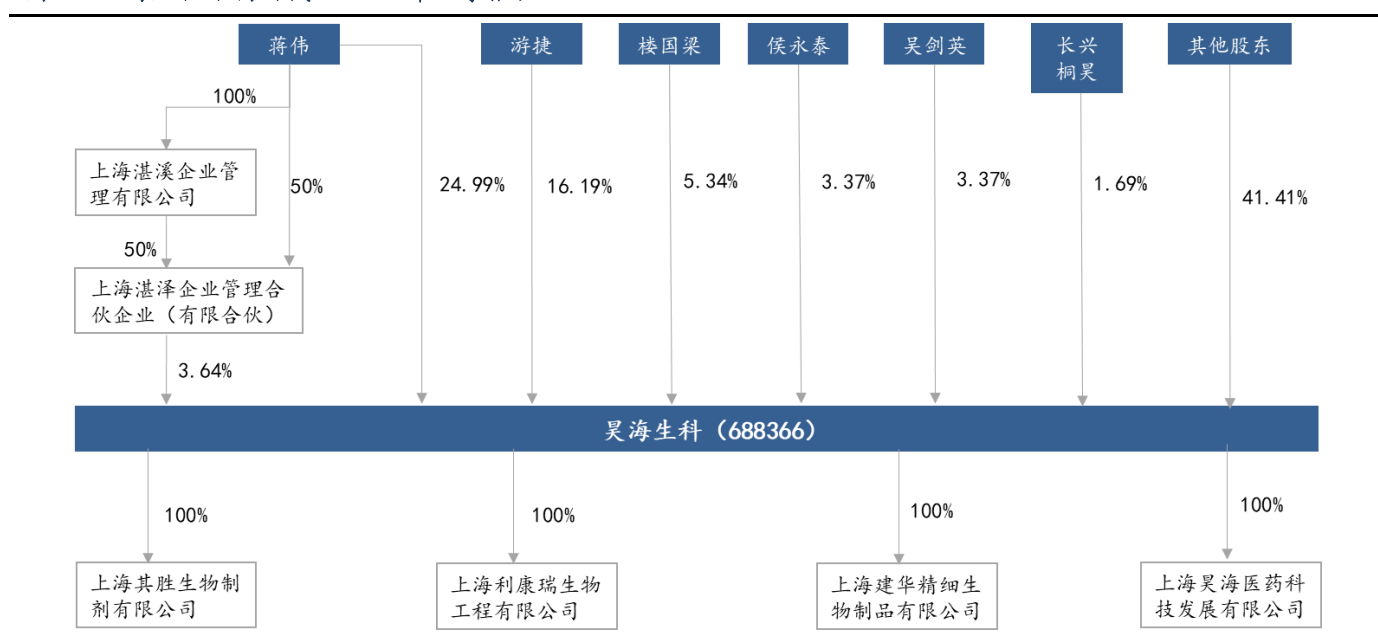
1. 短期业绩承压，眼科产品线亮眼 .....	3
2. 布局眼科黄金赛道，公司二次增长可期 .....	5
2.1. 眼科黄金赛道，诞生多支优质成长股 .....	5
2.2. 控股爱晶伦，依镜@PRL 纳入眼科产业链布局 .....	6
2.3. 角膜塑形镜渗透率低，公司高透氧性品种有望加快进口替代 .....	8
2.4. 人工玻璃体、视网膜封堵生物凝胶、滴眼液等，在研产品稳步推进 .....	10
2.5. 人工晶状体多层次品牌布局，持续提高市场占比 .....	11
2.6. 眼科粘弹剂为绝对龙头，新产品有望推动收入增长 .....	12
3. 整形美容与创面护理：核心品种市占率稳健提升 .....	13
4. 骨科板块恢复较快增长，防粘连产品受政策拖累 .....	14
5. 盈利预测与估值分析 .....	15
6. 风险提示 .....	16

## 1. 短期业绩承压，眼科产品线亮眼

昊海生科是一家应用生物医用材料和基因工程技术进行医疗器械和药品研发、生产和销售科技创新型企业，围绕医用透明质酸钠/玻璃酸钠和医用几丁糖材料的特性进行自主研发创新，并通过外延并购扩充核心业务产品线。目前公司主营范围覆盖眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大业务领域。

公司股权结构简单、集中。前两大股东为蒋伟、游捷夫妇，分别持股 24.99%、16.19%，此外蒋伟通过上海湛泽间接持有公司 3.64%的股权，二者合计持有公司 44.82%的股权，为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构（截止 2020 年一季度）



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司通过自主研发+外延并购布局了丰富的产品线，尤其眼科产品亮眼。新型角膜塑形镜、依镜、新型人工晶状体等新产品将为公司注入新的增长活力。公司持续加大研发投入，研发费用率从 2014 年的 5.0% 上升至 2019 年 7.2%。我们认为，医疗器械企业不断并购扩充产品线是常态，自主创新加产业整合体现了优秀医疗器械公司的核心竞争力，新型角膜塑形镜、依镜、新型人工晶状体等新产品将为公司注入新的增长活力。

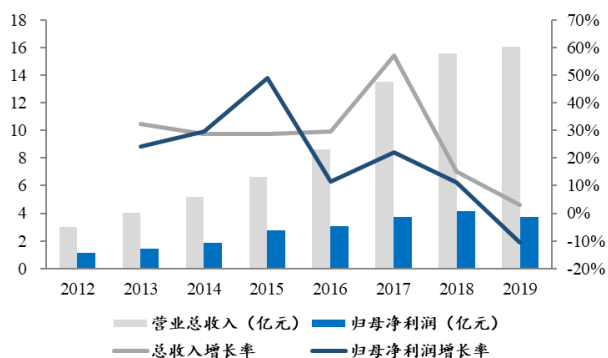
图 2：公司眼科研发项目及进展（截止 2019 年报）

治疗领域	项目名称	产品类别	分类	进展	投入进度 (累计投入金额/总计划投入金额)				
					0	25%	50%	75%	100%
眼表	盐酸萘西沙星滴眼液	眼药	化药4类	申报生产	96.31%				
	盐酸萘西沙星眼用凝胶	眼药	化学仿制药	临床前研究	0.00%				
	贝美前列素滴眼液	眼药	化药4类	临床前研究	27.92%				
	盐酸利多卡因眼用凝胶	眼药	化药3类	申报生产	85.50%				
眼底	眼内填充用生物凝胶	眼内生物材料	3类医疗器械	注册检验	20.43%				
	新型人工玻璃体的产品开发	眼内生物材料	3类医疗器械	临床前研究	16.68%				
	高浓度多糖滴眼剂	眼药	化药4类	临床前研究	70.01%				
近视防控 屈光矫正	角膜塑形镜	OK镜	3类医疗器械	临床试验	24.26%				
	具有蓝光吸收功能的角膜接触镜片材料	视光材料	医疗器械原料	临床前研究	32.52%				
	先进的仿生水凝胶材料	视光材料	医疗器械原料	临床前研究	30.00%				
	具有抗菌功能的角膜接触镜材料和人工晶状体材料	眼内生物材料	医疗器械原料	临床前研究	24.37%				
白内障	创新型预装式人工晶状体	人工晶状体	3类医疗器械	CE注册认证/ 中国注册检验	98.61%				
	非球面散光矫正型人工晶状体	人工晶状体	3类医疗器械	临床前研究	58.90%				
	非球面多焦点人工晶状体	人工晶状体	3类医疗器械	临床前研究	16.54%				
	新型眼科粘弹剂产品开发及相关性能研究	眼科粘弹剂	3类医疗器械	临床前研究	88.77%				

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2019年，公司实现营收16亿元，同比增长2.9%；归母净利润3.7亿元，同比下降10.6%。公司2012~2019年收入CAGR为26.9%；净利润CAGR为18.4%。2019年，眼科板块收入占比44.5%，持续提升。2018年公司收入和利润增速回落，主要2017年人工晶状体因并表因素增速达到828%，基数较大。2019年业绩下滑，主要系医美终端市场阶段性行业整治导致玻尿酸销量下滑，以及白内障手术阶段性停滞导致人工晶状体销售放缓。

图3：公司营收与归母净利润情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图4：公司年主营业务收入结构情况



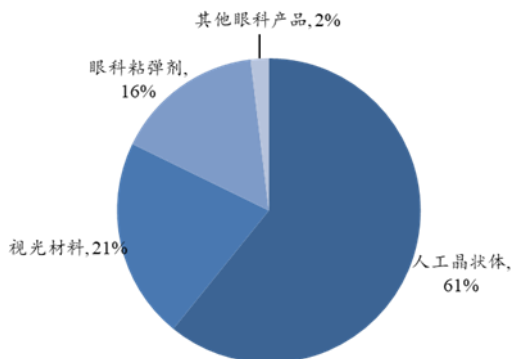
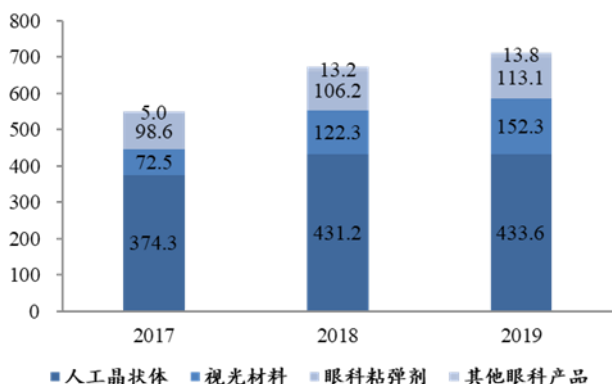
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

在眼科领域，公司主要产品有人工晶状体、视光材料、眼科粘弹剂及润眼液，目前在研产品至少15项，多个产品为国内首创。2017-2019年公司眼科板块收入CAGR约14%，2019年眼科板块收入中，人工晶状体、视光材料、眼科粘弹剂的收入占比分别为

61%、21%、16%。公司眼科产品线丰富，人工晶状体高端产品继续进口替代，未来依镜放量、角膜塑形镜和人工玻璃体上市等有望推动眼科收入快速增长。

图 5: 公司眼科主营收入(百万元)

图 6: 2019 年公司眼科收入构成



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

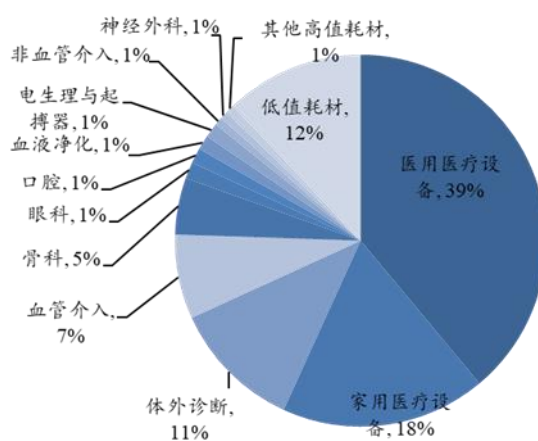
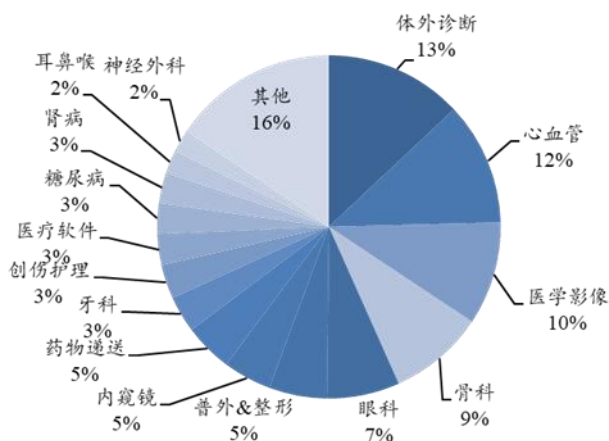
## 2. 布局眼科黄金赛道, 公司二次增长可期

### 2.1. 眼科黄金赛道, 诞生多支优质成长股

全球医疗器械行业中, 前五大领域分别为体外诊断 (13%)、心血管 (12%)、医学影像 (10%)、骨科 (9%) 和眼科 (7%), 眼科跻身前五榜单。中国医疗器械行业中, 前五大领域分别为医用医疗设备 (39%)、家用医疗设备 (18%)、低值耗材 (12%)、体外诊断 (11%) 和血管介入 (7%), 眼科目前占比仅为 1%。随着中国医疗消费水平的提升, 飞秒手术、视光服务、角膜塑形镜、人工晶体、玻璃体等新术式的发展, 引爆眼科投资热点, 我们认为未来中国眼科黄金赛道将迎来快速的发展。

图 7: 2017 年全球医疗器械细分领域分布

图 8: 2018 年中国医疗器械细分领域分布



数据来源: Evaluate, 东吴证券研究所

数据来源: 医疗器械蓝皮书, 东吴证券研究所

目前, 爱尔眼科、欧普康视、兴齐眼药、爱博医疗等优质眼科赛道公司陆续上市, 他们分别在眼科医疗服务、OK 镜、滴眼液、人工晶体等领域有较先进的技术和较高的

市占率，业绩实现靓丽的增长，在二级市场也取得了较好的股价表现。

表 1: A 股眼科赛道上市公司 (截止 2020 年 8 月 2 日)

代码	名称	总市值 (亿元)	相对发行价涨幅 (%)
300595.SZ	欧普康视	389.24	169.34
688050.SH	爱博医疗	308.25	773.86
300015.SZ	爱尔眼科	1930.61	67.29
300573.SZ	兴齐眼药	167.20	3834.11
688366.SH	昊海生科	239.96	77.37

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 控股爱晶伦，依镜@PRL 纳入眼科产业链布局

2020 年 4 月 22 日，公司官网公告取得杭州爱晶伦科技有限公司 55% 股份，将其旗下用于矫正近视的国内唯一一款悬浮型有晶体眼后房屈光晶体依镜@PRL 纳入眼科产品线版图，拓展屈光手术市场。

目前屈光手术主要包括角膜屈光手术和眼内屈光手术，角膜屈光手术的原理是去除部分角膜组织，如全飞秒激光 SMILE、飞秒 LASIK，而眼内屈光矫正术不破坏角膜组织结构的完整性，具有可逆性，主流为有晶状体眼人工晶状体植入术 (PIOL)，并且以后房型人工晶体植入为主。PIOL 主要有以下显著优势：**1) 安全可逆**，角膜屈光手术切削过的角膜无法再做手术，眼内屈光手术保留了人眼晶状体自身调节功能，植入的晶体可随时取出更换；**2) 适用高度近视患者**，高度近视、尤其是超高度近视 ( $\geq 1000$  度) 患者中，不少人因为角膜厚度不够或者相对较薄不能进行如飞秒等角膜屈光手术，而晶体植入术提供了矫正方法；**3) 手术条件较低**，飞秒激光设备本身成本昂贵，许多机构并不具备此类手术条件，而有晶体眼人工晶体植入术在绝大多数医院可以进行。

**晶体植入术市场竞争格局良好。**目前中国 PIOL 市场上存在两种后房型有晶体眼人工晶体，一种为支撑型人工晶体 (ICL)，仅有一家进口品牌拥有上述产品注册证；另一种就是杭州爱晶伦拥有独立知识产权的悬浮型人工晶体依镜@PRL。依镜@PRL 优势在于：**1) 突破了近视矫正的度数极限**，ICL 晶体植入术可用于 1800 度以内的近视，PRL 首期矫正范围 1000-3000 度近视，其 -18.0D-30.0D 填补了国际上超高度近视矫正技术的空白。**2) 无副作用**，ICL 手术最大的副作用是晶体对内皮的磨损，而依镜的密度与房水接近，悬浮其中，不会损伤内皮。

表 2: 依镜@PRL 的适用人群、安全性及优势

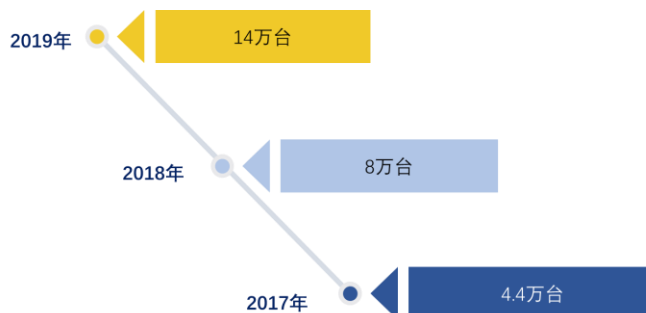
	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 年龄 20-50 岁之间中高度近视</li> <li>➢ -10.00D 至 -30.00D (即近视 1000 度至 3000 度)</li> </ul>
适用人群	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 前房深度 <math>\geq 2.5\text{mm}</math></li> <li>➢ 角膜内皮细胞计数 <math>\geq 2000</math> 个/<math>\text{mm}^2</math></li> <li>➢ 激光手术无法矫正的高度屈光不正</li> </ul>
安全性	➢ 医学报告统计临床回访，无并发症，第一批患者已佩戴十二年；获 CFDA 批准上市，安全有效。

- 高清视觉质量;
  - 手术安全可逆, 对角膜无损伤, 手术过程中没有疼痛, 能够完整保留人眼晶状体自动调节功能, 具有良好的可逆性;
- 优势**
- 视力快速恢复, 术后恢复时间极短。人们在术后仅需要 24 小时即可正常上课、上班, 完全不用担心手术恢复期对于学习、工作的影响;
  - 舒适无异物感, 采用高科技生物材料 SIEL146【软】, 这是一种高纯度疏水性硅胶材料, 具有良好的生物相容性, 在人体内没有排异反应, 可以长期放置在眼内。

数据来源: 杭州爱晶伦公司官网, 东吴证券研究所

根据人民日报, 城市青少年近视发病率达到 67%, 预计 2020 年中国近视人群将突破 7 亿人口, 600 度以上高度近视人口将达到 4000-5150 万人, 超高度近视人口将达到 1000-2000 万人。目前中国 2019 年 ICL 植入量为 14 万台, 超高度近视植入率仅为 0.7%-1.4%, 未来发展空间巨大。

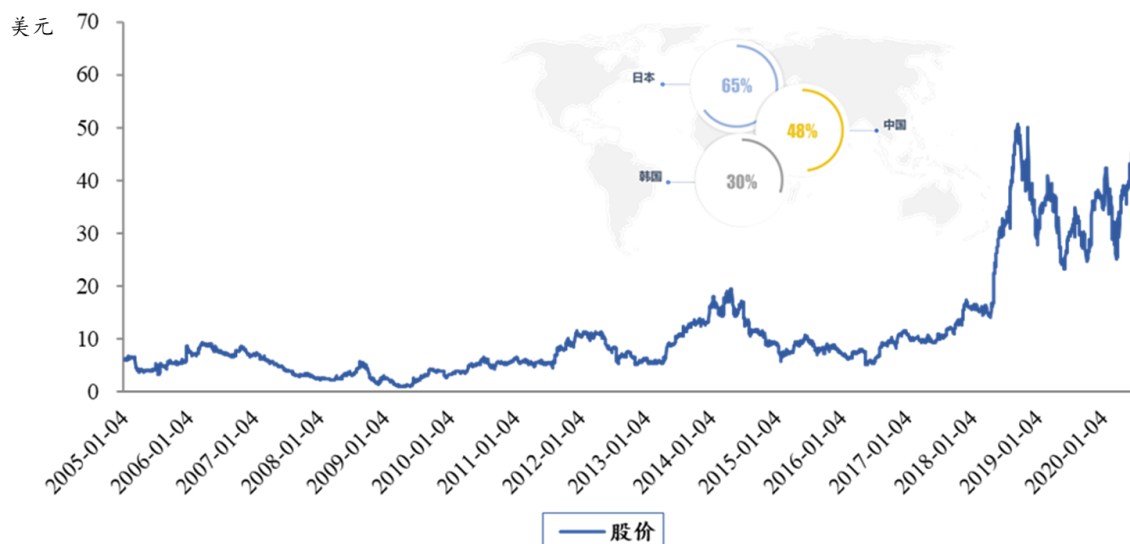
图 9: 快速发展的有晶体眼人工晶状体植入术



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

瑞士公司 STAAR Surgical 是视力矫正与治疗领域的先锋企业, 主打产品为植入晶体 ICL。2019 年公司全球收入 1.5 亿美金, 其中中国区贡献 6480 万美金。2019 年公司 ICL 销售数量增幅前三名国家分别为日本 (+65%)、中国 (+48%) 和韩国 (30%)。靓丽的业绩表现带动公司股价强势上涨。

图 10: 2005-至今 STAAR Surgical 公司股价变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

**依镜竞争格局良好，放量潜力大，有望为眼科产业链注入新活力：**PIOL 市场竞争格局良好，国内仅 ICL 晶体与 PRL 直接竞争，PRL 相比之下具有明显的性价比优势，且高度数患者的手术需求更加刚性。依镜 PRL 于 2009 年就获准注册，但受限于产能和患者知晓度低等原因未能扩大市场。公司控股爱晶伦后，于 2020 年重新调整销售策略，通过整合医生资源、加大市场培育等促进依镜销售。我们预计依镜 2025 年销售峰值可达到 20 万片，对应销售额超过 13 亿元。

### 2.3. 角膜塑形镜渗透率低，公司高透氧性品种有望加快进口替代

角膜塑形镜是一种在不戴眼镜的情况下提高视力的非手术近视矫正方法，具有降低近视速度快、效果显著、不破坏角膜组织的优势，且具备可预测性、可调节性。其原理是采用航天技术新材料经电脑设计研制成高度透氧并具有塑形功能的角膜矫正接触镜，对具有弹性的眼角膜进行轻柔的无痛性的重新塑形，使眼角膜中央趋于平坦，从而达到改变近视屈光状态，改善视力。

**近视防控刻不容缓，角膜塑形镜有望发挥重要作用，根据爱博医疗招股说明书，预计 2025 年市场空间可达 46 亿元。**根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会，2015 年我国角膜塑形镜销量达到 64.3 万副，2011-2015 年复合增长率约为 44.11%。随着近视率不断提升，同时角膜塑形镜行业朝着更加安全和有效的方向发展，市场规模持续扩容。目前国内角膜塑形镜品牌众多，且多为进口产品，尚未有相关权威统计数据。根据爱博医疗公司基于调研数据的预测，预计 2025 年目标患者人群将达到 311 万人，市场空间将达到 46 亿元以上。

表 3: 角膜塑形镜市场规模测算

年份	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
8-18 岁青少年人数 (万人)	17918	17751	17684	17677	17765	17827	17996	18135



青少年总体近视率	58.52%	57.82%	57.18%	56.66%	56.14%	55.62%	54.99%	54.51%
8-18岁青少年近视人数(万人)	10486	10263	10112	10015	9973	9916	9895	9886
渗透率	0.88%	1.05%	1.26%	1.52%	1.82%	2.19%	2.62%	3.15%
市场空间(亿元)	13.82	16.23	19.19	22.8	27.25	32.51	38.93	46.67

数据来源：爱博医疗招股说明书，东吴证券研究所 注：根据《综合防控儿童青少年近视实施方案》，预计青少年近视率逐年小幅下降

**外资品牌占据主导，国产角膜塑形镜具有进口替代空间。**角膜塑形镜属于第三类医疗器械，技术和安全要求较高，产品准入许可制度较为严格。目前国内拥有CFDA批文的角膜塑形镜生产厂家有9个，进口厂家有6个，我国角膜接触镜领域相关企业较少，整体仍处于发展初期。透氧值是评估角膜塑形镜材料好坏的一个重要指标，衡量的是OK镜的氧气通透性能。国际隐形眼镜行业人士普遍认为，透氧值(DK/t)是否超过125是镜片是否可以安全配戴过夜的标准。然而，由于环境的不同(如高原，密闭空间等)，空气中氧的含量也会有一定差异，所以选择高透氧值(DK/t)越高的隐形眼镜，对健康就越有利。目前，上市公司欧普康视与爱博诺德的产品分别于2014年、2019年上市，于2019年分别销售4.37亿元、712万元。

表4：国内角膜塑形镜品牌主要产品及其透氧值

厂家	产品名称	上市时间	地区	透氧值
欧普康视	梦戴维	2014年	中国	100
爱博医疗	普诺瞳	2019年	中国	125
欧几里得	Euclid	2007年	美国	85
阿迩法	Alpha 角膜塑形镜	2011年	日本	104
路晰得	Lucid	2011年	韩国	100
库博	CRT 角膜塑形镜	2011年	美国	100
亨泰光学	Ortho-k	2011年	中国台湾	大于90
C&E	菁视	2011年	美国	100
Procornea Neder land B.V.	DreamLite	2013年	荷兰	100

数据来源：爱博医疗招股书，动脉网，东吴证券研究所

**收购全球最大的独立视光材料生产商 Contamac，有望加速进口替代。**要实现对进口产品的追赶和替代，国产企业需要在材料升级、产品设计、加工工艺等方面攻破多重技术壁垒。公司从原材料入手，收购了全球最大的独立视光材料生产商之一英国 Contamac 公司，其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 核准投放市场。Optimum Infinite 是一种透氧率超过 180 Barrer 的角膜接触镜生产材料，是目前全球透氧率最高的视光材料之一，成功打破了过往角膜接触镜行业中存在的一个公认法则：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，且解决了以往长期佩戴巩膜镜会引起角膜缺氧的问题。Optimum Infinite 的上市成为角膜接触镜行业的一个里程碑。

2020年7月22日吴海生科利用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，进入临床试验阶段，预计2023年可以上市。目前公司临床试验的产品透氧率为125，我们认为，公司角膜塑形镜凭借高透氧率优势、国产性价比优势，有望在上市后加速国产替代。假设吴海生物的OK镜2023年上市，2025年市占率达到10%，为公司创造的销售额将达到4.67亿元，成为公司又一重磅品种。

表 5: 吴海生科角膜塑形镜销售额预测

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
8-18岁青少年近视人数(万人)	10486	10263	10112	10015	9973	9916	9895	9886
渗透率	0.88%	1.05%	1.26%	1.52%	1.82%	2.19%	2.62%	3.15%
市场空间(亿元)	13.82	16.23	19.19	22.8	27.25	32.51	38.93	46.67
欧普康视销售额(亿元)	3.10	4.37	5.37	6.84	8.72	10.40	12.46	14.93
欧普康视市占率	22.43%	26.93%	28.00%	30.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
爱博诺德销售额(亿元)		0.07	1.92	3.42	5.45	8.13	9.73	11.67
爱博诺德市占率		0.43%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
吴海生科销售额(亿元)						0.33	1.95	4.67
吴海生科市占率						1.00%	5.00%	10.00%

数据来源：爱博医疗招股说明书，公司年报，东吴证券研究所测算

#### 2.4. 人工玻璃体、视网膜封堵生物凝胶、滴眼液等，在研产品稳步推进

人类眼球约五分之四的容积都是由玻璃体填充的，玻璃体是不可再生的透明凝胶体，具有支撑视网膜和眼球的重要生理功能，当出现视网膜疾病（如复杂视网膜脱离、黄斑裂孔、糖尿病视网膜病变并发症）及眼外伤，需要进行玻璃体视网膜手术治疗时，必须有玻璃体替代物填充才能有效顶压视网膜、重建视功能，并防止眼球萎缩。以往临床常用的填充物主要有空气和惰性气体等气态填充物，及硅油、重硅油等液态填充物，但都存在不可长期填充、容易引发并发症等缺陷。

表 6: 玻璃体替代物简介

	优点	缺点
气体	惰性无毒、简便微创、顶压效果好、并发症少	存留时间短暂，折光率低、膨胀气体致品状体混浊、眼压不稳
全氟化碳液体	折光率接近人玻璃体	易乳化、并发症多
硅油	存留时间延长(>3个月)、透光性好、毒性低、良好顶压	可乳化、并发症多、二次取油
重硅油	有效顶压下方视网膜、化学性质稳定、抑制细菌	可乳化、高眼压、白内障、上方视网膜牵拉脱离风险

聚合水凝胶	生物相容性好、弥散渗透、黏弹特性	易降解、存留时间短
智能水凝胶	特定刺激响应	研究初期、并发症尚不明确
折叠式人工玻璃体球囊	存留时间延长(>3 个月), 360° 有效顶压, 生物相容性好, 并发症少	眼内营养交换、氧弥散及有效清除有害物质等问题仍亟待解决

数据来源:《玻璃体替代物的研究进展》, 东吴证券研究所

当前研究热点主要是水凝胶和可折叠囊袋式人工玻璃体, 目前聚合水凝胶产品存留时间短, 且容易降解。2017 年, 广州卫视博生物科技有限公司的“折叠式人工玻璃体球囊(FCVB)”获批上市, 成为我国独立研制的国际首创产品。该产品由球囊、引流管和引流阀组成, 模拟人自然玻璃体腔形状设计了一个与眼球里面玻璃体形状吻合的球囊, 通过微创切口植入眼内, 再通过引流阀将硅油注射到球囊里去, 以实现顶压视网膜的长期稳定, 恢复自然玻璃体对眼球形态的维持和支撑功能, 同时避免了填充介质(硅油)与眼内组织结构的直接接触而带来不良反应, 且可长期填充在眼内。根据广州卫视博公司数据, 截至 2020 年, 国内有 115 家临床医院、超 100 位眼科医生开展了 FCVB 植入手术, 手术量超过 1500 例。传统硅油至少需要 3-4 次治疗, 总费用约为 10 万; 而 FCVB 植入术只需一次, 总费用为 4-5 万。国内患者人群数量大, 仅中山眼科中心每年就有 3000 例, 全国约有 10-20 万例左右。以 10 万例患者、平均手术费用 4.5 万元/人保守预计, 我国人工玻璃体潜在市场空间至少 45 亿元以上。公司的新型人工玻璃体处于临床前研究阶段, 该产品以天然多肽为交联剂, 粘多糖为主要原料, 通过物理交联和化学交联相结合的技术手段得到人工玻璃体替代物, 未来有望成为首款真正意义上的人工玻璃体。

公司自研的视网膜封堵生物凝胶(采用新型交联剂制备出线性交联多糖凝胶), 目前已经进入临床试验阶段, 有望推动视网膜治疗手术取得突破性进展。视网膜脱离通常需要通过玻璃体切除治疗, 传统治疗方式需要患者术后保持特定体位(以俯卧位最常见)1-3 个月, 以帮助视网膜在生理上及功能上复位。本产品预期用于术后可覆盖并黏附于视网膜裂孔, 使患者避免术后长期俯卧带来的痛苦。也有望减少术后视网膜下物质逸出带来的增殖性玻璃体视网膜病变、填充物相关白内障、继发性青光眼等手术并发症。

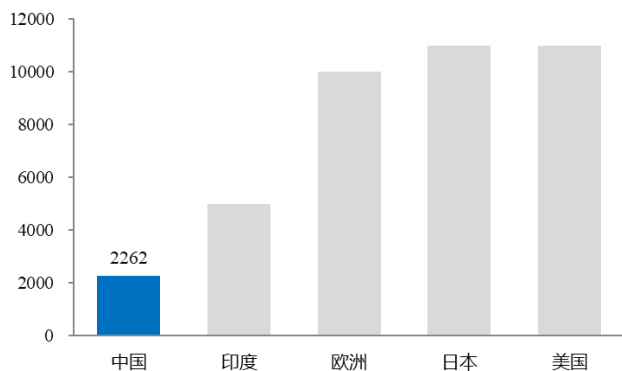
此外, 公司用于治疗细菌性结膜炎的盐酸莫西沙星滴眼液已申报生产, 用于眼科手术局部麻醉、提高眼用表面麻醉剂的维持时间的盐酸利多卡因眼用凝胶已申报生产, 用于细菌性结膜炎治疗、提高眼科术后抗感染的疗效盐酸莫西沙星眼用凝胶也进入临床前研究。三款产品均为国内领先在研产品, 体现了公司在眼科产业链的全面布局。

## 2.5. 人工晶状体多层次品牌布局, 持续提高市场占比

老龄化推动白内障医疗需求增长, 国内白内障手术渗透率仍有很大提升空间, 人工晶状体市场空间广阔。白内障是全球致盲率最高的眼科疾病, 且发病率随年龄的增长而增加。据中华医学会眼科分会统计, 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。但我国白内障手术实施率与发达国家相距甚远, 2018 年我国

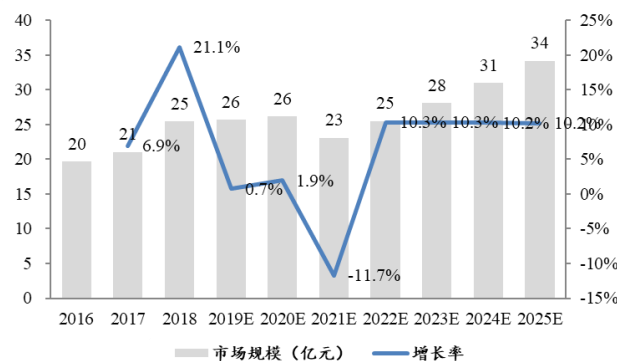
的每百万人口手术实施例数（CSR）仅为 2662 例，全国手术实施例数仅约 370 万例，相比之下，欧美、日本等发达国家的 CSR 超过 10000 例。因此，我国相关眼科产品的市场渗透率仍有很大提升空间。随着我国老龄化趋势加剧，人工晶状体市场规模持续增长。参考爱博医疗公司基于市场调研的预测，考虑带量采购的降价因素，预计我国人工晶状体市场规模在 2025 年将达 34 亿元，年复合增速为 10% 左右。

图 11: 不同国家白内障手术 CSR (例)



数据来源：爱博医疗招股书，东吴证券研究所

图 12: 中国人工晶状体市场规模



数据来源：爱博医疗招股书，东吴证券研究所

**从“3+6”到“3+N”，集采政策加速行业整合：**带量采购直接冲击晶状体价格，如此前安徽省、江苏省试点的采购中人工晶状体分别平均降价 20.5%、26.89%。在 2020 年 5 月的“3+6”联盟采购中价格降幅更大，本次带量采购涉及人工晶体 31.39 万片，年采购金额 9.34 亿元，其中“竞价方式”涉及年采购金额 6.42 亿元，与原采购价格相比拟中选价平均降幅达 54.21%，最高降幅为 84.73%。“3+6”正式更名“3+N”，说明带量采购政策将逐步全面推开。带量采购导致人工晶状体终端价格大幅下降，实则压缩了中间商的利润空间，淘汰了一批实力较弱的生产商，加速行业集中度提升，利好头部企业。对公司而言，出厂价不受影响，反而受益于“带量”带来的快速渗透，提高市场份额。

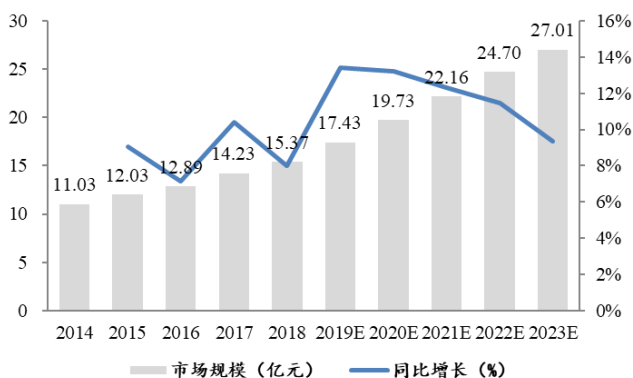
公司持续深化眼科白内障治疗业务的产业链整合，形成了英国原材料、美国研发设计、中国工艺生产的产业链环节，通过研发与代理覆盖了高端至基础款产品线，未来自主研发的高端产品有望加速进口替代。2019 年 4 月，子公司河南宇宙的非球面人工晶状体产品已获批，进一步提升国产人工晶状体品牌的技术层次。**2019 年公司人工晶状体销量小幅下降 2.19%**，主要由于行业经历了阶段性规范整顿，部分地区医疗机构的白内障筛查活动减少或暂停，导致国内白内障手术量增长趋缓。但长远而言，白内障治疗属于刚需，社会老龄化必然产生更大需求，行业规范发展将为公司提供一个更好的发展环境。随着公司在人工晶状体的多层次布局、产品高端化，收入有望加速增长。

## 2.6. 眼科粘弹剂为绝对龙头，新产品有望推动收入增长

**公司市场份额稳居榜首，新产品有望带来市占率提升。**根据标点医药 2019 年出具的研究报告，2018 年本集团生产的眼科粘弹剂产品市场份额为 46.87%、连续 12 年稳居市场首位。目前昊海生科的新型眼科粘弹剂产品开发及相关性能研究正在进行中，总投

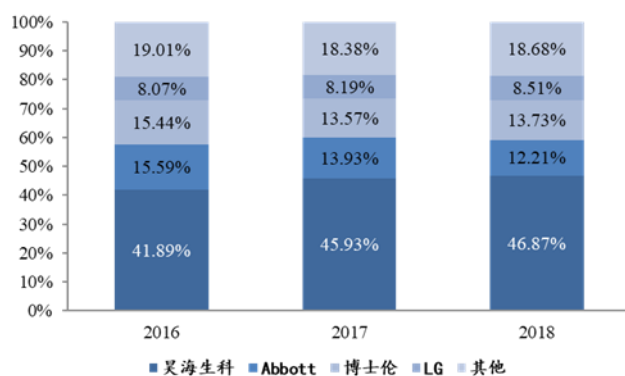
资 1020 万元，预计未来新产品上市将助力公司市占率进一步提升。

图 13: 我国眼科粘弹剂市场规模



数据来源：公司 2019 年报，东吴证券研究所

图 14: 国内眼科粘弹剂市场格局

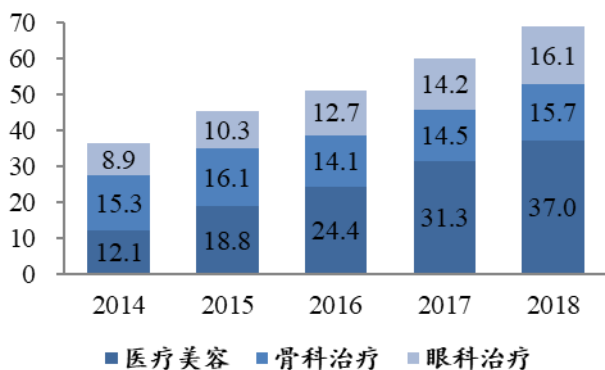


数据来源：公司 2019 年报，东吴证券研究所

### 3. 整形美容与创面护理：核心品种市占率稳健提升

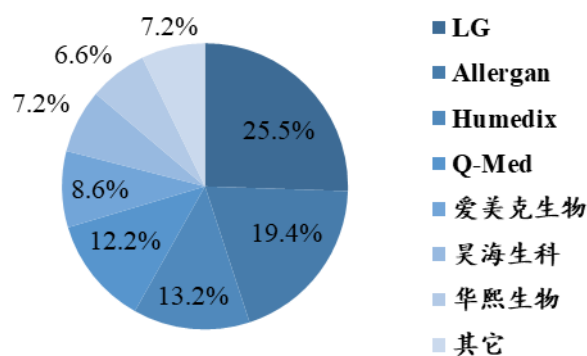
目前我国透明质酸市场仍以进口产品为主导：2018 年超过 70% 的销售额为进口品牌，三大本土企业昊海生科、华熙生物、爱美客销售额占比不足 30%。国产品牌虽然销量较高，但其玻尿酸浓度较低，定价大多低于进口品牌，未来国产替代空间广阔。昊海生科已经成为国产玻尿酸产品的领导品牌，公司主打塑形功能的“海薇”、主打组织填充功能的“姣兰”，新型无颗粒特征的第三代玻尿酸产品即将在 2020 年 8 月上市销售，第四代有机交联玻尿酸产品和自主研发的加强型水光注射剂已进入注册检验阶段。公司产品持续推陈出新，有望恢复快速增长。

图 15: 中国医药级透明质酸终端产品市场规模 (亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图 16: 2018 年我国透明质酸填充市场销售额竞争格局

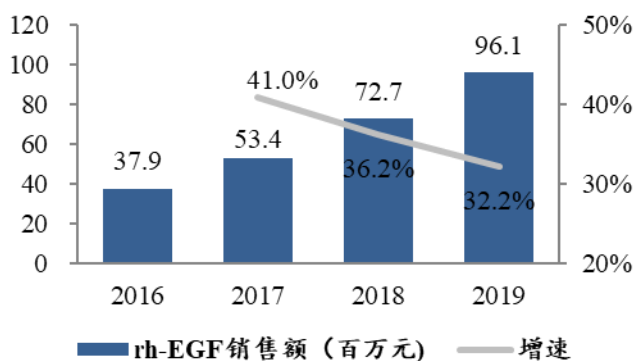


数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

昊海生科是国内第二大外用重组人表皮生长因子生产商，公司利用基因工程技术研发生产的重组人表皮生长因子“康合素”为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，亦是国际第一个获得注册的重组人表皮生长因子产品。近年来公司外用重组人表皮生长因子产品销售额保持持续增长趋

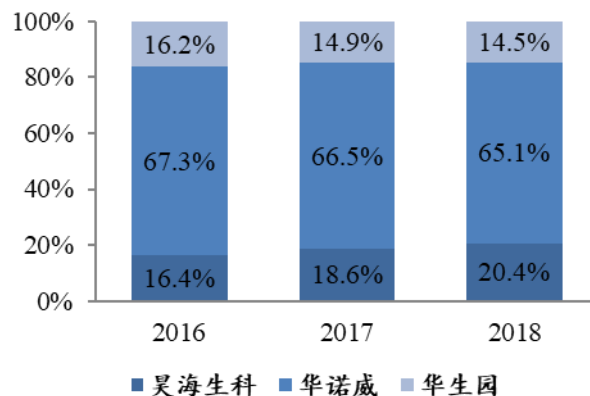
势，市占率稳步提升。2019年销售额创历史新高，达到9610万元，同比增长32.2%。2016年至2018年期间，公司成功从Top1华诺威、Top3华生园处抢占市场份额，截止2018年末，公司市场份额达20.4%，较2016年提升4个百分点。

图 17: 公司 rh-EGF 历史销售情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 18: 公司产品市占率（终端售价统计）稳健提升

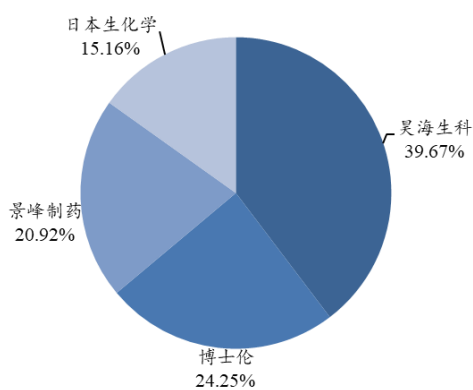


数据来源：公司招股说明书,东吴证券研究所

#### 4. 骨科板块恢复较快增长，防粘连产品受政策拖累

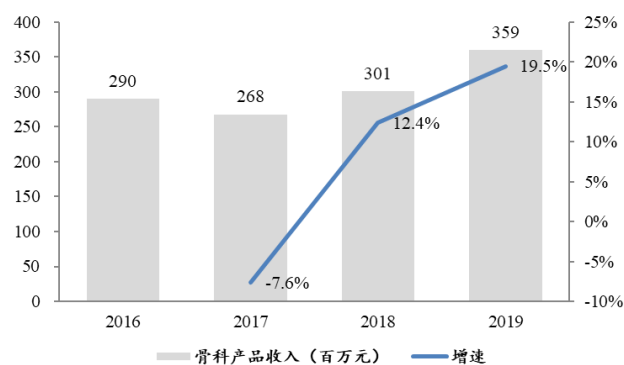
公司的骨科关节腔粘弹补充剂市场占有率在 2018 年已达 39.7%，且市场份额稳步提升。受行业政策影响，公司 2017 年骨科产品的收入下滑，但 2018 年以来收入增速已显著回升。公司的医用几丁糖产品与玻璃酸钠注射液产品的差异化定位亦被市场认可。我们认为公司为该领域龙头，未来骨科板块有望维持 15% 以上较快增长。

图 19: 2018 骨科关节腔粘弹补充剂市场市场格局



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

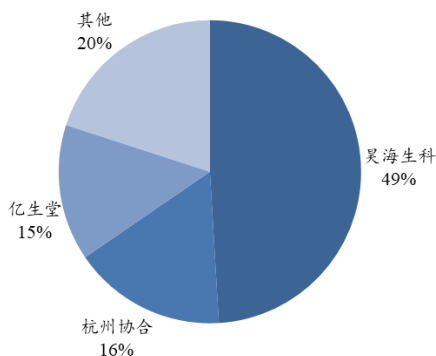
图 20: 公司骨科产品收入及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

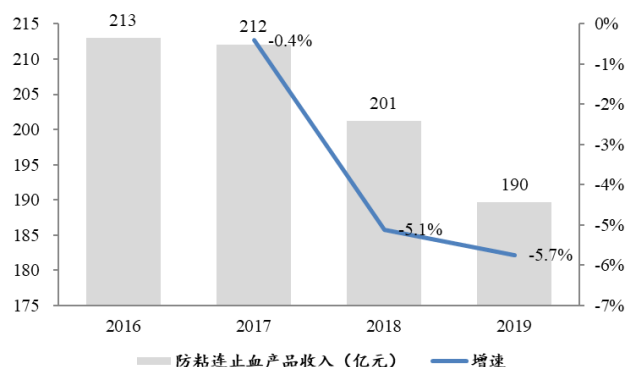
公司的防粘连止血产品分为三大类：医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶及胶原蛋白海绵。根据南方医药经济研究所及标点医药数据，公司手术防粘连产品的销售金额多年位居首位，2017 年透明质酸钠凝胶和医用几丁糖的市场份额合计 49%。受到高值耗材控费和集采等政策影响，公司近年收入下降，随着水溶性医用几丁糖进一步推广，公司的市场份额有望进一步提升。

图 21: 2017 年我国防粘连剂市场格局



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 22: 公司防粘连及止血产品收入及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值分析

我们对公司主营业务 2020-2022 年假设如下:

1. 眼科: 2020-2022 年收入增速分别为-24.1%、47.9%、36.6% (其中依镜 2020-2022 年销售数量分别为 1000、8000、30000 片)。
2. 骨科: 2020-2022 年收入增速分别为-5%、20%、10%。
3. 整形美容与创面护理: 2020-2022 年收入增速分别为-30%、16%、10%。
4. 防粘连及止血: 2020-2022 年收入增速分别为-10%、5%、5%。

预计 2020-2022 年公司净利润分别为 2.30 亿元、4.26 亿元和 5.59 亿元, 增速分别为-38.0%、85.3%、31.2%。公司布局眼科黄金赛道, 依镜、OK 镜、人工玻璃体等重磅产品近期上市, 有望带动公司业绩及估值的二次腾飞, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 7: 收入预测

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产品	1,558.45	1604.33	1289.05	1695.01	2195.98
yoy	15.1%	2.9%	-19.7%	31.5%	29.6%
毛利率(%)	78.5%	77.3%	73.0%	75.0%	75.0%
眼科	672.83	712.80	541.09	800.43	1093.12
yoy	22.3%	5.9%	-24.1%	47.9%	36.6%
毛利率(%)	69.0%	68.4%	69.0%	70.0%	71.0%
骨科产品	300.84	359.46	341.49	409.78	450.76
yoy	12.4%	19.5%	-5.0%	20.0%	10.0%
毛利率(%)	87.3%	85.5%	85.0%	83.0%	80.0%
整形美容与创面护理	338.77	300.42	210.29	243.11	267.42
yoy	9.8%	-11.3%	-30%	16%	10%
毛利率(%)	91.0%	90.4%	91.0%	90.0%	89.0%
防粘连及止血	201.23	189.68	189.68	189.68	189.68
yoy	-5.1%	-5.7%	-10%	5%	5%
毛利率(%)	78.9%	77.9%	78.0%	78.0%	78.0%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

参考可比上市公司估值，目前上市公司中眼科行业包括：欧普康视、爱尔眼科、爱博医疗、兴齐眼药。可比上市公司 2020-2022 平均估值分别为 183X、113X、87X。

我们按照分布估值方法，根据可比上市公司估值，给与昊海生物眼科 110X，骨科&玻尿酸 60X，依镜管线按 DCF 估值法 78-104 亿市值，对应昊海生科合理市值 450 亿-500 亿。

**表 8: 可比上市公司估值 (均来自 wind 一致预期)**

代码	名称	总市值 (亿元)	2020PE	2021PE	2022PE
300595.SZ	欧普康视	389.24	99.43	73.32	55.40
688050.SH	爱博医疗	308.25	313.46	222.29	174.90
300015.SZ	爱尔眼科	1930.61	113.55	83.18	63.95
300573.SZ	兴齐眼药	167.20	267.53	113.67	83.92
688363.SH	华熙生物	693.31	95.04	69.70	54.55

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 6. 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。





## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>