

## 昊海生科 (688366.SH) 买入 (上调评级)

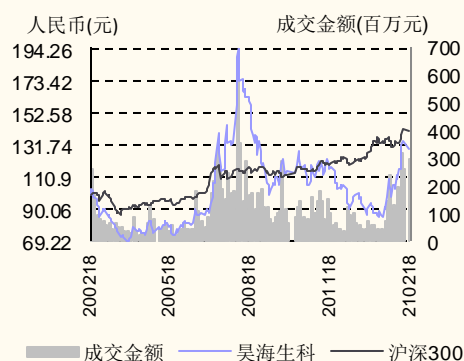
公司点评

市场价格 (人民币): 129.20 元

目标价格 (人民币): 168.21 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.77
已上市流通 A 股(亿股)	0.39
流通港股(亿股)	0.39
总市值(亿元)	228.95
年内股价最高最低(元)	197.02/69.63
沪深 300 指数	5768
上证指数	3675



## 相关报告

1. 《单季利润环比翻倍, 疫情影响见底, 展翅在即-昊海生科中报业绩点...》, 2020.8.28
2. 《高天花板眼科植入晶体领域的稀缺领先布局者-昊海生科业绩快报点...》, 2020.2.28

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001  
(8621)61038261  
zhaohc@gjzq.com.cn

## 疫情渐稳, 拐点夯实; 集采受益, 新品兑现中

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,558	1,604	1,372	1,828	2,185
营业收入增长率	15.06%	2.94%	-14.45%	33.18%	19.52%
归母净利润(百万元)	415	371	224	426	553
归母净利润增长率	11.31%	-10.56%	-39.64%	90.30%	29.81%
摊薄每股收益(元)	2.590	2.085	1.263	2.403	3.120
每股经营性现金流净额	2.44	1.88	1.85	2.43	3.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.48%	6.80%	4.00%	7.29%	8.95%
P/E	0.00	43.15	87.90	53.76	41.41
P/B	0.00	2.93	3.52	3.92	3.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 截至 2021 年 2 月 17 日, 国内已多次连续数日无本土新增确诊病例, 海外疫情亦未见反弹。而在 2020 年同期, 由于春节前后疫情爆发, 医美及院内择期手术相关行业皆为业绩低基数。我们预计, 在 2021 年, 前述行业各股、尤其龙头, 将有较大确定性的业绩高增; 昊海生科, 即为此确定性受益板块的龙头。

## 点评

- **业绩复苏: 疫情渐退, Q3 重回上升通道, Q4 预计持续。**(1) 公司 3 季度业绩复苏确定, 眼科、骨科、医美与外科这四大板块营收增速皆由负转正, 单季同比增速分别为 10%、14%、8%、17%。(2) 我们预计, 公司 4 季度将回归常态增长, 2021 年相较疫情前的 2019 年, 归属母公司净利润将有 15% 以上增长; 相对于上半年受到疫情较大影响的 2020 年, 将有 90% 以上恢复性增长。
- **眼科: 集采受益, 研发投入与外延发展并进。**(1) 公司布局纵深全面, 集采受益。纵-产业链从原料、设计、生产到销售一体化 (详见我司深度报告), 深-从眼表、眼内到眼底全产品管线皆具 (详见下文附表)。在 2020 年 10 月的河南省带量采购中, 公司又中标 8 个型号, 获总约定采购量的 70%。预计全国人工晶体的带量采购谈判年内接近尾声, 2021 年起开始兑现收益。(2) 公司在近视防控领域, 自主原材料的新一代高透氧 OK 镜等产品已处于临床阶段, 而其他原研创新产品, 比如人工玻璃体等, 也都在临床阶段。(3) 公司在眼视光领域的 PRL 产品, 与 ICL 相比各有利弊, 目前已经开始销售, 2021 年亦将有显著利润贡献。
- **医美: 第三代高端新品“海魅”上市, 疫后市场恢复叠加新品提升产品结构。**目前, 公司的线性交联无颗粒第 3 代玻尿酸产品“海魅”已上市销售。公司的第 4 代无化学交联玻尿酸产品, 为全球创新, 现已进入临床阶段。

## 盈利调整

- 根据疫情近况, 我们调整盈利预测: 将公司 2020/21 营收由 16.53/21.01 亿下调 23%/16% 至 13.72/18.28 亿元, 归属母公司净利润由 2.11/4.12 亿上调 6%/3% 至 2.24/4.26 亿元, EPS 由 1.19/2.33 元上调 6%/3% 至 1.26/2.40 元。

## 投资建议

- 我们认为, 公司布局全面, 业绩拐点确立, 且处于同行业估值洼地; 给予未来 6 个月目标价 168.21 元, 对应 20/21 年 133/70xPE, 上调至“买入”评级。

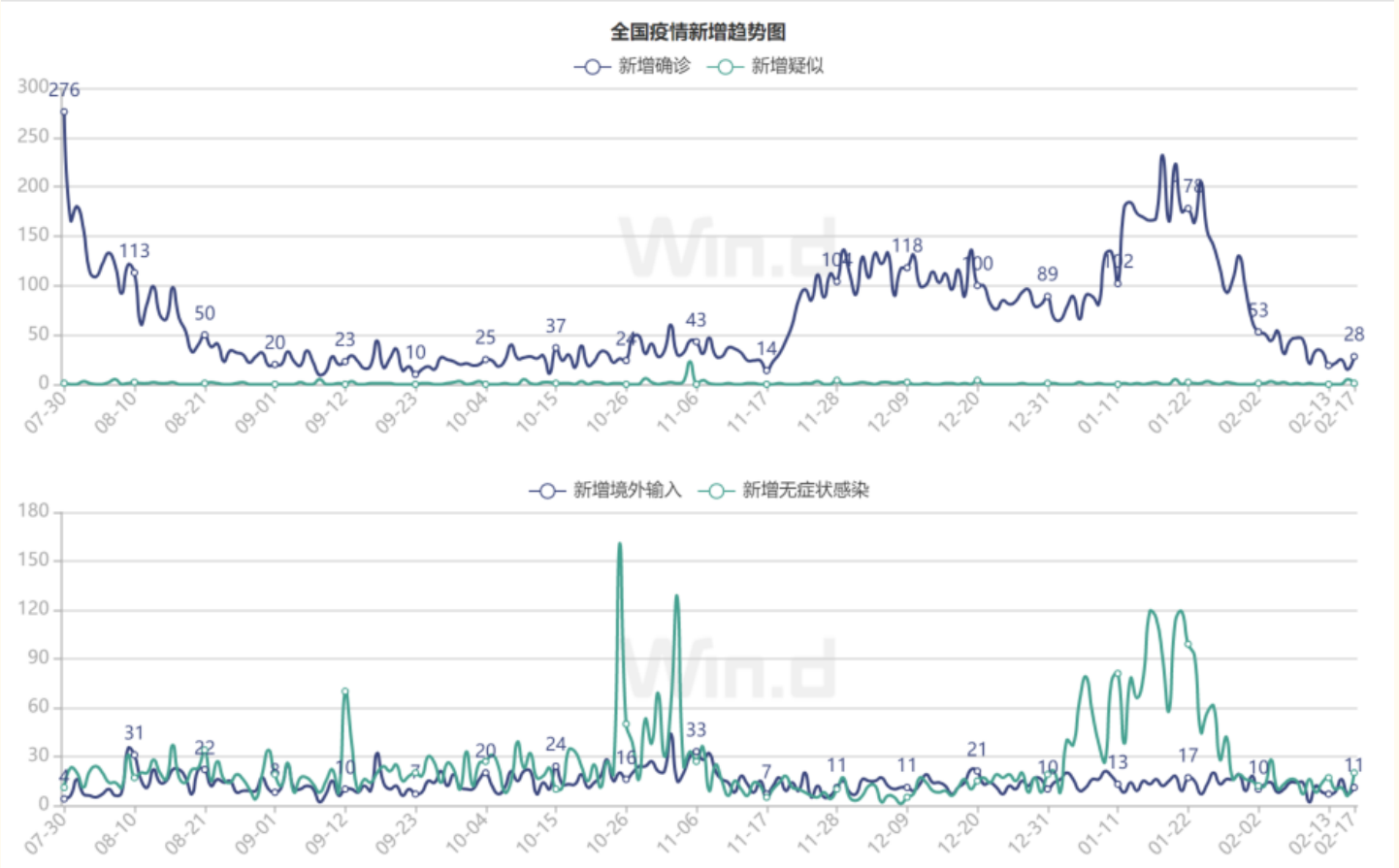
## 风险提示

- 国内疫情变化影响主营收入的风险。
- 白内障免费筛查恢复时间不达预期的风险。

图表 1: 全国疫情趋势图

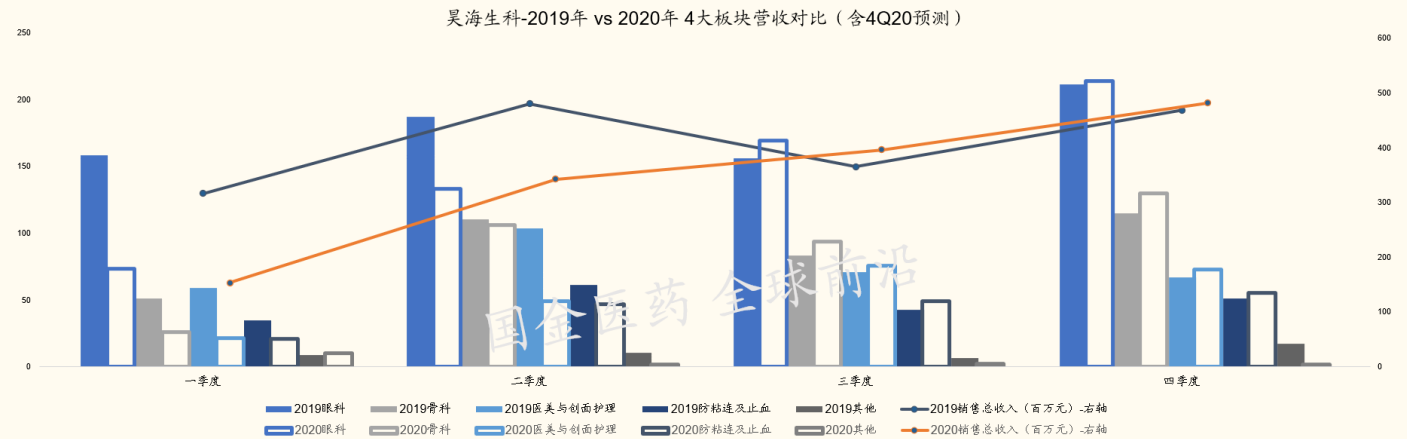
全国疫情趋势图

动态图



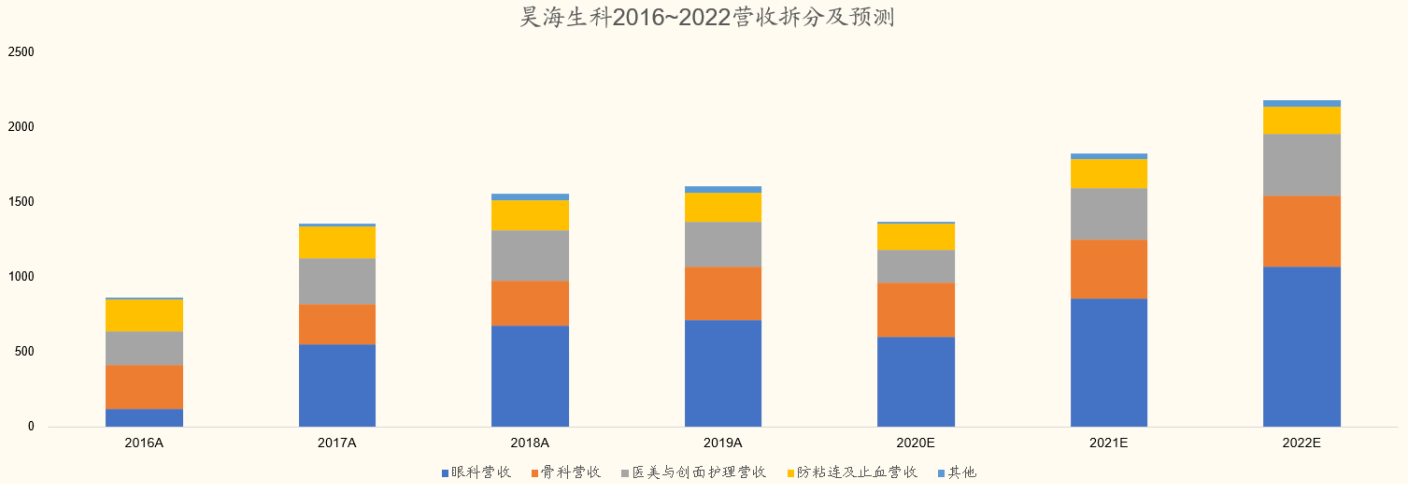
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 昊海生科 2019 年 vs 2020 年 4 大板块营收对比 (含 4Q20 预测)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 3: 昊海生科 2016~2022 年营收拆分及预测 (百万元)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 4: 昊海生科在河南省人工晶体带量采购中获 70% 采购量

序号	分组类别	约定采购量 (片)
1	单焦点散光	5,431
2	单焦点非球面非预装亲水	26,129
3	单焦点非球面非预装疏水	11,017
4	单焦点非球面预装亲水	4,877
5	单焦点非球面预装疏水	5,111
6	单焦点球面非预装亲水	36,219
7	单焦点球面非预装疏水	4,374
8	单焦点球面预装	2,362

注: 深色部分为昊海生科旗下人工晶状体所在分组

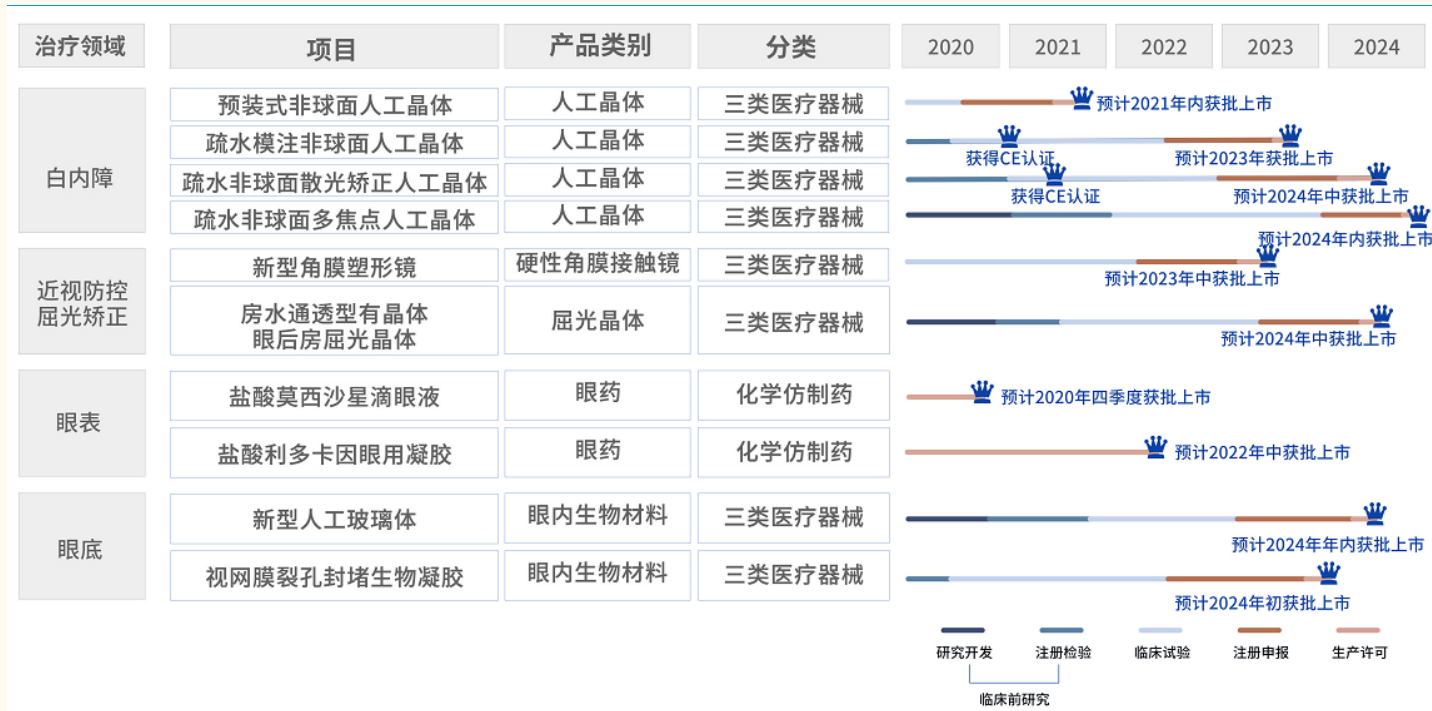
来源：公司投资者关系公众号，国金证券研究所

图表 5：昊海生科在眼科领域全品类布局



来源：公司投资者关系公众号，国金证券研究所

图表 6：昊海生科在研管线商业化进程表



来源：公司投资者关系公众号，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,354</b>	<b>1,558</b>	<b>1,604</b>	<b>1,372</b>	<b>1,828</b>	<b>2,185</b>
增长率		15.1%	2.9%	-14.5%	33.2%	19.5%
主营业务成本	-289	-334	-364	-336	-462	-559
%销售收入	21.3%	21.5%	22.7%	24.5%	25.3%	25.6%
毛利	1,066	1,224	1,240	1,036	1,365	1,626
%销售收入	78.7%	78.5%	77.3%	75.5%	74.7%	74.4%
营业税金及附加	-10	-12	-9	-8	-11	-13
%销售收入	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-414	-495	-544	-497	-530	-612
%销售收入	30.6%	31.8%	33.9%	36.2%	29.0%	28.0%
管理费用	-193	-240	-267	-261	-301	-327
%销售收入	14.3%	15.4%	16.6%	19.0%	16.5%	15.0%
研发费用	-76	-95	-116	-124	-146	-153
%销售收入	5.6%	6.1%	7.2%	9.0%	8.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	372	381	304	146	377	521
%销售收入	27.5%	24.5%	19.0%	10.7%	20.6%	23.9%
财务费用	50	62	64	65	67	70
%销售收入	-3.7%	-4.0%	-4.0%	-4.8%	-3.7%	-3.2%
资产减值损失	-11	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-6	-6	-6
投资收益	9	23	21	15	15	15
%税前利润	2.0%	4.3%	4.7%	5.7%	3.0%	2.3%
营业利润	462	527	435	265	498	645
营业利润率	34.1%	33.8%	27.1%	19.3%	27.2%	29.5%
营业外收支	-1	-1	-1	-1	0	0
税前利润	462	525	434	264	498	645
利润率	34.1%	33.7%	27.1%	19.3%	27.2%	29.5%
所得税	-62	-70	-58	-35	-66	-86
所得税率	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
净利润	400	455	376	229	431	559
少数股东损益	28	41	6	5	6	6
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>372</b>	<b>415</b>	<b>371</b>	<b>224</b>	<b>426</b>	<b>553</b>
净利率	27.5%	26.6%	23.1%	16.3%	23.3%	25.31%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	400	455	376	229	431	559
少数股东损益	28	41	6	5	6	6
非现金支出	79	84	100	74	80	86
非经营收益	-81	-89	-108	-16	-8	-8
营运资金变动	-47	-59	-34	42	-71	-90
<b>经营活动现金净流</b>	<b>351</b>	<b>391</b>	<b>334</b>	<b>330</b>	<b>433</b>	<b>547</b>
资本开支	-134	-151	-399	-173	-180	-170
投资	13	-696	-874	-6	-6	-6
其他	-36	52	137	15	15	15
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-157</b>	<b>-795</b>	<b>-1,136</b>	<b>-164</b>	<b>-171</b>	<b>-161</b>
股权募资	0	0	1,539	0	0	0
债权募资	-9	-2	-27	-5	0	0
其他	-89	-81	-117	-91	-172	-223
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-98</b>	<b>-83</b>	<b>1,396</b>	<b>-96</b>	<b>-172</b>	<b>-223</b>
<b>现金净流量</b>	<b>97</b>	<b>-486</b>	<b>593</b>	<b>69</b>	<b>90</b>	<b>164</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,797	1,443	3,223	3,292	3,382	3,545
应收账款	391	492	392	376	496	593
存货	175	198	240	202	253	306
其他流动资产	22	160	90	83	50	58
流动资产	2,385	2,293	3,945	3,953	4,180	4,503
%总资产	58.0%	51.7%	64.1%	63.1%	63.4%	64.4%
长期投资	186	592	298	298	298	298
固定资产	570	695	891	938	989	1,023
%总资产	13.9%	15.7%	14.5%	15.0%	15.0%	14.6%
无形资产	838	809	952	1,001	1,050	1,100
非流动资产	1,724	2,144	2,206	2,310	2,410	2,494
%总资产	42.0%	48.3%	35.9%	36.9%	36.6%	35.6%
<b>资产总计</b>	<b>4,109</b>	<b>4,436</b>	<b>6,152</b>	<b>6,263</b>	<b>6,591</b>	<b>6,996</b>
短期借款	80	113	26	20	20	20
应付款项	296	221	210	217	244	283
其他流动负债	103	117	124	98	137	166
流动负债	478	451	360	335	401	469
长期贷款	18	16	1	1	1	1
其他长期负债	229	133	138	135	135	135
<b>负债</b>	<b>724</b>	<b>601</b>	<b>499</b>	<b>470</b>	<b>537</b>	<b>605</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,201</b>	<b>3,612</b>	<b>5,455</b>	<b>5,589</b>	<b>5,845</b>	<b>6,176</b>
其中：股本	160	160	178	178	178	178
未分配利润	1,179	1,558	1,847	1,981	2,236	2,568
少数股东权益	185	224	199	204	209	215
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,109</b>	<b>4,436</b>	<b>6,152</b>	<b>6,263</b>	<b>6,591</b>	<b>6,996</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.327	2.590	2.085	1.263	2.403	3.120
每股净资产	19.998	22.566	30.671	31.540	32.982	34.854
每股经营现金净流	2.195	2.445	1.875	1.853	2.432	3.077
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.503	0.958	1.244
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.64%	11.48%	6.80%	4.00%	7.29%	8.95%
总资产收益率	9.06%	9.34%	6.03%	3.57%	6.46%	7.90%
投入资本收益率	8.94%	8.08%	4.55%	2.14%	5.28%	6.93%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	57.27%	15.06%	2.94%	-14.45%	33.18%	19.52%
EBIT 增长率	11.42%	2.40%	-20.20%	-51.95%	157.75%	38.31%
净利润增长率	22.08%	11.31%	-10.56%	-39.64%	90.30%	29.81%
总资产增长率	11.26%	7.96%	38.67%	1.81%	5.23%	6.15%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	76.1	83.6	87.2	87.0	86.0	86.0
存货周转天数	185.1	203.3	219.4	219.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	37.1	41.4	36.9	37.0	37.0	37.0
固定资产周转天数	74.7	97.6	121.6	133.3	94.3	72.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-50.22%	-34.25%	-56.68%	-56.60%	-55.64%	-55.26%
EBIT 利息保障倍数	-7.5	-6.1	-4.8	-2.2	-5.6	-7.5
资产负债率	17.62%	13.55%	8.10%	7.51%	8.14%	8.64%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	5	18
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.27

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-28	增持	92.20	N/A
2	2020-08-28	增持	125.60	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402