

# 昊海生科 (688366.SH)

## 投资美国 Eirion，获肉毒素+脱发药物产品线，医美实力继续壮大

**事件:** 公司投资者关系公众号发布消息, 2021年3月3日, 公司与美国 Eirion Therapeutics, Inc. (以下简称: Eirion) 签署股权投资协议和产品许可协议, 公司将在满足约定的交易里程碑前提下, 以 3100 万美元认购 Eirion 新发行的 A 轮优先股, 持有 Eirion 约 13.96% 股权。

同时, Eirion 授权昊海生科外用涂抹型 A 型肉毒素产品 ET-01、注射用 A 型肉毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02 在中国大陆、香港及澳门特别行政区、台湾地区(统称“许可区域”)的独家研发、销售、商业化(包含分装及包装)许可, 许可协议的预付款为 800 万美金。

**公司医美业务线实力大增, 在国内医美龙头“军备竞赛”中不落下风。** 公司本次获得美国 Eirion 股权以及 ET-01、AI-09 两个肉毒素产品, ET-02 治疗脱发白发药品的大中华区权益, 将使公司的医美产品线由医美耗材(玻尿酸、几丁糖填充剂、水光针)+医美器械(激光、射频、物理旋切)拓展到医美药品(肉毒素、小分子药物、表皮生长因子)。目前肉毒素是全球第一大, 国内第二大医美单品(仅次于玻尿酸), 2019 年全球销售规模 66 亿美元, 国内仅正规渠道 2018 年销售达 39.2 亿元, 2015-2018 年 CAGR 31%。公司获得了两个肉毒产品的大中华区独家权益(非代理), 未来产品在国内上市后贡献的业绩将明显优于代理型企业。随着近两年医美行业火热, 华东医药、爱美客、华熙生物、四环医药等企业均在不断加码扩充医美产品线, 公司对重点单品的即使布局有望使公司在未来的龙头竞争中不落下风。

**ET-01/AI-09 为新型肉毒素产品, 技术含量高, 优势突出。** ET-01 为外用型 A 型肉毒素产品, 采用纳米微乳液技术包裹 A 型肉毒素分子, 通过无痛微针配合局部按摩导入表皮组织, 再逐级渗透和缓释释放到目标肌肉组织, 解决了传统肉毒素肌肉注射产生的疼痛问题, 降低医美机构对注射医师的依赖。ET-01 鱼尾纹/腋下多汗症 IIa 期临床试验已完成, 结果显示整体疗效可能与可注射的对照产品相当, 疗效持续时间可能更长, ET-01 预计将于 2025 年在美国获批上市, 美国开展 III 期临床试验时中国境内将同步开展 III 期临床, 我们预计, 国内上市时间与美国上市时间相当。AI-09 系液体注射型 A 型肉毒素产品, 相比于现有已上市 A 型肉毒素产品普遍采用的冻干粉剂型, 临床使用上更为简便。此外 ET-01、AI-09 在常温下也能保持稳定, 可显著降低产品的运输和存储成本。AI-09 预计将于 2025 年在美国获批上市。

**ET-02 防脱发、白发药物有望成为潜力大品种。** ET-02 是一种直接针对毛囊干细胞的小分子药物, 可防止毛囊干细胞老化缺陷的生成或者逆转老化缺陷, 从而治疗脱发、白发等症状。ET-02 目前处于临床前研究阶段, 预计将于 2022 年提交美国 FDA 的临床试验申请。脱发药物受众群体为国内 2 亿脱发人群, 目前国内防脱生发行业的产业规模在 114 亿元左右, 且防脱生发药物匮乏, ET-02 如能顺利获批上市, 将成为潜力重磅品种。

**盈利预测:** 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.3, 4.5, 5.7 亿元, 对应增速 -37.9%, 93.1%, 29.0%, 当前股价对应 PE 为 85/44/34X, 我们看好公司在眼科及医美领域布局逐步落地后的长期发展, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 产品销售不及预期; 市场竞争加剧; 产品受政策影响降价; 新产品开发不及预期; 并购标的业绩不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,558	1,604	1,397	2,138	2,729
增长率 yoy (%)	15.1	2.9	-12.9	53.1	27.6
归母净利润(百万元)	415	371	230	445	574
增长率 yoy (%)	11.3	-10.6	-37.9	93.1	29.0
EPS 最新摊薄(元/股)	2.34	2.09	1.30	2.51	3.24
净资产收益率(%)	11.9	6.7	4.1	7.3	8.8
P/E(倍)	47.4	53.0	85.3	44.2	34.2
P/B(倍)	5.4	3.6	3.5	3.3	3.0

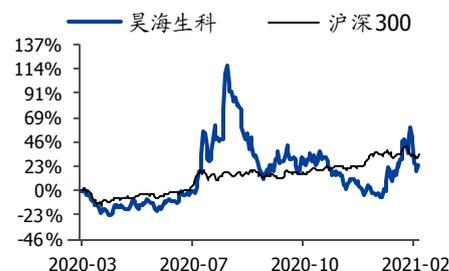
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
最新收盘价	110.87
总市值(百万元)	19,646.90
总股本(百万股)	177.21
其中自由流通股(%)	22.27
30 日日均成交量(百万股)	0.99

### 股价走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《昊海生科(688366.SH): 收购欧华美科重磅加码医美, 公司消费端业务实力持续提升》2021-02-22
- 2、《昊海生科(688366.SH): Q3 业绩增速略超预期, 公司经营拐点已至》2020-10-27
- 3、《昊海生科(688366.SH): 疫情影响逐步减弱, 下半年有望重回正轨, 研发进展值得关注》2020-08-28

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2293	3945	4419	4950	5471
现金	1443	3223	3804	3940	4633
应收票据及应收账款	385	382	285	382	285
其他应收款	107	10	92	65	136
预付账款	34	37	24	70	51
存货	198	240	161	440	314
其他流动资产	127	53	53	53	53
<b>非流动资产</b>	2144	2206	1797	1913	1874
长期投资	355	5	-344	-665	-987
固定资产	417	534	482	730	905
无形资产	468	614	712	830	908
其他非流动资产	904	1053	946	1019	1048
<b>资产总计</b>	4436	6152	6216	6863	7345
<b>流动负债</b>	451	360	314	537	466
短期借款	19	5	5	5	5
应付票据及应付账款	41	37	35	72	62
其他流动负债	391	318	274	459	398
<b>非流动负债</b>	150	139	138	140	140
长期借款	16	1	1	2	3
其他非流动负债	133	138	138	138	138
<b>负债合计</b>	601	499	453	677	606
少数股东权益	224	199	202	212	229
股本	160	178	178	178	178
资本公积	1770	3282	3282	3282	3282
留存收益	1638	1936	2091	2393	2786
归属母公司股东权益	3612	5455	5561	5974	6509
<b>负债和股东权益</b>	4436	6152	6216	6863	7345

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	391	349	304	245	677
净利润	455	376	234	454	592
折旧摊销	84	100	79	100	132
财务费用	-62	-64	-70	-81	-93
投资损失	-23	-21	-14	-48	-48
营运资金变动	-62	-34	82	-173	101
其他经营现金流	-1	-9	-7	-7	-7
<b>投资活动现金流</b>	-795	-1136	352	-160	-38
资本支出	152	399	-60	437	283
长期投资	-622	-768	349	349	321
其他投资现金流	-1265	-1505	641	626	566
<b>筹资活动现金流</b>	-85	1393	-75	51	55
短期借款	0	-14	0	0	0
长期借款	-1	-16	-0	1	1
普通股增加	0	18	0	0	0
资本公积增加	0	1511	0	0	0
其他筹资现金流	-85	-107	-75	50	54
<b>现金净增加额</b>	-486	609	581	136	693

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1558	1604	1397	2138	2729
营业成本	334	364	333	500	627
营业税金及附加	12	9	8	12	16
营业费用	495	544	531	759	942
管理费用	240	267	251	353	437
研发费用	95	116	140	171	218
财务费用	-62	-64	-70	-81	-93
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	64	46	46	46	46
公允价值变动收益	0	7	7	7	7
投资净收益	23	21	14	48	48
资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	527	435	271	525	684
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	525	434	270	524	683
所得税	70	58	36	70	91
<b>净利润</b>	455	376	234	454	592
少数股东损益	41	6	4	10	18
<b>归属母公司净利润</b>	415	371	230	445	574
EBITDA	568	438	244	508	687
EPS (元)	2.34	2.09	1.30	2.51	3.24

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.1	2.9	-12.9	53.1	27.6
营业利润(%)	13.9	-17.3	-37.7	93.8	30.1
归属于母公司净利润(%)	11.3	-10.6	-37.9	93.1	29.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	78.5	77.3	76.1	76.6	77.0
净利率(%)	26.6	23.1	16.5	20.8	21.0
ROE(%)	11.9	6.7	4.1	7.3	8.8
ROIC(%)	11.2	5.3	2.6	5.9	7.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	13.5	8.1	7.3	9.9	8.3
净负债比率(%)	-34.1	-56.1	-65.4	-63.1	-68.2
流动比率	5.1	11.0	14.1	9.2	11.7
速动比率	4.3	10.1	13.3	8.2	10.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	4.3	4.2	4.2	6.4	8.2
应付账款周转率	8.3	9.3	9.3	9.3	9.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.34	2.09	1.30	2.51	3.24
每股经营现金流(最新摊薄)	2.21	1.97	1.72	1.38	3.82
每股净资产(最新摊薄)	20.38	30.78	31.38	33.71	36.73
<b>估值比率</b>					
P/E	47.4	53.0	85.3	44.2	34.2
P/B	5.4	3.6	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	32.8	38.2	66.3	31.5	22.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com