

## 医美眼科双管齐下，为公司提供新增长点

增持|上调

——昊海生科近期动态点评

### 报告要点：

#### ● 医美板块：“玻尿酸+肉毒毒素+光电设备”昊海医美组合

2021年2月22日公告，将以2.05亿元总投资款获得欧华美科63.64%的股权，通过并购欧华美科进军射频及光电类设备，公司的产品线拓展至物理类皮肤旋切设备，激光、射频类皮肤护理光电设备领域，并加强了玻尿酸及几丁糖生物医用材料创新研发能力和产品储备。同时借力欧华美科渠道优势，充分发挥协同效应，为公司医美产品终端销售提供有力支撑。

2021年3月3日公告，拟以3100万美元认购Eirion新发行的A轮优先股，认购完成后将持有Eirion约13.96%股权。通过投资Eirion，公司获得了拓展“外用涂抹+经典注射”肉毒毒素产品以及白发脱发治疗药品未来在中国市场的商业化权利，进一步扩充和完善提高公司医疗美容产品线，推动公司医疗美容业务的发展。

#### ● 眼科板块：全年龄段人群近视解决方案提供商，不断扩宽眼科行业投入

2021年2月2日公告，控股子公司产品获得关于可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶状体产品的欧盟CE认证。成功将产品线拓展至疏水系列人工晶状体产品线，亦使公司成为国内唯一同时掌握亲水和疏水两种工艺路线且拥有获准上市销售产品的人工晶状体制造商。

2021年3月11日公告，研制的盐酸莫西沙星滴眼液用于治疗细菌性结膜炎的上市注册申请或国家药监局批准，预计成为盐酸莫西沙星滴眼液第一批仿制的国产生产商。产品获批有助于提升公司产品的市场竞争力，并且有望在上市之后实现放量，对公司营收做出贡献。

2021年3月20日公告，公司将通过全资子公司昊海发展持有亨泰视觉55%股权，进一步拓展完善青少年近视防控产品线，取得目前国内最高透氧率的OK镜产品——迈儿康®myOK®独家经销权，联合去年4月收购的国产唯一一款屈光晶体依镜®PRL，公司目前能够为全年龄段人群提供近视解决方案。公司不断扩宽眼科行业投入，未来业绩有望实现新的增长点。

#### ● 投资建议与盈利预测

考虑到公司通过并购优质标的，强化在眼科和医美板块布局，对业绩有显著提振，预计公司20-22年营收为13.32/18.47/22.23亿元，归母净利润为3.12/4.84/6.16亿元，EPS分别为1.76/2.72/3.46元/股，对应PE62/40/31，上调至增持评级。

#### ● 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	1332.43	1846.50	2222.92
收入同比(%)	15.06	2.94	-16.95	38.58	20.39
归母净利润(百万元)	414.54	370.78	312.34	483.60	616.10
归母净利润同比(%)	11.31	-10.56	-15.76	54.83	27.40
ROE(%)	11.48	6.80	5.56	8.03	9.40
每股收益(元)	2.33	2.08	1.76	2.72	3.46
市盈率(P/E)	46.55	52.04	61.78	39.90	31.32

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：103.59元

### 基本数据

52周最高/最低价(元)：195.85 / 69.63

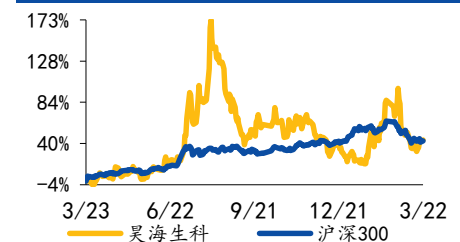
A股流通股(百万股)：78.28

A股总股本(百万股)：176.62

流通市值(百万元)：8108.89

总市值(百万元)：18296.28

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-昊海生科(688366)2020年三季报点评：疫情影响减弱，Q3业绩修复向好》2020.10.28

《国元证券公司研究-昊海生科(688366)2020中报点评：业绩短期承压，Q2快速回暖中》2020.08.28

### 报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 医美板块：“玻尿酸+肉毒毒素+光电设备”组合 .....	3
1.1 并购欧华美科，进军射频及光电类设备，扩充玻尿酸产品线 .....	3
1.2 投资美国 Eirion，拓展“外用涂抹+经典注射”肉毒毒素产品线 .....	5
2. 眼科板块：全年龄段人群近视解决方案提供商 .....	7
2.1 疏水性人工晶状体获 CE 认证，国内唯一同时掌握亲水和疏水工艺路线生产厂商 .....	7
2.2 国产第一款盐酸莫西沙星滴眼液获 NMPA 批准注册 .....	8
2.3 战略合作亨泰光学，取得国内最高透氧率 OK 镜独家经销权 .....	9
3. 投资建议与盈利预测 .....	11
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：欧华美科主要子公司营收和净利润情况（亿） .....	4
图 2：国内肉毒毒素市场规模（亿元） .....	6
表 1：人工晶状体市场规模测算 .....	7
表 2：2019 年中国公立医疗机构终端眼科用药产品 TOP10 .....	8
表 3：国内角膜塑形镜厂家一览 .....	9
表 4：2017-2023 年角膜塑形镜市场规模保守预估 .....	10

## 1. 医美板块：“玻尿酸+肉毒毒素+光电设备”组合

### 1.1 并购欧华美科，进军射频及光电类设备，扩充玻尿酸产品线

2021年2月22日，昊海生科公告，将以2.05亿元总投资款获得欧华美科63.64%的股权，将其旗下EndyMed射频皮肤设备及仪器、镭科光电VCSEL激光芯片及设备，以及Bioxis组织填充剂等主要业务和产品纳入公司医美版图，本次交易完成后，拟对公司及欧华美科的产品及销售渠道进行整合。

**进军射频及光电类美肤治疗设备，扩充透明质酸钠产品线，进一步加码医美业务：**

- (1) EndyMed 主营业务为射频仪器的研发、生产及销售。公司产品线有多项技术：射频、超声、蓝光、长波宽屏紫外线、户外紫外线、红外线等，拥有14项专利，20项专利申请。主要产品有3D相控射频治疗仪、黄金微针等产品，具备较大潜力。其中EndyMed Pro已取得美国FDA、FDA-OTC、欧盟CE认证、NMPA等全球16个国家和地区的上市许可并在上述国家及地区进行销售，其中欧华美科拥有EndyMed产品在中国地区的独家经销权。
- (2) 镭科光电主营业务为激光芯片即仪器设备的研发、生产及销售。主要产品为自主研发的垂直共振腔表面放射激光（VCSEL）高能激光芯片及其激光器，以及相关工业及医疗激光设备。其中，医疗激光器械设备主要是在皮肤医学领域的激光美肤设备和皮秒激光设备。前述激光美肤设备已获得欧盟CE医疗器械认证，并于37个境外国家地区通过其自有销售团队上市销售，销售收入约占镭科光电总收入的83%。镭科光电激光美肤设备及激光治疗系统2款美容设备正在申请美国FDA的上市许可，预期将于2021年底获批上市；激光美肤设备和皮秒激光设备2款美容设备正在申请NMPA上市许可，分别处于临床后数据收集及临床试验阶段，预期将分别于2021年和2023年获批上市。
- (3) Bioxis 主营业务为透明质酸钠及几丁糖等生物材料的研发、生产和销售。Bioxis 分别用于轮廓塑造和深层皱纹填充的Cytosial Volume 和 Cytosial Deep Wrinkless 两款透明质酸钠注射产品已取得欧盟上市许可并进行销售。Cytosial 系列玻尿酸填充剂，采用薄层交联专利技术，使得凝胶分布均匀，无明显颗粒感，主要用于面部轮廓的注射填充。因其独特的产品特性，2019年欧盟上市当年实现销售约15万支。Bioxis 的3款在研玻尿酸产品开展在中国的临床试验及申请NMPA的上市许可，预期将陆续于2021年底至2022年底期间获批上市。其中2款产品目前中国尚无同类适应症产品上市销售。欧华美科与Bioxis 签署了中国地区的《独家经销协议》，拥有上述玻尿酸产品于中国地区的独家经销权。Bioxis 正在研发的MTI12长效填充剂为一种生物多糖（几丁糖类）提取的生物材料，该产品采用了体内自交联专利技术，即注射前为液态，注射入体内后交联为凝胶状态，维持阶段约为2年。该产品目前处于申请临床试验阶段，该产品获批上市后预期将成为首款长效、可降解组织填充用几丁糖产品。

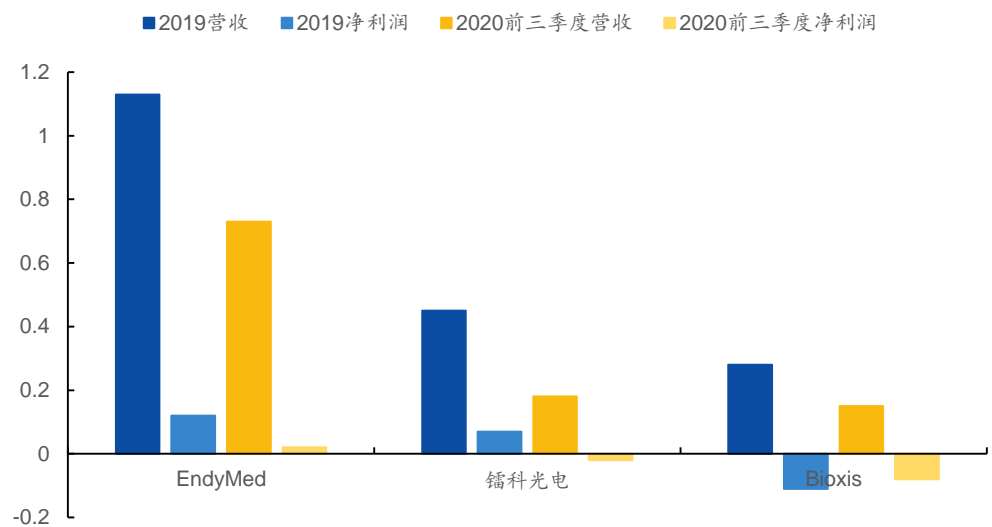
图 1：欧华美科产品线汇总

医美设备	应用场景	分类	项目名称	主要品牌/产品
激光/强光	医疗美容 生活美容	强脉冲光	光子嫩肤	科医人、Alma飞顿、赛诺秀、欧华美科*
		激光祛毛	激光脱毛	欧华美科、Alma飞顿、科医人、赛诺龙、赛诺秀、奇致激光
		色素激光	蜂巢皮秒 超皮秒	欧华美科、赛诺龙、赛诺秀
		激光减脂	激光减脂 天使光雕	欧华美科、Erchonia、Alma飞顿
	家用美容	脉冲强光	光子嫩肤	Exideal、Notime、欧华美科*
		点阵激光	激光美容 激光脱毛	Tria、易科美、欧华美科*
射频	医疗美容 生活美容	单极射频	热玛吉、热拉提	Solta Medical、Alma飞顿
		双极射频	薇拉射频	赛诺龙、Invasix
		聚焦射频	黄金微针	欧华美科、BTL
	家用美容	双极射频	射频美容	Ya-Man、Home Skinovations
		聚焦射频		欧华美科
冷冻类	医疗美容 生活美容	冷冻减脂	酷塑	艾尔建
超声类	医疗美容 生活美容	超声减脂	优立塑	赛诺龙
物理类	医疗美容 生活美容	皮肤旋切	Nuvellus紫肤术	Recros Medica*

■ 昊海及欧华已有或在研产品布局领域 \*目前在研

资料来源：公开信息、国元证券研究所

图 2：欧华美科主要子公司营收和净利润情况（亿元）



资料来源：昊海生科公告、国元证券研究所，以上营收和净利润均为未审计数据

**借力欧华美科渠道优势，充分发挥协同效应：**欧华美科拥有 3 家销售分公司，销售网络覆盖 55 个国家。国内覆盖 1500 家医疗机构和 4000+ 家美容机构，能够加大公司医美产品商业化推进进程。

我们认为，公司通过收购欧华美科进军射频及光电类美肤治疗设备，扩充透明质酸钠产品线，进一步加码公司医美业务，同时借力欧华美科渠道优势，充分发挥协同效应，为公司医美产品终端销售提供有力支撑。

## 1.2 投资美国 Eirion，拓展“外用涂抹+经典注射”肉毒毒素产品线

2021年3月3日，昊海生科与美国 Eirion Therapeutics, Inc. 签署股权投资协议以及产品和产品许可协议，公司拟以 3100 万美元认购 Eirion 新发行的 A 轮优先股，认购完成后将持有 Eirion 约 13.96% 股权。

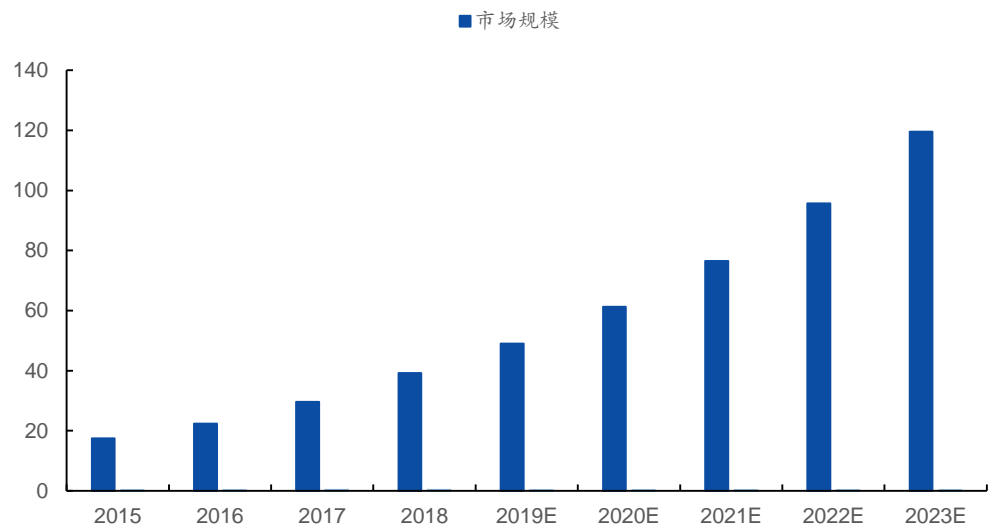
Eirion 是一家位于美国波士顿地区的生物医药研发公司，目前主要从事 A 型肉毒毒素产品(ET-01/AI-09)及小分子药物产品 (ET-02) 型肉毒毒素产品(ET-01/AI-09)及小分子药物产品 (ET-02) 的产品研发工作，其中：

- (1) ET-01 为创新外用涂抹型肉毒毒素，主要覆盖鱼尾纹及腋下多汗症等症状，该产品目前计划在美国进行鱼尾纹 IIb 临床试验，预计将于 2025 年在美国获批上市。ET-01 鱼尾纹/腋下多汗症进入美国 III 期临床试验时，公司拟将在中国境内同时开展第三期临床试验。
- (2) AI-09 系液体注射型 A 型肉毒毒素产品，冻干粉剂型临床使用上更简便，存储更稳定，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。同时，公司拟将在中国境内同步开展注册申报工作。
- (3) 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。现阶段、ET-02 脱发、白发适应症临床前研究工作有序展开，预计将于 2022 年提交美国 FDA 的临床试验申请。

**肉毒毒素“医美+医用”双领域适用：**近年来全球肉毒毒素市场发展快速，医美用肉毒毒素已从最早的眉间纹的除皱治疗，逐渐推广到鱼尾纹和额纹等面部上 1/3 的皱纹治疗。在医用治疗领域，肉毒毒素也已经从运动障碍病扩展到多汗症、肢体痉挛、疼痛、自主神经功能障碍等领域。据了解，肉毒毒素品牌保妥适 Botox 目前被美国 FDA 批准注册的“医美+医用”适应症就有 11 种。在 2015-2019 年期间，保妥适 Botox 的医美用途及医用品用途销售额呈现快速增长态势，其中，医美用途肉毒毒素产品销售额从 2015 年的 8.61 亿美元增长至 2019 年的 16.63 亿美元，2015-2019 年年复合增长率达 17.89%；医用品用途肉毒毒素产品销售额从 2015 年的 11.10 亿美元增长至 2019 年的 21.28 亿美元，2015-2019 年年复合增长率达 17.67%。

**中国肉毒毒素医美市场呈现高增长、高壁垒特征：**目前 NMPA 已批准 4 种注射用 A 型肉毒毒素，分别为国产的“衡力”、美国进口的“保妥适 BOTOX”和 2020 年新获批的英国的 Dysport 吉适、韩国的乐提葆。根据立木信息咨询数据，国内肉毒毒素市场规模从 2015 年的 17.5 亿元增长至 2018 年的 39.2 亿元，CAGR30.8%。

图 3：国内肉毒毒素市场规模（亿元）



资料来源：立木信息咨询、国元证券研究所

我们认为，此次收购完成后，将对公司医美业务产品线实现进一步扩充，同时凭借相应产品打开国内肉毒毒素医用市场，从国内肉毒毒素市场来看，目前已批准注册的肉毒毒素产品均为医疗美容用途，而医用用途领域还没有相关产品，昊海生科通过此次收购将推进 Eirion “医美+医用”肉毒毒素产品在境内的注册及销售，公司有望占据先发优势。

#### 医美板块总结：“玻尿酸+肉毒毒素+光电设备”昊海医美组合

公司通过自主研发的“海薇”、“姣兰”及“海魅”三款玻尿酸产品，建立公司皮肤填充产品线；

通过投资美国 Recros Inc.及收购欧华美科，公司的产品线拓展至物理类皮肤旋切设备，激光、射频类皮肤护理光电设备领域，并加强了玻尿酸及几丁糖生物医用材料创新研发能力和产品储备；

通过投资 Eirion，公司获得了创新外用型/传统注射型肉毒毒素产品以及白发脱发治疗药品未来在中国市场的商业化权利，进一步扩充和完善提高公司医疗美容产品线，推动公司医疗美容业务的发展。

## 2.眼科板块：全年龄段人群近视解决方案提供商

### 2.1 疏水性人工晶状体获 CE 认证，国内唯一同时掌握亲水和疏水工艺路线生产厂商

2021 年 2 月 2 日，昊海生科发布公告，控股子公司河南赛美视生物科技有限公司及其美国全资子公司 Simedice Biotechnologies Inc. 分别获得了关于可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶状体产品的欧盟 CE 认证证书。

**产品生产工艺难度大、门槛高，规模化生产品质更佳，成本控制显著：**该产品为可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶状体，用于矫正白内障超声乳化手术中无晶状体眼的视力，是由昊海生科牵头承担的“十三五”国家重点研发项目“新型人工晶状体及高端眼科植入材料的研发”内容研究，其意义在于改变了人工晶状体传统生产工艺，通过最新的模注生产工艺即从自有原材料到人工晶状体晶片一次模注成型，可以让人工晶状体实现高速、规模化、品质更均一的生产方式。相对传统工艺，该生产工艺省去中间复杂的车铣床生产流程，预期将显著降低成本，并制造出性能稳定的高品质人工晶状体，提高产品合格率，改善手术后视觉质量。此生产工艺技术难度大、门槛高，国外仅有爱尔康等极少数公司掌握。

**人工晶状体市场空间较大：**白内障患病人群预计达到 1.7 亿，植入人工晶状体手术是治疗白内障的唯一有效方法。根据我国白内障手术量和人工晶状体价格，同时假设 2021 年及以后带量采购政策完全推开，根据安徽省带量采购人工晶状体的降幅水平，假设带量采购全面推开后按照下降 20% 的幅度测算平均价格，我国人工晶状体市场规模测算如下：

表 1：人工晶状体市场规模测算

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
市场规模（亿元）	19.67	21.03	25.47	25.66	26.16	23.10	25.48	28.11	30.99	34.15

资料来源：爱博诺德招股说明书、国元证券研究所

**我国人工晶状体行业仍处于起步阶段，高端市场进口垄断，国产替代空间大：**我国人工晶状体生产企业较少，与进口生产厂商相比研发能力较弱，现有产品技术含量较低、创新水平不足，国内人工晶状体整体技术水平尚处于起步阶段。人工晶状体属于 III 类医疗器械，目前拥有产品批号的国产企业有包括河南宇宙（昊海生科子公司）、爱博诺德、无锡蓄明视康等 7 家，拥有 20 张左右产品注册证，并且以中、低端产品为主。进口企业有包括 Abbott、Alcon (Novartis)、Carl Zeiss 等 20 多家，拥有超过 100 张产品注册证，几乎“垄断”了中高端市场。2017 年、2018 年，国内人工晶状体市场规模约为 305 万片、370 万片，其中中国品牌约占 49-54 万片、70-75 万片，进口品牌约占 251-256 万片、295-300 万片，人工晶状体行业仍处于进口品牌占据绝大多数市场份额，国产化率约为 16%-18%、19%-20%，处于较低的发展阶段。术式方法进入较为成熟阶段，但随着消费升级、用眼要求提升，人工晶体的选择趋于高端化。省级、国家级人工晶体带量采购拉开，适当降价有利于提升高端人工晶体渗透率，同时带动国产替代进程。

我们认为，获得欧盟 CE 认证表明上述产品符合欧盟相关要求，具备欧盟市场的准入

条件，可以在欧盟和相关海外市场进行销售，对于公司扩充海外销售产品品类及国际业务拓展具有积极作用。同时，本产品获得认证标志着本公司自有人工晶状体产品在原仅有亲水系列基础上，成功拓展至疏水系列人工晶状体产品线。亦使公司成为国内唯一同时掌握亲水和疏水两种工艺路线且拥有获准上市销售产品的人工晶状体制造商。

## 2.2 国产第一款盐酸莫西沙星滴眼液获 NMPA 批准注册

2021年3月11日，公司发布公告称，研制的盐酸莫西沙星滴眼液用于治疗细菌性结膜炎的上市注册申请或国家药监局批准，昊海生科为产品上市许可人，上海信谊金朱药业组为本产品受托生产企业。

**莫西沙星滴眼液临床优势显著：**昊海生科报批的盐酸莫西沙星滴眼液是第四代氟喹诺酮类药物，与目前使用最广泛的第三代氟喹诺酮类药物——左氧氟沙星滴眼液相比，盐酸莫西沙星滴眼液其在广谱抗菌性、抗菌效率、抗耐药性、安全性等方面具备优势，可有效抑制眼表感染常见细菌，能够快速起效，且不含防腐剂，安全性较高，可用于所有年龄患者(包括新生儿)。

**莫西沙星滴眼液临床需求大：**根据 Frost&Sullivan 研究，2020 年中国细菌性结膜炎发病人数预计达 2920 万，治疗药物带需求大。目前，第三代氟喹诺酮类药物——左氧氟沙星滴眼液，是国内最广泛使用的抗生素滴眼液，2019 年中国公立医疗机构终端眼科用药产品中，左氧氟沙星滴眼液、盐酸左氧氟沙星滴眼液销售额分别为 7.50 亿元、2.64 亿元，占整个眼科用药市场约 9.2% 份额。第四代氟喹诺酮类药物——莫西沙星滴眼液在临床上存在巨大的需求。同时，由于眼科手术后眼内炎的致盲率较高，氟喹诺酮类药物也被医学指南推荐为预防术后眼内炎的两种外用抗生素之一。据《我国白内障摘除手术后感染性眼内炎防治专家共识（2017 年）》指出，氟喹诺酮类抗生素眼内穿透性强，对于术后眼内炎有较好的预防作用。莫西沙星滴眼液凭借其优秀的临床表现，需求旺盛。

**表 2：2019 年中国公立医疗机构终端眼科用药产品 TOP10**

排名	产品名称	销售额 (亿元)
1	雷珠单抗注射液	12.46
2	玻璃酸钠滴眼液	12.11
3	康柏西普眼用注射液	11.83
4	<b>左氧氟沙星滴眼液</b>	<b>7.50</b>
5	普拉洛芬滴眼液	5.60
6	注射用糜蛋白酶	3.88
7	妥布霉素地塞米松滴眼液	3.05
8	<b>盐酸左氧氟沙星滴眼液</b>	<b>2.64</b>
9	聚乙烯醇滴眼液	2.61
10	七叶洋地黄双苷滴眼液	2.24

资料来源：昊海生科公开信息、国元证券研究所



目前，国内市场仅有由 Novartis Pharmaceuticals Corporation 注册并由 Alcon Laboratories, Inc. 生产的盐酸莫西沙星滴眼液于 2018 年底获得国家药监局批准注册，昊海生科的盐酸莫西沙星滴眼液预计成为盐酸莫西沙星滴眼液第一批仿制的国产生厂商。

我们认为，盐酸莫西沙星滴眼液获批上市标志着公司具备了在国内市场销售该药品的资格，丰富了公司的产品线，有助于提升公司产品的市场竞争力，对公司经营发展具有一定积极作用，并且有望在上市之后实现放量，对公司营收做出贡献。

### 2.3 战略合作亨泰光学，取得国内最高透氧率 OK 镜独家经销权

2021 年 3 月 20 日，公司发布公告称，全资子公司昊海发展以人民币 1500 万元受让亨泰视觉 10% 股权，并以人民币 1000 万元增资认购亨泰视觉新增注册资本。本次交易完成后，公司将通过全资子公司昊海发展持有亨泰视觉 55% 股权，纳入上市公司报表。同时，公司全资子公司昊海控股获得亨泰视觉 myOK 产品中国大陆地区、期限为十年的独家经销权；亨泰视觉儿童近视管理及控制的光学镜片“贝视得”中国大陆地区的独家经销权。

**国内有 3 家国产和 6 家进口企业的 OK 镜产品上市：**OK 镜是根据角膜形态制作的硬性隐形眼镜，于 2018 年被国家卫健委发布的《近视防治指南》纳入单纯性近视矫正措施，其在近视防控上的有效性已获广泛认可。国内获得国家药品监督管理局颁发的角膜塑形镜产品注册证的企业达 9 家，其中国产品牌为欧普康 S、爱博诺德和台湾亨泰，其他进口品牌为美国的 EUCLID（欧几里得）、C&E（菁视）、Paragon，日本的阿途法，韩国的 LUCID（露晰得）、荷兰的 Dream Lite。据了解，日本板桥医疗、昊海生科等企业亦正在布局角膜塑形镜产品，处于临床试验验证阶段，预计未来 2-3 年有望逐步获批上市。

表 3：国内角膜塑形镜厂家一览

产品名称	注册人名称	上市时间	地区	预估市场占比
梦戴维	欧普康 S 科技股份有限公司	2014	中国	30%
欧几里得	Euclid Systems Corporation	2007	美国	20%
阿途法	(日本)株式会社アルファコーポレーション	2011	日本	15 到 20%
露晰得	Lucid Korea Co., Ltd	2011	韩国	10%到 15%
菁视	C&E GP Specialists	2011	美国	较小
CRT 角膜塑形镜	PARAGON VISION SCIENCES Inc.	2011	美国	10%到 15%
亨泰	中国台湾亨泰光学有限公司	2011	台湾	5%-10%
Dream Lite	Procornea Nederland B.V.	2013	荷兰	较小
普诺瞳	爱博诺德（北京）医疗科技有限公司	2019	中国	较小

资料来源：NMPA、各公司官网、国元证券研究所

**亨泰光学产品透氧率高、验配体验佳、矫正度数更佳、适配稳定性好：**亨泰光学目前在中国有两款产品，2011 年获批 HILINE（透氧系数 DK100），2019 年获批迈尔康 myOK（透氧系数 DK141），预计 HILINE 市场占有率在 10—15%，2018 年、2019 年销量预计在 18 万片、20 万片，昊海入股和代理产品为亨泰高端新产品迈尔康 myOK。

根据公告披露，亨泰视觉公司 2019 年、2020 年收入分别为 262.5 万元、626.4 万元，净利润为-110.3 万元和 67.6 万元。迈尔康 myOK 产品采用博士伦 Boston XO2 系列原材料，透氧系数高达 141，为国内目前透氧率最高 OK 镜产品。此外，“迈尔康 myOK”可搭载数位验配方式，使消费者无需使用试戴片即能验配，验配体验较佳，验配时间较短，有助于提升消费者的验配意愿；且亨泰光学自行研发的验配软件可于验配时提供医生合适的参数选择，并建立患者原始数据及记录回诊状况以协助优化处方，达到更佳度数矫正及配适稳定性，对验配医生而言，技术要求较低，有助于提升医生采用及推荐标的产品的意愿，以推动产品的销售。

**OK 镜在我国渗透率约 1%，未来提升空间大：**根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会数据显示，2015 年我国进口角膜塑形镜 54 万副，彼时唯一国产企业欧普康 S 销量为 10 万副，总计占青少年近视人口的 0.75%，目前大约为 1%。而在发达国家和地区，尤其是生理结构与中国较为类似的东亚地区，渗透率都在 5% 以上，且呈现出较快上升趋势。以台湾为例，2008 年角膜塑形镜渗透率只有 1%，七年后已经接近 7%。考虑发达地区城市化水平较高，我们保守预估 5 年内角膜塑形镜渗透率有望在中国达到 3% 左右，CAGR 为 18.92%。角膜塑形镜产品较为成熟，行业格局较为稳定。尽管未来仍会有新进入者，但消费者对价格的敏感度低于品牌、渠道和医生推介，因此价格将较为稳定。按照目前市场中较低价格 8000 元/副计算，未来五年内我国角膜塑形镜市场规模保守估计可达 199 亿元，较目前有一到两倍的上升空间。

**表 4：2017-2023 年角膜塑形镜市场规模保守预估**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
青少年近视人口（亿人）	0.86	0.86	0.87	0.87	0.88	0.90	0.92	0.92
中低度适配率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
无禁忌证适配率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
适配人口（亿人）	0.78	0.78	0.79	0.79	0.79	0.81	0.83	0.83
渗透率	0.89%	1.06%	1.26%	1.50%	1.78%	2.12%	2.52%	3.00%
产品单价（元）	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
市场规模（亿元）	55.3	65.8	79.1	94.2	113.1	137.8	167.4	199.3

资料来源：教育部、卫生部统计年鉴、国元证券研究所

注：青少年近视人口指 8-18 岁近视人口，根据 2015 年教育部公布的近视比率以及卫生部统计年鉴中 1-18 岁人口逐一求得，除产品单价外单位均为亿

我们认为，公司此次收购将近视年龄段从成年拓宽至青少年，不断丰富公司产品管线，致力于公司在眼科行业的发展。

**眼科板块总结：**继去年 4 月将用于成年人近视矫正的国产唯一一款屈光晶体依镜®PRL 纳入昊海眼视光版图之后，昊海生科进一步拓展完善青少年近视防控产品线，取得目前国内最高透氧率的 OK 镜产品——迈尔康®myOK®独家经销权，能够为全年龄段人群提供近视解决方案。同时公司可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶状体获得 CE 认证，成为国内唯一同时掌握亲水和疏水两种工艺路线且拥有获准上市销售产品的人工晶状体制造商。公司自研盐酸莫西沙星滴眼液获 NMPA 批准注册，成为国产首仿。公司不断扩宽眼科行业投入，未来业绩有望实现新的增长点。

### 3. 投资建议与盈利预测

考虑到公司通过并购优质标的，强化在眼科和医美板块布局，对业绩有显著提振，预计公司 20-22 年营收为 13.32/ 18.47/ 22.23 亿元，归母净利润为 3.12/ 4.84/ 6.16 亿元，EPS 分别为 1.76/ 2.72/ 3.46 元/股，对应 PE62/ 40/ 31，上调至增持评级。

### 4. 风险提示

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

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2292.56	3945.38	4085.97	4582.70	5271.74
现金	1442.75	3222.51	3387.24	3627.97	4135.84
应收账款	384.52	381.99	333.11	461.63	555.73
其他应收款	107.47	10.45	79.95	110.79	133.38
预付账款	33.60	37.43	31.19	43.69	55.04
存货	197.63	239.99	187.13	262.13	330.24
其他流动资产	126.59	53.01	67.36	76.49	61.52
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	4436.35	6151.87	6365.16	6791.95	7344.95
<b>流动负债</b>	451.32	359.97	399.61	415.55	422.44
短期借款	18.89	5.30	20.00	20.00	20.00
应付账款	36.84	36.79	40.54	56.79	71.55
其他流动负债	395.58	317.88	339.06	338.75	330.89
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	600.91	498.52	534.35	551.95	562.02
少数股东权益	223.94	198.57	209.73	215.35	229.85
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	2123.39	2518.07	3045.24
归属母公司股东权益	3611.51	5454.78	5621.08	6024.65	6553.08
<b>负债和股东权益</b>	4436.35	6151.87	6365.16	6791.95	7344.95

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	391.29	348.91	507.24	254.33	524.50
净利润	455.08	376.38	323.49	489.23	630.60
折旧摊销	83.61	100.04	111.50	127.47	135.46
财务费用	-62.25	-63.55	-50.63	-53.42	-59.04
投资损失	-22.71	-20.57	-25.00	-21.00	-20.00
营运资金变动	-61.68	-34.21	81.92	-228.06	-162.28
其他经营现金流	-0.77	-9.17	65.95	-59.88	-0.24
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-85.33	1392.55	-74.33	-26.61	-28.63
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	-89.03	-26.61	-28.63
<b>现金净增加额</b>	-486.26	608.88	164.74	240.73	507.87

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1558.45	1604.33	1332.43	1846.50	2222.92
营业成本	334.39	364.00	311.88	436.88	550.39
营业税金及附加	11.93	9.26	7.99	12.93	15.56
营业费用	495.08	544.13	439.70	553.95	644.65
管理费用	240.36	266.56	199.86	276.98	311.21
研发费用	95.37	116.08	139.29	125.36	112.83
财务费用	-62.25	-63.55	-50.63	-53.42	-59.04
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
<b>营业利润</b>	526.54	435.38	372.83	563.33	725.82
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
<b>利润总额</b>	525.18	434.35	371.83	562.33	724.82
所得税	70.11	57.97	48.34	73.10	94.23
<b>净利润</b>	455.08	376.38	323.49	489.23	630.60
少数股东损益	40.54	5.60	11.15	5.62	14.50
<b>归属母公司净利润</b>	414.54	370.78	312.34	483.60	616.10
EBITDA	547.91	471.87	433.70	637.38	802.24
EPS (元)	2.59	2.08	1.76	2.72	3.46

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.06	2.94	-16.95	38.58	20.39
营业利润(%)	13.89	-17.31	-14.37	51.09	28.84
归属母公司净利润(%)	11.31	-10.56	-15.76	54.83	27.40
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	78.54	77.31	76.59	76.34	75.24
净利率(%)	26.60	23.11	23.44	26.19	27.72
ROE(%)	11.48	6.80	5.56	8.03	9.40
ROIC(%)	19.87	14.19	13.31	20.15	26.09
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	13.55	8.10	8.39	8.13	7.65
净负债比率(%)	21.52	5.29	16.97	16.42	16.13
流动比率	5.08	10.96	10.22	11.03	12.48
速动比率	4.64	10.29	9.76	10.40	11.70
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.30	0.21	0.28	0.31
应收账款周转率	4.36	4.01	3.56	4.65	4.37
应付账款周转率	8.82	9.89	8.07	8.98	8.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.33	2.08	1.76	2.72	3.46
每股经营现金流(最新摊薄)	2.20	1.96	2.85	1.43	2.95
每股净资产(最新摊薄)	20.31	30.67	31.61	33.88	36.85
<b>估值比率</b>					
P/E	46.55	52.04	61.78	39.90	31.32
P/B	5.34	3.54	3.43	3.20	2.94
EV/EBITDA	29.57	34.34	37.36	25.42	20.20

## 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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。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连带损失承担任何责任。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

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