

昊海生科(688366)

深度报告

消费共医疗一色，眼科与医美齐飞

——昊海生科深度报告

✍️：余剑秋 执业证书编号：S1230520080007
☎️：19946060282
✉️：yujq@stocke.com.cn

报告导读

公司是国内医疗器械平台型龙头，是消费医疗赛道中研发能力最强、严肃医疗赛道中成长潜力最大的稀缺标的。

投资要点

□ 深耕细作航母级医械龙头，业绩释放正当时

公司是国内医疗器械平台型企业，通过十余年精耕细作，陆续实现透明质酸钠和医用几丁糖在眼科、骨科、医美、普外科等多医学领域的专业应用。公司2021Q1实现营收3.83亿元，实现归母净利润0.97亿元，分别同比增长149%、490%，疫情后业绩快速反弹。根据近期中报业绩预告，预计2021H1实现归母净利润2.2-2.5亿元，同比增速超699%。今年伊始多款新品获批、多项合作落地，看好未来公司业绩持续向好。

□ 消费医疗高成长+严肃医疗确定性强，双赛道打实业绩安全垫

1) 公司在严肃医疗赛道已完成早期布局，实现行业领先，业绩确定性强。眼科粘弹剂领域，公司连续多年获国内市占率第一；创面护理领域，2019年公司重组人表皮生长因子产品获市占率第二；在骨科关节腔粘弹补充剂、手术防粘连剂领域，公司均为国内第一大生产商。2) 公司为消费医疗赛道早期开拓者，尽享行业红利，成长性强。2014-2020年我国医美市场规模复合增速24%，呈现超高成长。公司自2014年以来已陆续自研推出多款医美玻尿酸产品，将欧华美科纳入体内后，产品组合方面已贯通真皮填充剂、射频设备及激光设备三大品类，形成完整业务矩阵，看好未来公司享行业红利，步入高速增长赛道。

□ 外延收购价值陆续兑现，持续研发不改医疗底色

1) 公司自2015年起开始收购，近年陆续完成价值兑现。自2016年起，公司进行了6次人工晶体相关并购，完成了在人工晶体领域的全产业链覆盖。目前公司人工晶体国内市占率为30%，销量全国第一，并购价值已逐步兑现。2) 公司坚持医疗本质，持续加码研发。2020年公司研发费用率9.5%，新增专利35项，在研项目29个。研发人员270人，且40%以上拥有硕士及以上学历。在同类型企业中占绝对优势，并采用“上市一代，研发一代，储备一代”的方式，保证公司持续有新的产品输出市场，长线发展，着眼未来，持续保持和强化公司技术优势。

□ 盈利预测及估值

我们预计2021-2023年公司实现收入21.5/32.3/46.1亿元，同比增速61.55%/49.87%/42.78%，预计实现归母净利润4.4/6.4/9.3亿元，同比增速89.45%/46.73%/46.21%，对应EPS分别为2.46/3.61/5.28元/股，对应PE分别为84/57/39倍。考虑到公司前景广阔且具备一定的竞争力，首次覆盖给予增持评级。

□ 风险提示

市场竞争加剧的风险、业务资质和产品注册审批无法按时通过风险、政策风险

评级

增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥205.80

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.56
4Q/2020	0.70
3Q/2020	0.51
2Q/2020	0.23



公司简介

公司是国内医疗器械平台型龙头企业，通过十余年精耕细作，陆续实现透明质酸钠和医用几丁糖在眼科、骨科、医美、普外科等多医学领域的专业应用。

相关报告

报告撰写人：余剑秋

行业公司研究——医疗器械行业

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1332	2152	3226	4606
(+/-)	-16.95%	61.55%	49.87%	42.78%
净利润	230	436	640	935
(+/-)	-37.83%	89.45%	46.73%	46.21%
每股收益(元)	1.30	2.46	3.61	5.28
P/E	158.51	83.67	57.02	39.00

正文目录

1. 十余年深耕细作，医疗器械航母正起航	5
1.1. 医学背景深厚，高管团队全员正规军	5
1.2. 疫情退却业绩迅速反弹，营收利润呈现超高增速	6
2. 消费升级带动眼科医美快速扩容，老龄化下骨科需求潜力足	7
2.1. 眼科行业：民营带动眼科赛道快速扩容，人工晶体大有可为	7
2.2. 医美行业：轻医美成新风向，公司玻尿酸产品借东风	9
2.3. 骨科行业：老龄化加速，骨科器械潜力大	11
2.4. 防粘连和止血行业：医用透明质酸钠类效果佳，经济效益好	12
3. 战略思维贯穿全局，持续加码研发长线发展	14
3.1. 内生+外延双轮驱动，产品矩阵已初现	14
3.1.1. 眼科：公司第一大收入来源，人工晶体完成全产业链布局	14
3.1.2. 医美：研发推动产品接力，看好未来新品持续落地	17
3.1.3. 骨科：注射液全系列布局，是公司第二大收入来源	18
3.1.4. 防粘连与止血：国内最大防粘连生产商，连续 13 年稳居榜首	19
3.2. 坚定加码研发，百尺竿头更进一步	20
3.3. 医学营销跟进，积极推进新品打造	20
4. 盈利预测	21
4.1. 核心假设：眼科与医美业务预计高增长	21
4.2. 估值与投资评级	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司股权结构	6
图 2：2021Q1 公司实现营收 3.83 亿元	6
图 3：2021Q1 公司实现归母净利润 0.97 亿元	6
图 4：2019 年我国眼科市场规模 1700 亿元	7
图 5：我国视力损伤因素占比统计情况	7
图 6：2010-2020 我国 65 岁以上人口数量及占比	8
图 7：我国白内障手术量（万例）及增速	8
图 8：2012-2018 年我国百万人口白内障手术率 CSR	8
图 9：2012-2018 年百万人口白内障手术率 CSR 对比	8
图 10：我国人工晶体市场规模预测	9
图 11：2016-2020 年我国医美市场规模	10
图 12：2016-2020 年我国医美用户规模	10
图 13：2019 年我国医美行业非手术项目分布	10

图 14: 2014-2019 年中国玻尿酸行业销售量及同比增长	10
图 15: 2014-2019 年我国医药级玻尿酸医美产品市场规模	10
图 16: 2011-2018 年骨关节腔粘弹补充剂市场规模 (亿元)	12
图 17: 2020-2024 年骨关节腔粘弹补充剂市场规模预测 (亿元)	12
图 18: 2011-2018 年国内骨科关节腔粘弹补充剂市场份额 (%)	12
图 19: 2018 骨科关节腔粘弹补充剂市场格局	12
图 20: 2014-2019 年手术防粘连剂市场规模 (亿元)	13
图 21: 2011-2018 年昊海生物防粘连剂市场份额 (%)	13
图 22: 2017 年起眼科成为公司第一大收入来源	14
图 23: 公司各业务毛利率水平较为稳定	14
图 24: 公司眼科收入分项情况	14
图 25: 公司医美收入分项情况	18
图 26: 公司骨科收入分项情况	18
图 27: 公司防粘连与止血收入分项情况	19
图 28: 研发费用对比	20
图 29: 现场百人明眸公益活动	21
图 30: 昊海生科总经理吴剑英出席百人明眸公益活动	21
表 1: 公司管理层介绍	5
表 2: 中国软性人工晶体市场	8
表 3: 中国头部玻尿酸生产企业业务布局	11
表 4: 公司人工晶体相关收购时间	15
表 5: 公司人工晶体相关产品	16
表 6: 公司视光材料及其余眼科产品	17
表 7: 公司玻尿酸产品	18
表 8: 公司骨科产品	19
表 9: 公司防粘连与止血产品	20
表 10: 公司细分业务盈利预测	23
表 11: 可比公司估值	23
表附录: 三大报表预测值	25

1. 十余年深耕细作，医疗器械航母正起航

昊海生物科技有限公司成立于2007年，2015年港股上市，2019年A股科创板上市，主要从事医疗器械的生产、研发与销售。公司围绕透明质酸钠和医用几丁糖两大材料开展布局，现已实现眼科、骨科、医美、普外科多领域覆盖，主要产品包括眼科低中高端人工晶体、眼科视光材料（角膜塑形镜和PRL）、眼科粘弹剂、医美玻尿酸、骨科骨关节腔粘弹剂、手术防粘连及止血产品等。

1.1. 医学背景深厚，高管团队全员正规军

公司多位高管拥有深厚的医学背景。董事长侯永泰先生本科毕业于南京大学生物系，在美国俄亥俄大学获得博士学位后，于高校和医药公司担任重要职务30余年；总经理吴剑英毕业于第二军医大学临床医学专业，在医药行业有30余年从业经验；3位副总经理平均有17年以上的从业经验，同时张军东副总经理拥有第二军医大学的医学博士学位。绝大多数公司高级管理人员均有20余年的医药公司管理经验，高质量的高管团队可以帮助公司制定更合理的发展战略以达到长期的发展。

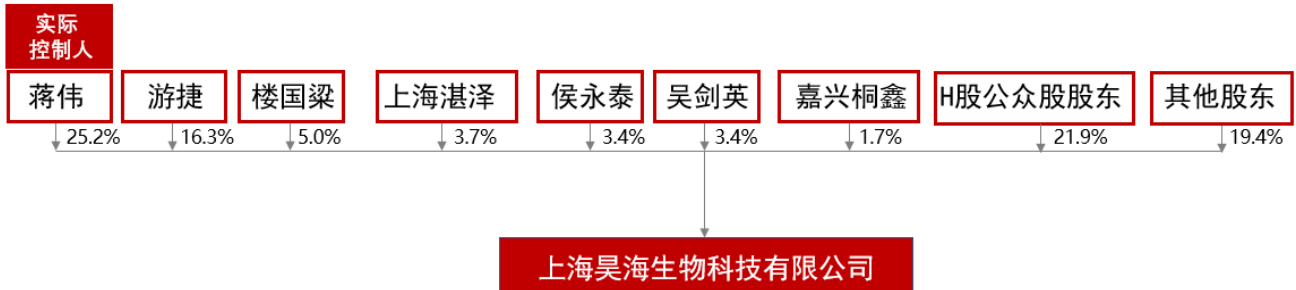
表 1：公司管理层介绍

姓名	职务	性别	学历	出生年月	个人履历
侯永泰	董事会主席 执行董事	男	博士	1961	南京大学生物系本科，俄亥俄大学微生物学硕士和分子生物学博士学位。先后在宾夕法尼亚大学和密西根大学作博士后研究，“中科院百人计划”专家。于2007年加入昊海生物科技，其在医药行业拥有30余年的医药行业研发经验。
吴剑英	总经理	男	硕士	1964	第二军医大学临床医学硕士，于1999年取得中国执业医师资格，曾为第二军医大学第二附属医院普外科医生，在医药行业拥有30余年从业经验。
任彩霞	副总经理	女	本科	1957	任彩霞女士于2007年加入昊海生科，在医药行业拥有20余年从业经验，毕业于合肥工业大学化工系。曾先后担任上海华源生命科学研究开发有限公司研发部总经理、研究所所长兼生物药厂厂长、建华生物总经理、建华生物执行董事、昊海有限副总经理。
王文斌	副总经理	男	本科	1967	王文斌先生于2007年加入昊海生科，其在医药行业拥有近30年从业经验。其毕业于第二军医大学，并于1999年取得中国执业医师资格。1995年5月至今任其胜生物常务副总经理；2018年4月至今担任青岛华元总经理。2014年9月至2017年9月及2019年3月至今任公司副总经理。
张军东	副总经理	男	博士	1973	张军东博士于2014年加入昊海生科，在医药行业拥有10余年从业经验。张军东博士于第二军医大学取得药理学学士学位以及医学博士学位，随后在第二军医大学临床医学学科从事博士后研究工作。曾在上海医药（集团）有限公司处方药事业部信谊药物研究所担任所长，并担任上海信谊药厂有限公司研发总监。
唐敏捷	财务负责人	男	本科	1975	唐敏捷先生于2016年8月加入本公司，曾就职于安永会计师事务所，并于2010年8月至2016年7月间任审计合伙人。唐敏捷先生于上海大学国际商学院获得经济学学士学位，并分别于2000年6月及2006年6月获中华人民共和国及美国注册会计师。
田敏	董事会秘书	女	硕士	1989	自2015年7月起至今在公司董事会办公室任职，于2019年8月起担任公司证券事务代表，并于2019年12月起担任公司董事会秘书兼联席公司秘书。田敏女士毕业于华东政法大学民商法学专业，获法学硕士学位。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司股权较为集中，股权结构较为健康。蒋伟、游捷夫妇为公司的实际控制人，共控股 41.5%。核心管理层成员均有持股，公司治理稳定性较有保障。其中，董事长侯永泰、总经理吴剑英分别各持有 3.4% 的股权。

图 1：公司股权结构

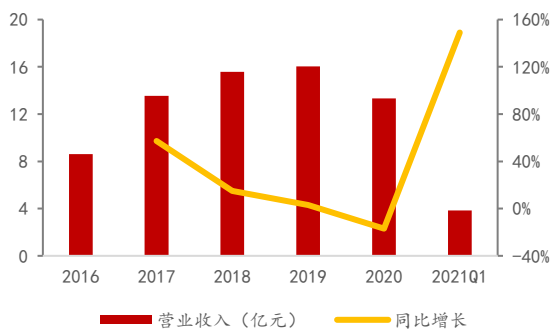


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 疫情退却业绩迅速反弹，营收利润呈现超高增速

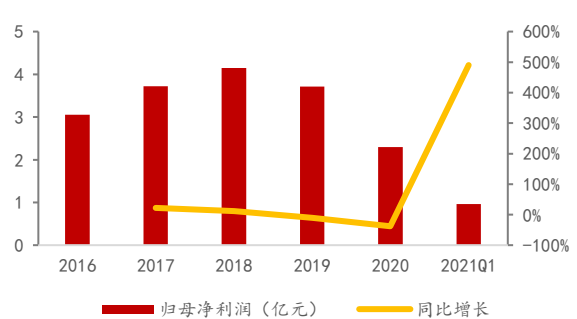
2021Q1 公司实现营收 3.83 亿元，同比增长 149.05%，归母净利润 0.96 亿元，同比增长 490.23%。受疫情影响，2020 年公司营收及归母净利润有所下滑。但疫情好转后公司业绩迅速反弹。2021Q1 公司实现营收 3.83 亿元，实现归母净利润 0.97 亿元，分别同比增长 149%、590%。根据公司近期中报业绩预告，预计 2021H1 实现归母净利润 2.2-2.5 亿元，同比增速超 699%。今年伊始公司已有多款新品获批上市及多项合作落地，看好后续业绩持续释放。

图 2：2021Q1 公司实现营收 3.83 亿元



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 3：2021Q1 公司实现归母净利润 0.97 亿元



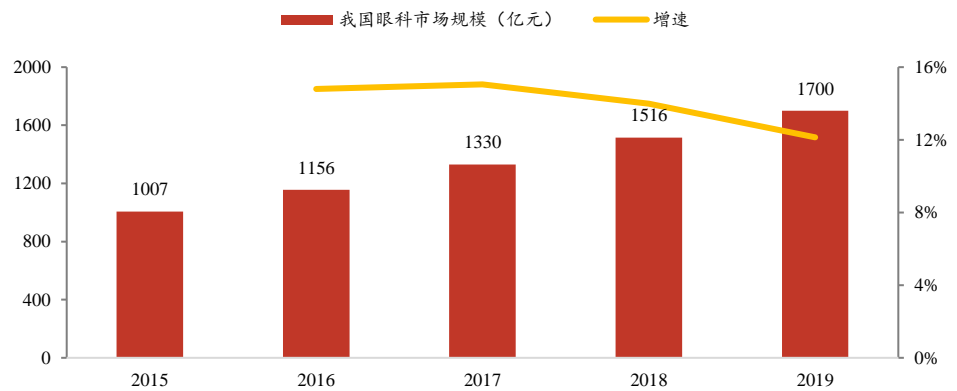
资料来源：WIND，浙商证券研究所

2. 消费升级带动眼科医美快速扩容，老龄化下骨科需求潜力足

2.1. 眼科行业：民营带动眼科赛道快速扩容，人工晶体大有可为

我国眼科市场规模快速增长，民营医院或成新增长点。据 Frost & Sullivan 的数据，我国眼科医疗市场规模从 2015 年的 1007 亿元增长至 2019 年的 1700 亿元。其中，公立眼科医院市场规模从 2013 年的 465 亿元增长到 2018 年的 882 亿元，复合增速 13.66%；民营眼科医院市场规模则从 2013 年的 80 亿元增长到 2018 年的 201 亿元，复合增速 20.23%，可见民营企业眼科医院扩张速度超过公立眼科医院，有望成为未来的增长点。

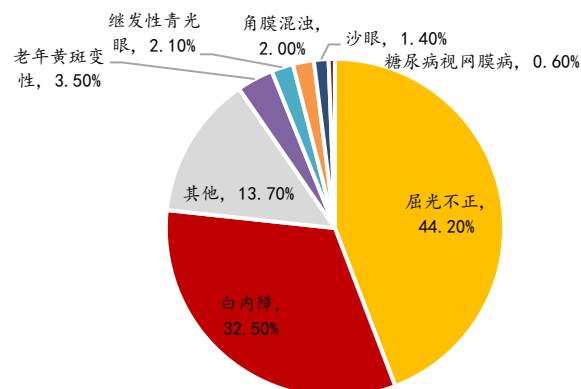
图 4：2019 年我国眼科市场规模 1700 亿元



资料来源：Frost&Sullivan、浙商证券研究所

白内障是我国视力损伤的重要原因之一。随着电子显示设备的应用越来越多以及国内老龄人口数量的增加，因为各种原因而视力受损的患者数量快速增长，其中造成视力损伤的两大因素分别是屈光不正（44.2%）和白内障（32.5%）。白内障是由于老化、遗传、外伤及中毒等原因引起的晶状体代谢紊乱，晶状体蛋白质变性而发生混浊，导致光线被混浊晶状体阻挡无法投射在视网膜上，造成白内障患者视物模糊。而通过手术植入人工晶状体以取代已变浑浊的天然晶状体是治疗白内障有效的手段。

图 5：我国视力损伤因素占比统计情况

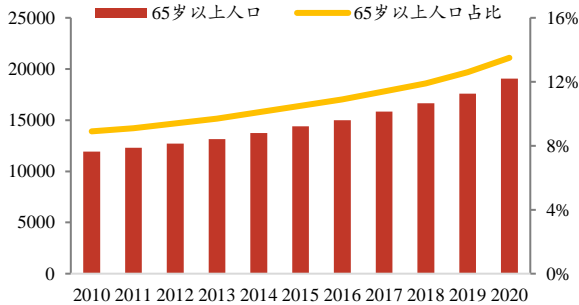


资料来源：懂医行、泰山汇、浙商证券研究所

老年人是白内障高发群体，人口老龄化使白内障手术需求量持续增长。据中华医学会眼科学分会统计，我国 60 岁至 89 岁人群白内障发病率为 80%，而 90 岁以上人群白内障发病率达到 90% 以上。根据国家统计局的数据，我国 65 岁及以上人口占比从 2010 年

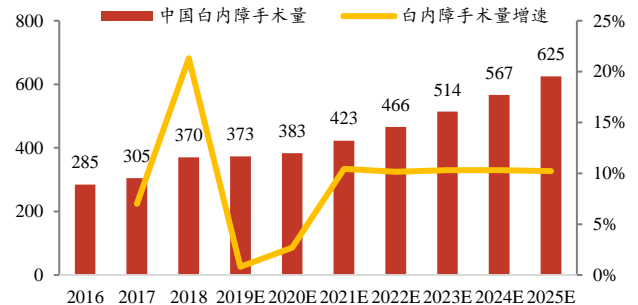
的 8.87% 增长到了 2020 年的 13.50%，据此估算，2020 年我国白内障患者人数或已超过 2.1 亿。由于手术是科学治疗白内障的重要方式之一，我国白内障手术量需求加剧。

图 6：2010-2020 我国 65 岁以上人口数量及占比



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

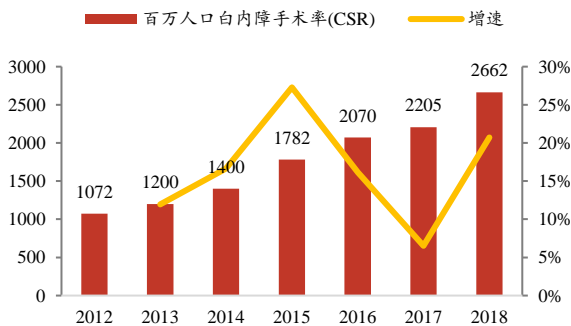
图 7：我国白内障手术量（万例）及增速



资料来源：中国防盲治盲网、wind、联合国人口司经济和社会事务部中方案预测数据、浙商证券研究所

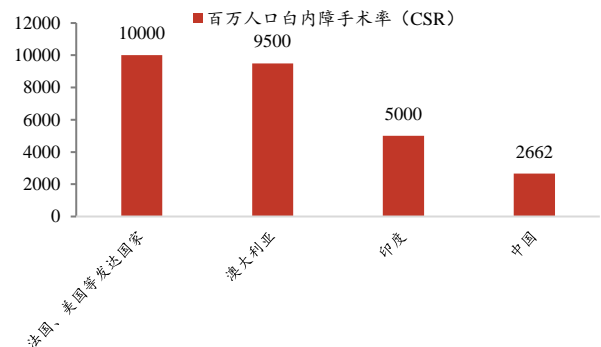
我国白内障手术率和发达国家差距较大，白内障手术市场有待开发。根据中国防盲治盲网和《Cataract Surgical Rate and Socioeconomics》的数据，2018 年全国百万人口白内障手术率 (CSR) 为 2662，但 2011 年法国、美国等发达国家的 CSR 已达到 10000，我国 CSR 虽然从 2012 到 2018 年增加了 148.32%，但仍处于落后局面，未来仍具有较大增长空间。

图 8：2012-2018 年我国百万人口白内障手术率 CSR



资料来源：中国防盲治盲网、第三届中国眼健康大会、浙商证券研究所

图 9：2012-2018 年百万人口白内障手术率 CSR 对比



资料来源：爱博诺德招股说明书、浙商证券研究所

目前国内市场中，本土企业占据了绝大多数的低端硬性人工晶体市场，而欧美企业基本垄断软性人工晶体市场。人工晶体可分为硬性人工晶体和软性人工晶体两大类。硬性人工晶体较为低端，价格在几百元人民币上下浮动；软性人工晶体较为高端，价格在千万元人民币之间浮动。现在，软性人工晶体是市场的主要盈利点，也是各家医疗器械企业争相竞争的领域。

表 2：中国软性人工晶体市场

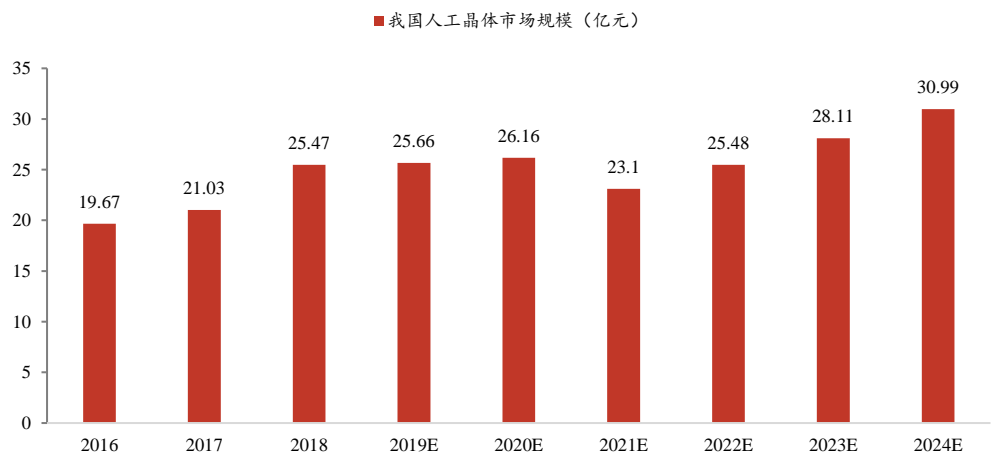
类别	单焦	双焦	三焦	可调节
无附加技术	(进口) 爱尔康、蔡司、雷纳、强生视力康；(国产) 昊海生科、爱博诺德、瑞霖医药	(进口) 爱尔康、蔡司、雷纳、强生视力康；(国产) 昊海生科、爱博诺德	(进口) 蔡司	(进口) 博士伦
+抗散光 (Toric) 技术	(进口) 爱尔康、蔡司、雷纳、强生视力康	(进口) 爱尔康、雷纳、强生视力康；(国产) 爱博诺德	(进口) 蔡司	

+景深延长 (EDoF) 技术 (进口) 爱尔康、蔡司、雷纳、 (无)
强生视力度康 (无)

资料来源：火石创造、浙商证券研究所

由于人工晶体在部分省份逐步进入集中采购名单，低端型、基础型的产品价格将面临更加激烈的竞争，拥有更优产品梯队的企业可以通过产品组合销售抵消单品种大幅降价的影响。而基础型和中低端品牌采购量的增加会使得人工晶体市场规模在短期内出现小幅下降，但是从长期来看随着人工晶体渗透率的提升和手术数量的增加，至 2024 年市场规模有望达到 30.99 亿元。

图 10：我国人工晶体市场规模预测



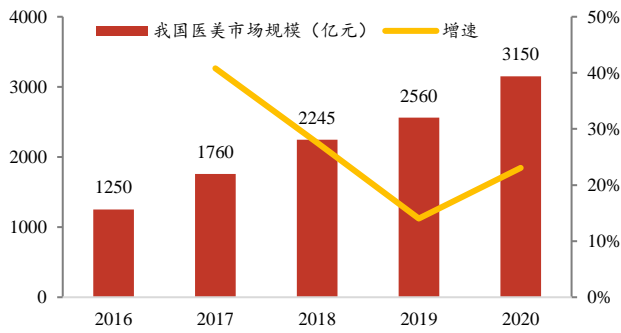
资料来源：爱博医疗招股说明书、浙商证券研究所

我国政策支持推动国产品牌替代。近五年来，我国发布《“十三五”全国眼健康规划》，实施光明工程，鼓励眼科医院连锁规范化经营，引导社会力量举办眼科医院，增强了白内障复明意识，大大提高白内障手术数量和覆盖率，使农村贫困白内障患者得到有效救治。同时，带量采购政策利于国产企业较快实现市场准入，扩大市场份额。我国人工晶体相关手术量远不及国际水平，高端市场被进口产品垄断，国产替代空间较大。随着国产品牌技术水平的提升，带量采购将其性价比更高的优势凸显，能够带给国产品牌更多的市场机会。

2.2. 医美行业：轻医美成新风向，公司玻尿酸产品借东风

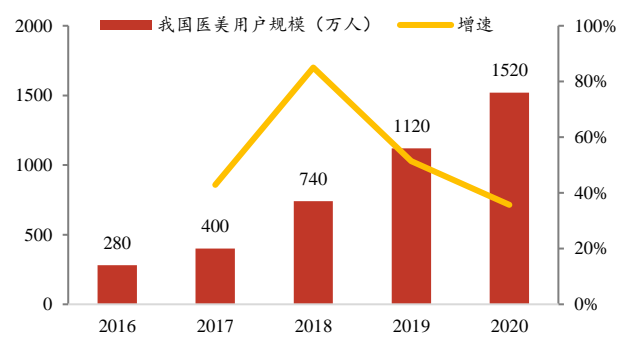
“颜值经济”迎来爆发性增长，中国医美市场前景甚好。近年来，中国消费者受国际医美新潮流影响，医美消费意识逐渐觉醒。与此同时，年轻和中产两股消费力的崛起，推动医美市场需求持续提升。据艾媒咨询的数据，2019 年中国医美市场规模达到 1769 亿元，2015-2019 年复合增长率为 28.54%，增速高于全球同期。同时，中国医美市场用户规模从 2016 年的 280 万人增长至 2020 年 1520 万人，用户规模快速扩张。

图 11: 2016-2020 年我国医美市场规模



资料来源: 艾媒咨询、浙商证券研究所

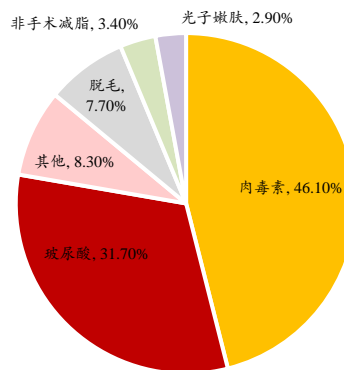
图 12: 2016-2020 年我国医美用户规模



资料来源: 艾媒咨询、商证券研究所

轻医美盛行, 玻尿酸成为轻医美领域热门项目。目前, 非手术类的美容诊疗项目比手术类的美容医疗项目更受欢迎。2019 年美容治疗的项目中, 非手术类项目占比 54.5%, 比手术类美容治疗更受欢迎。非手术类医美项目中, 注射类项目肉毒素和透明质酸非常热门, 分别占比 46.1% 和 31.7%, 并且在轻医美治疗中搭配使用。

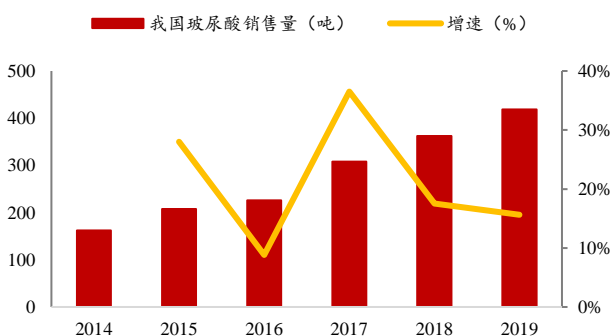
图 13: 2019 年我国医美行业非手术项目分布



资料来源: 前瞻经济学人、浙商证券研究所

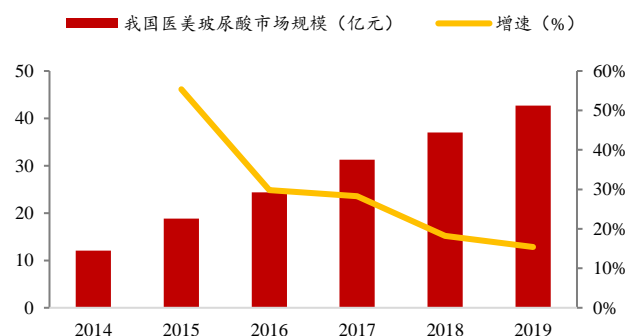
由于消费者需求增加, 我国玻尿酸行业销量也逐年增长。其中, 医美产品市场规模从 2014 年的 12.1 亿元增长至 2018 年的 37 亿元, 复合年增长率达到 32.24%, 2019 年我国玻尿酸医美产品市场规模达到 42.7 亿元, 同比增长 15.41%。

图 14: 2014-2019 年中国玻尿酸行业销售量及同比增长



资料来源: 观研天下、浙商证券研究所

图 15: 2014-2019 年我国医药级玻尿酸医美产品市场规模



资料来源: 观研天下、浙商证券研究所

我国玻尿酸企业主要集中在山东地区，行业集中度较高，2020 年玻尿酸原液 CR4 达到 90%。主要是因为玻尿酸行业具有高行业准入门槛、高技术壁垒、高资金壁垒等投资特性。目前，中国玻尿酸行业两大龙头企业分别是华熙生物、鲁商发展旗下的焦点生物。从 2020 年的销售量来看，两者在玻尿酸原液的市场份额达到了 71.1%。

表 3：中国头部玻尿酸生产企业业务布局

公司简称	玻尿酸业务占比	区域布局	玻尿酸业务情况
华熙生物	26.73%	原液，化妆品等	公司是目前世界最大的透明质酸原料供应商，中透明质酸包括医药级、化妆品级和食品级 200 多个规格的产品。
鲁商发展	5%	原液，化妆品等	旗下焦点福瑞达生物股份有限公司目前拥有食品级和化妆品级透明质酸 420 吨/年的产能，60%左右出口，外贸出口地区主要为东亚、北美、欧盟等。
安华生物	99.20%	原液	专业高效稳定的研发和管理团队，公司拥有 8 项发明专利、13 项实用新型专利。
爱美客	35.56%	美容医疗	成功实现注射类透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，并建立了医用几丁糖、聚乳酸面部埋植线的产业化，并建立了医用几丁糖、聚乳酸等生物医用材料的产品技术转化平台。
昊海生科	10.98%	美容医疗	集团研制的“海薇”、“姣兰”两款玻尿酸产品已得到市场广泛的认可，具有线性无颗粒特征的第三代玻尿酸产品“海魅”也于 2020 年 8 月正式上市销售。

资料来源：前瞻产业研究院、浙商证券研究所

在玻尿酸医美产品市场，进口品牌产品仍占据市场的主导地位，但国产品牌创新不断。国产品牌销量高但单价低，18 年中国 CR3 销量占 42.4%，对应销售额占比仅为 23.4%，其中爱美客为国产龙头。昊海生科旗下“海魅”产品对标进口产品乔雅登，定位高端，2020 年 8 月上市以来获市场好评，为国产玻尿酸高端化之路打开想象力。

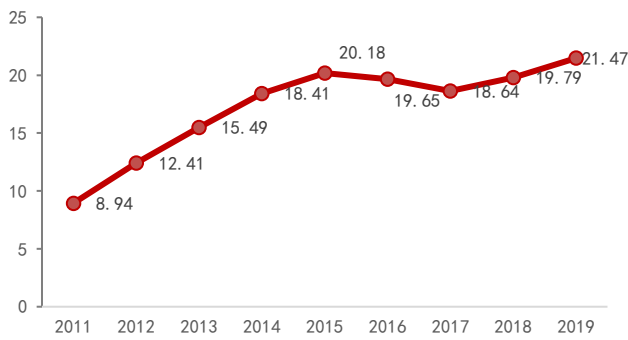
2.3. 骨科行业：老龄化加速，骨科医械潜力大

我国骨科市场规模呈逐年增长态势，2016 年至今的年增速维持在 16% 左右。国内骨科植入医疗器械理论市场空间大，我国老龄化进程加速，医疗需求不断上涨，而目前骨科医疗器械整体国产化水平还比较低，未来增长潜力很大。

骨关节炎是一种退行性关节疾病，又称增生性关节炎、退行性关节炎或骨关节病，是一种中老年人群中的常见病、多发病。骨关节炎主要侵害关节软骨、骨和滑膜组织，导致关节疼痛、畸形和功能障碍，从而影响病人的活动能力。根据流行病学统计，我国骨关节炎患者已超 1 亿人，治疗空间广阔。临床医学已证实，骨关节腔粘弹补充剂为治疗骨关节炎的有效及安全方式，能够保护患者的关节软骨、显著减轻患者的关节疼痛，从而提高患者的生活质量。

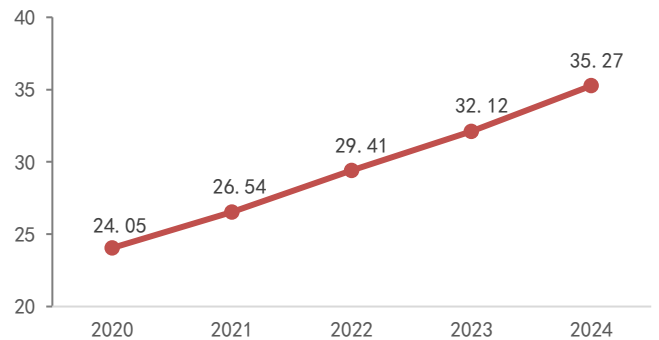
随着人口老龄化及治疗意识的提高，以及骨科关节腔粘弹补充治疗的技术水平和质量的提高得到医生和患者的认可，预计我国骨科关节腔注射用凝胶的需求数量将持续增长，骨科关节腔注射用凝胶总体市场规模也将不断增加。根据标点医药统计及预测，2019 年我国骨科关节腔粘弹补充剂产品市场规模达 21.47 亿元，同比增长 8.5%；预计到 2024 年将增至 35.27 亿元，未来 5 年年复合增长率约为 9.0%。

图 16: 2011-2018 年骨关节腔粘弹补充剂市场规模 (亿元)



资料来源: 标点医药统计、浙商证券研究所

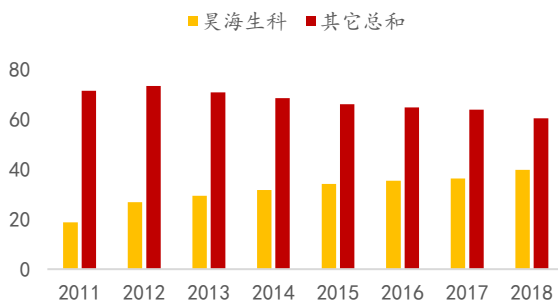
图 17: 2020-2024 年骨关节腔粘弹补充剂市场规模预测 (亿元)



资料来源: 标点医药统计、浙商证券研究所

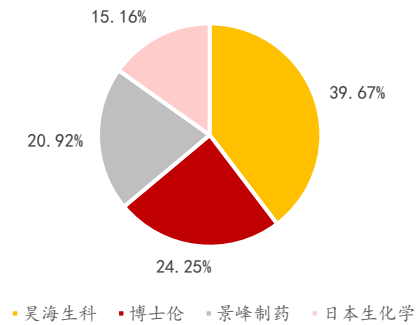
骨科市场格局中, 根据广州标点医药信息股份有限公司发布的《2011-2018 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场研究报告》, 昊海生科已连续 5 年占据国内骨关节腔粘弹补充剂市场份额第一, 2018 年市场份额已达 39.67%, 持续扩大领先优势。

图 18: 2011-2018 年国内骨科关节腔粘弹补充剂市场份额 (%)



资料来源: 广州标点医药信息股份有限公司、浙商证券研究所

图 19: 2018 骨科关节腔粘弹补充剂市场格局



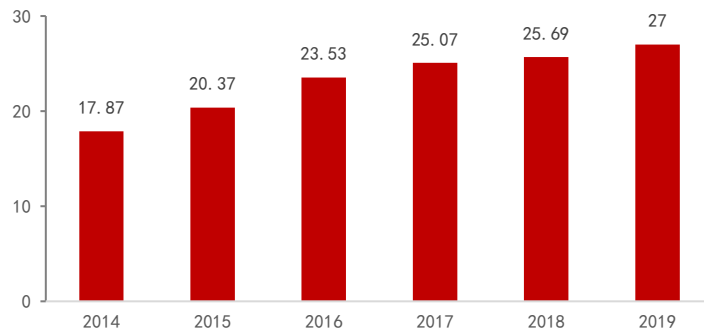
资料来源: 广州标点医药信息股份有限公司、浙商证券研究所

2.4. 防黏连和止血行业: 医用透明质酸钠类效果佳, 经济效益好

目前, 国内手术防黏连剂有医用几丁糖类、医用透明质酸钠类、中药类、聚乳酸类、壳聚糖类和纤维素类六种类型, 其中医用透明质酸钠凝胶相比其他产品效果更好, 且经济效益更高, 在临床中不仅能够起到防止组织粘连的作用, 还能减少瘢痕形成, 在全球市场中备受青睐。医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶在我国临床中受到广泛认可, 逐渐成为防黏连剂主要产品, 在 2019 年医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶类产品在我国防黏连剂领域市场占比分别为 40%和 41%。

根据新思界产业研究中心发布的《2021-2026 年中国手术防黏连剂行业应用市场需求及开拓机会研究报告》显示, 我国手术防黏连剂市场规模由 2014 年市场规模 17.87 亿元增长至 2019 年的 27 亿元, 年均复合增长率为 9.50%。预计到 2023 年市场规模将达到 51.54 亿元, 年复合增长率为 16.7%。同时, 随着多个专家共识及相关临床路径的出台, 手术防黏连的临床应用效果获得了不少行业专家的认可, 手术防黏连剂在术中的运用也越来越受到医生与患者的重视, 未来市场渗透率有望得到逐步提高。

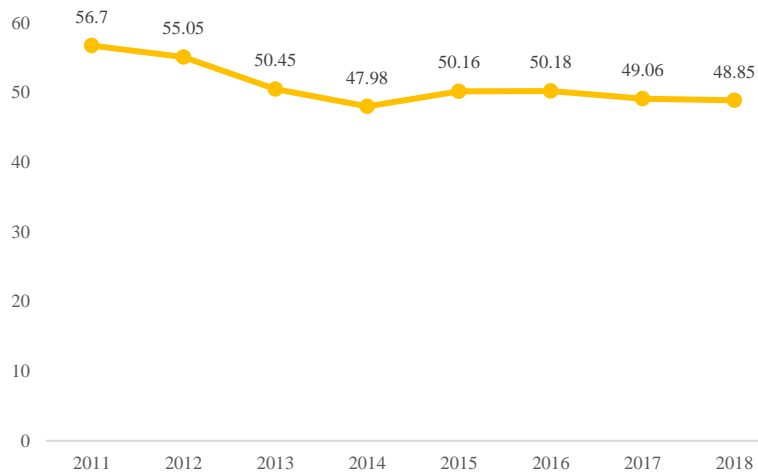
图 20：2014-2019 年手术防黏连剂市场规模（亿元）



资料来源：广州标点医药信息股份有限公司、浙商证券研究所

昊海生科手术防黏连剂也已连续 13 年稳居国内市场份额第一。其生产的主要有医用透明质酸和医用几丁糖两大类产品，也是目前手术防黏连剂市场中的主要产品类型，市场表现良好。根据广州标点医药信息股份有限公司发布的《2011-2018 年我国手术防黏连剂市场研究报告》，公司旗下两类产品在 2018 年已合计占据了 48.85% 的国内手术防黏连市场份额。

图 21：2011-2018 年昊海生物防黏连剂市场份额（%）



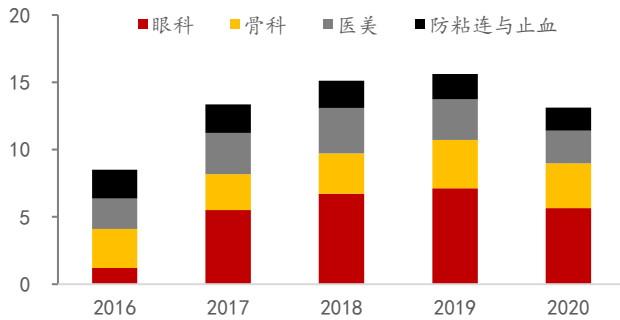
资料来源：广州标点医药信息股份有限公司、浙商证券研究所

3. 战略思维贯穿全局，持续加码研发长线发展

3.1. 内生+外延双轮驱动，产品矩阵已初现

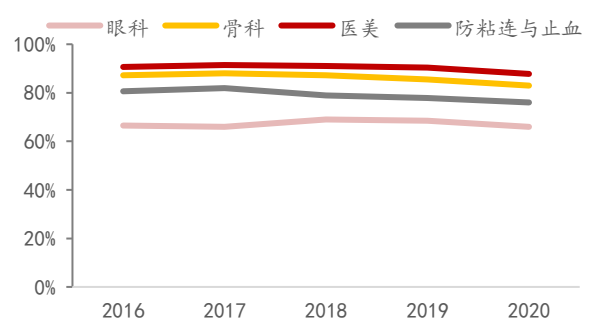
公司主要产品主要覆盖眼科、骨科、医美、防粘连与止血 4 大板块，2020 年各版块占总收入比重分别为 43%、39%、29%、20%。各版块盈利能力略有差异，2020 年公司眼科、骨科、医美、防粘连与止血业务毛利率分别为 66%、76%、84%、88%，医美毛利率最高，骨科、防粘连与止血产品次之，眼科较低。2016 年至今，除 2020 年受累疫情影响略有下滑外，各大板块毛利率维持稳定。

图 22：2017 年起眼科成为公司第一大收入来源



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 23：公司各业务毛利率水平较为稳定

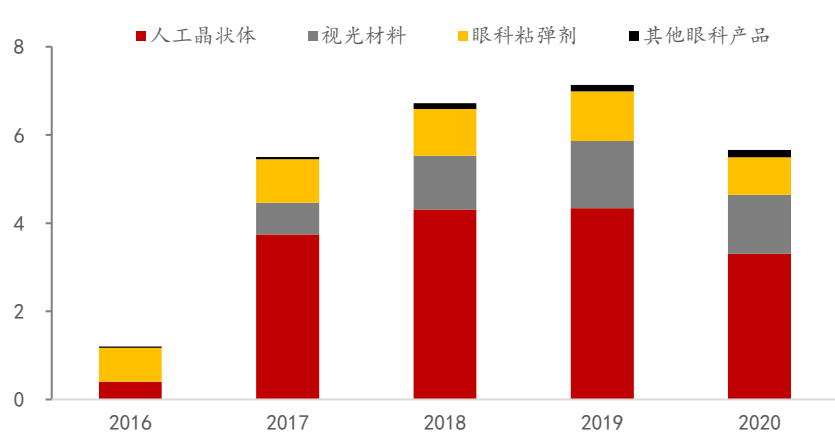


资料来源：WIND，浙商证券研究所

3.1.1. 眼科：公司第一大收入来源，人工晶体完成全产业链布局

2020 年公司眼科产品实现收入 5.66 亿元，占总收入比重 43.1%，是公司第一大业务。公司目前主要拥有 4 类眼科产品：人工晶体、视光材料、眼科粘弹剂及其他眼表或眼底治疗产品，分别占总收入比重 25%、10%、6%、1%。在眼科粘弹剂领域，公司连续多年获国内市占率第一；在眼表治疗领域，自研盐酸莫西沙星滴眼液产品已经于 2021 年 3 月获批，成为国内首个完成仿制药申请注册的产品。收入占比较高的人工晶体领域及视光材料领域是现阶段公司经营的主战场。

图 24：公司眼科收入分项情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 年 7 次并购，公司实现人工晶体全产业链覆盖。昊海生科近 5 年共进行了 6 次关于人工晶状体业务的并购，实现了公司人工晶状体业务从原材料制造，研发，生产到销售的

全产业链覆盖，也是中国第一家拥有完整产业链布局的公司。通过收购美国公司 Aaren 和法国公司 ODC，加速了公司的全球化布局同时让公司拥有了国际一流的人工晶状体研发和生产能力，同时英国 Contamac 的原材料制造可以与河南宇宙珠海艾格 Aaren 等研发生产公司形成协同效应，解决产业链中生产和原材料不匹配的问题，进一步加强公司在人工晶状体领域的技术优势。

表 4：公司人工晶体相关收购时间

公司名称	收购时间	主营业务
河南宇宙	2016 年 11 月	人工晶状体等眼科产品的研发、生产及销售
深圳新产业	2016 年 11 月	人工晶状体等眼科产品的销售
Aaren	2016 年 11 月	人工晶状体等眼科产品的研发、生产及销售
珠海艾格	2016 年 12 月	人工晶状体等眼科产品的研发、生产及销售
Contamac	2017 年 6 月	视光材料的研发、生产及销售
青岛华元	2017 年 12 月	HA 原料的生产及销售
ODC	2019 年 4 月	人工晶状体推注器产品及配件的生产与销售

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司拥有完整的人工晶状体产品组合，覆盖各主要材质、光学设计及附加功能品类的全系列人工晶状体，公司在集采中有能力通过产品组合销售抵消单品种大幅降价带来的影响。公司生产及经销的人工晶状体材质包括 PMMA、亲水性丙烯酸和疏水性丙烯酸；光学基面包括球面和非球面，光学设计包括单焦点、可调节和多焦点产品；附加功能包括防紫外线、增加生物相容性以降低术后炎症反应的肝素表面改性产品以及预装式设计等。

表 5：公司人工晶体相关产品

公司	型号	市场定位	材质	光学设计	附加功能	终端市场价格 (元/片)
河南宇宙	PC156C55	基础型	PMMA	球面单焦	添加紫外线吸收剂	100-400
	PCF60	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	添加紫外线吸收剂	900-1,600
	PCF60/A	中端	亲水性丙烯酸	非球单焦	添加紫外线吸收剂	新品待定价
珠海艾格	PC55125	基础型	PMMA	球面单焦	添加紫外线吸收剂	100-500
	N4-18B	中端	疏水性丙烯酸	球面单焦	添加紫外线吸收剂	1,400-1,800
	N4-18YG	中端	疏水性丙烯酸	非球单焦	添加紫外线吸收剂	3,000-3,600
	NS-60YG	中高端	疏水性丙烯酸	非球单焦	添加紫外线吸收剂	3,200-4,000
	SZ-1	中高端	疏水性丙烯酸	非球单焦	预装式设计、 添加紫外线吸收剂	3,800-4,000
Aaren	HSP-55B	基础型	PMMA	球面单焦	表面经肝素处理、 添加紫外线吸收剂	500-1,000
	Aqua-Sense	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	添加紫外线吸收剂	800-1,500
	BioVue	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	表面经肝素处理、 添加紫外线吸收剂	900-1,600
	Aqua-Sense PAL	中端	亲水性丙烯酸	非球单焦	添加紫外线吸收剂	2,000-2,500
	X55125H	基础型	PMMA	球面单焦	表面经肝素处理、 添加紫外线吸收剂	800-1,000
	HQ-201	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	添加紫外线吸收剂	1,400-1,800
	HQ-201 HEP	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	表面经肝素处理、 添加紫外线吸收剂	1,700-2,200
	HQ-201 HEP XO	中高端	亲水性丙烯酸	非球单焦	表面经肝素处理、 添加紫外线吸收剂	3,300-3,500
深圳新产业	SOFTEC I	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	添加紫外线吸收剂	1,300-1,600
	SOFTEC IO	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦 (大光学面)	添加紫外线吸收剂	1,800-2,400
	HD	中端	亲水性丙烯酸	非球单焦	添加紫外线吸收剂	2,500-2,800
	HDO	中高端	亲水性丙烯酸	非球单焦 (大光学面)	添加紫外线吸收剂	4,200-5,000
	HD PLI	中高端	亲水性丙烯酸	非球单焦	预装式设计、 添加紫外线吸收剂	3,500-5,000
	SBL-3	高端	亲水性丙烯酸	非球单焦	添加紫外线吸收剂	9,500-13,000
	Tetraflex HD	高端	亲水性丙烯酸	非球可调节	添加紫外线吸收剂	7,800-10,000
	Tetraflex HD PLI	高端	亲水性丙烯酸	非球可调节	预装式设计、 添加紫外线吸收剂	7,700-12,000

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

除人工晶体外，在近视防控及屈光矫正等领域公司也完成布局。在近视防控及屈光矫正领域，公司下属子公司杭州爱晶自主研发的依镜悬浮型有晶体眼后房屈光晶体 (PRL) 是国内市场仅有的两款获批产品之一，具有很好的成长前景。与此同时，在视光

领域，公司下属子公司 Contamac 是全球最大的独立视光材料生产商之一，为全球近 70 个国家和地区的客户供应人工晶状体及角膜塑形镜等视光产品的原材料；今年 3 月，公司投资取得亨泰视觉 55% 股权，并通过亨泰视觉获得台湾亨泰旗下高端角膜塑形镜产品“迈儿康 myOK”在中国大陆地区 10 年的独家经销权。此外，公司已着手对具备近视矫正功能的高透氧巩膜镜及周边离焦软性角膜接触镜等项目进行研发布局。

表 6：公司视光材料及其余眼科产品

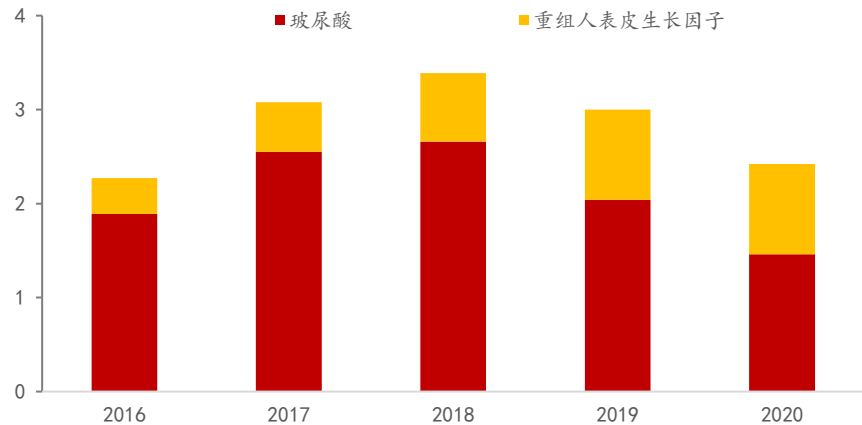
产品	品牌	产品功能及用途
视光材料	/	材料为高分子聚合物，主要用于生产人工晶状体、角膜接触镜等视光产品。
角膜塑形镜	myOK 迈儿康	角膜塑形是一种非侵入性且非永久性矫正视力的方法；利用角膜的可塑性经由眼科医师评估确认眼球弧度及相关处方后，使用者于夜间睡眠配戴 6-8 小时，白天取下镜片后可以暂时性矫正视力，白天则不需要再戴眼镜。
光学镜片	贝视得	利用改变渐进度数的跳动减少假性近视发展。利用非对称周边视觉角度防止周边视力因过度矫正，造成眼轴拉长。
润眼液	眼舒康	主要成份为医用几丁糖，用于隐形眼镜佩戴前后缓解眼干涩、疲劳
眼科粘弹剂	/	有效成份为透明质酸钠凝胶或眼用羟丙基甲基纤维素，在眼科手术中可以起到缓冲垫作用，加深前房，便于手术操作，保护眼内组织及角膜内皮细胞，提高成功率，减少手术后并发症。

资料来源：公司招股书，公司公告，浙商证券研究所

3.1.2. 医美：研发推动产品接力，看好未来新品持续落地

2020 年公司医美产品实现收入 2.42 亿元，占总收入比重 28.5%，是公司业绩增长的重要驱动力。公司目前主要拥有 2 类医美产品：玻尿酸及重组人表皮生长因子，分别占总收入比重 11%、7%。在玻尿酸领域，公司已有 3 款自研产品获批，即主打“塑形”的“海薇”、主打“填充”的“姣兰”及主打“精准雕饰”的“海魅”。3 款产品差异化布局，巩固公司在玻尿酸领域的竞争优势。与此同时，公司在研的第四代有机交联玻尿酸产品已于 2020 年 11 月进入临床试验阶段。此外，公司控股子公司欧华美科下属参股联营公司法国 Bioxis 旗下 3 款玻尿酸产品已在欧洲及中东进行销售，并已在中国进行注册申报，预计将于 2021 年底至 2022 年底期间获批上市。在重组人表皮生长因子领域，公司利用基因工程技术研发的“康合素”产品，是国际上第一个获得注册的重组人表皮生长因子产品，2019 年市占率 23.49%，排名第二。在激光设备领域，公司控股孙公司 EndyMed、镭科光电聚焦光电类设备产品，助力公司产品线拓展至激光、射频类皮肤护理光电设备领域。

图 25: 公司医美收入分项情况



资料来源: 公司公告, WIND, 浙商证券研究所

表 7: 公司玻尿酸产品

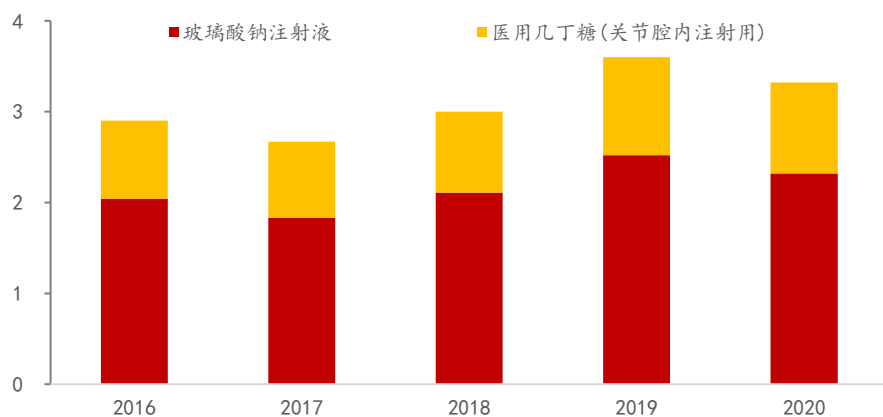
产品	品牌	定位	价格(元)
玻尿酸	海薇	入门	500-1500
	娇兰	中高端	2680-3800
	海魅	高端	8800

资料来源: 公司招股书, 新氧, 浙商证券研究所

3.1.3. 骨科: 注射液全系列布局, 是公司第二大收入来源

2020 年公司骨科产品实现收入 3.32 亿元, 占总收入比重 39.1%, 是公司第二大业务。公司目前主要拥有 2 类骨科产品: 玻璃酸钠注射液和医用几丁糖(关节腔内注射用), 分别占总收入比重 17%、8%。在玻璃酸钠注射液领域, 公司是国内唯一拥有 2ml、2.5ml、3ml 全系列规格产品的生产企业。在医用几丁糖(骨关节腔注射用)领域, 公司拥有国内唯一一张三类医疗器械注册证。

图 26: 公司骨科收入分项情况



资料来源: 公司公告, WIND, 浙商证券研究所

表 8: 公司骨科产品

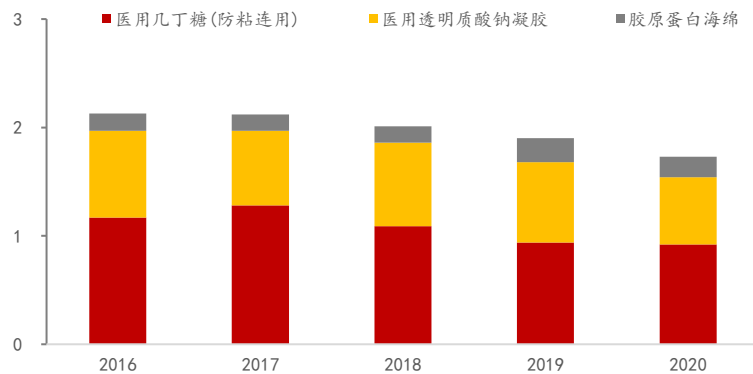
治疗领域	产品	产品功能和用途
骨科	玻璃酸钠注射液	主要成份为玻璃酸钠，适应症为膝关节退行性骨关节炎。有助于改善关节组织的炎症反应，提高滑液中玻璃酸钠含量，增强关节液的粘稠性与润滑功能，保护关节软骨，促进关节软骨的愈合和再生，缓解疼痛，增加关节活动度。
	医用几丁糖（关节腔内注射用）	主要成份为医用几丁糖（羧甲基几丁质），适应症为防治外伤性或退变性骨关节炎。可作为粘弹性补充物质直接恢复关节滑液的流变学特性，起到润滑关节的作用；并通过大分子物质自身的三维网络结构形成机械屏障，保护关节软骨。

资料来源：公司公告，公司招股书，浙商证券研究所

3.1.4. 防粘连与止血：国内最大防粘连生产商，连续 13 年稳居榜首

2020 年公司防粘连与止血产品实现收入 1.73 亿元，占总收入比重 20.4%。公司目前主要拥有 3 类防粘连与止血产品：医用几丁糖（防粘连用）、医用透明质酸钠凝胶及胶原蛋白海绵，分别占总收入比重 7%、5%、1%。公司已是国内第一大手术防粘连剂生产商以及主要的医用胶原蛋白海绵生产商之一，已连续 13 年稳居中国最大的防粘连产品生产商，2019 年市场份额为 29.64%。此外，公司研发的用于外科手术止血的猪源纤维蛋白粘合剂已处于申报生产阶段。

图 27: 公司防粘连与止血收入分项情况



资料来源：公司公告，WIND，浙商证券研究所

表 9：公司防粘连与止血产品

治疗领域	产品	品牌	产品功能及用途
防粘连及 止血产品	医用几丁糖 (防粘连用)	奇特杰	主要成份为医用几丁糖(羧甲基几丁质)，适用于普通外科、妇产科所有腹腔、盆腔手术，可预防术后肠粘连和盆腔粘连；以及骨科的所有肌腱、关节及神经手术，可预防肌腱、关节及神经粘连。
	医用透明质酸钠凝胶	/	主要成份为透明质酸钠，辅助用于预防或减少腹(盆)腔手术的术后粘连。因其特有的粘弹性和延展性、在腹腔脏器浆膜表面形成液体隔离层，减少粘连形成。
	医用胶原蛋白海绵	奇特邦	主要成份为胶原蛋白，适用于各种手术残腔充填、创面止血、促进创面愈合。

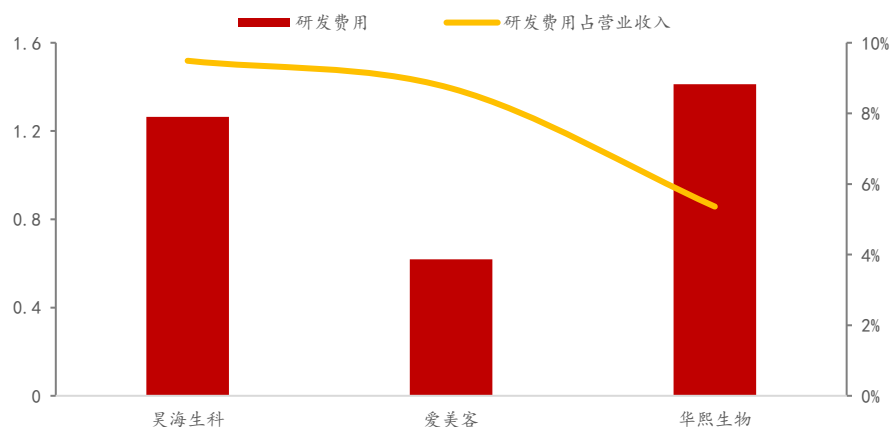
资料来源：公司公告，公司招股书，浙商证券研究所

3.2. 坚定加码研发，百尺竿头更进一步

昊海生物科技不断加大研发投入，目前拥有30项生物医药领域核心技术和专利产品，依靠科技创新打造企业未来发展的引擎。截至2019年末，公司在全球拥有263名研发技术人员，拥有国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、两个国家级研发平台，以及多个省部级技术及研发转化平台和一个上海市院士专家工作站，并已在中国、美国、英国建立一体化的联动研发体系，初步形成国际、国内一体化的研发布局。此外，公司产品及技术曾两次荣获国家科学技术进步二等奖，已获得发明专利近50项。

2020年公司研发费用率9.5%，同业间最高，彰显公司坚定医疗本质定位。公司研发费用率由2016年0.47亿元到2020年的1.26亿元，4年间增长了2.6倍，不断加码的研发投入，将是未来业绩增长的重要支撑。横向比较下，2020年爱美客、华熙生物的研发费用率分别为8.7%、5.4%，昊海生科的研发费用率同业间最高。

图 28：研发费用对比



资料来源：公司公告，WIND，浙商证券研究所

3.3. 医学营销跟进，积极推进新品打造

公益形式助力新品推广，社会反响良好。2020年11月，公司联合浙江省妇女儿童基金会、浙江省光明慈善基金会、温州医科大学附属眼视光医院、浙江省眼科医院之江院区

共同发起“百人明眸公益行动”，帮助高度近视患者公益摘镜。以公益方式推广依镜 PRL 产品，收获良好市场反应，公司后续将在全国范围内继续推广此类活动。

图 29：现场百人明眸公益活动



资料来源：搜狐网，浙商证券研究所

图 30：昊海生科总经理吴剑英出席百人明眸公益活动



资料来源：搜狐网，浙商证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 核心假设：眼科与医美业务预计高增长

收入端：

眼科部分，考虑到公司在人工晶体领域，完成全产业链布局产品组合完整多样，我们认为拥有完整产品组合及产业链的公司有能力在竞争中稳定自己的市场定价，并逐步提升自己的市占率实现放量；在视光领域，今年 3 月获亨泰视觉多款产品代理权、现有依镜产品第二代也进入注册检验阶段明后年有望上市、目前正布局高透氧膜接触镜及周边离焦软性角膜接触镜领域的产品研发看好产品迭后持续业绩持续放量；在粘弹剂领域，公司已连续多年市占率第一、地位稳固，看好我国眼科手术需求提升下，公司产品稳住价格的同时持续放量；在其他眼科领域，盐酸莫西沙星滴眼液已于今年 3 月获批预计明年大规模放量达增速高点，由此我们预期公司各领域新品将于未来 3 年持续放量，看好未来 3 年公司眼科业务的持续高增长。我们预计 2021 年公司人工晶体、视光材料、眼科粘弹剂及其他业务分别同比 2019 年稳态情况（为排除 2020 年疫情极端情况影响）增长 50%/50%/7%/50%，2022 年公司人工晶体、视光材料、眼科粘弹剂及其他业务分别同比上年度增长 70%/50%/20%/80%，2023 年分别同比上年度增长 50%/35%/10%/40%。由此**预计眼科业务 2021-2023 年的收入同比增速为 85%/60%/43%**；

医美部分，考虑到公司玻尿酸高端新品“海魅”市场去年下半年上市后反响佳、在研的第四代有机交联玻尿酸产品已于去年 11 月进入临床试验阶段、控股子公司欧华美科下属参股联营公司法国 Bioxis 旗下 3 款玻尿酸产品预计将于 2021 年底至 2022 年底期间获批上市，看好未来 3 年公司医美业务实现超高增长。未来接连有新品落地放量，我们预计 2021 年公司玻尿酸及医美相关业务同比 2019 年稳态情况（为排除 2020 年疫情极端情况影响）增长 80%，2022 年存在多款新品获批预期，预计同比增速较高为 100%，近几年高研发投入背书下 2023 年有望再有新品上线放量，预计同比增速 80%；重组人表皮生长因子业务目前未有新亮点我们保守估计未来 3 年其收入增速约为 0%，由此**预计医美业务 2021-2023 年的收入同比增速为 90%/79%/71%**；

骨科部分，公司是骨科粘弹剂龙头企业、地位稳固。细项拆分来看，玻璃酸钠注射液、医用几丁糖（关节腔内注射）业务受益疫情好转，预计分别同比 2019 年稳态情况（为排除 2020 年疫情极端情况影响）增长 15%/21%；老龄化叠加疫情好转下骨科治疗增多，玻

璃酸钠注射液需求将逐步释放,预计 2022-2023 年增速为 17%;医用几丁糖(关节腔内注射)产品已较成熟,预期产品价格稳定、用量稳中有升,2022-2023 年同比增速约 15%/8%。由此**预计骨科业务 2021-2023 年的收入同比增速为 27%/16%/14%**;

防黏连和止血部分,公司现阶段致力于医用胶原蛋白海绵、纤维蛋白封闭剂等各类可降解快速止血材料的研发,未来将带领止血板块实现增长,考虑到该细分领域市场尚处于发展早期,大范围应用还需市场培育过程,预计未来 3 年实现低速稳定增长,其中 2021 年相比 2019 年稳态情况(为排除 2020 年疫情极端情况影响)及 2022 年同比增速约 5%,2023 年增速约 3%。由此**预计防黏连和止血板块 2021-2023 年的收入同比增速为 20%/5%/3%**。

毛利率端:

过往 5 年,即使在 2020 年疫情之下,公司各业务毛利率均保持相对稳定,体现公司不俗的产品竞争力,我们预期公司在多领域产品矩阵完整、多产品产业链全覆盖的禀赋加持下,有能力在未来的市场竞争中保持自身的竞争力,维持毛利率的持续稳定。因此我们假设 2021-2023 年公司各业务毛利率约为过往 3 年平均,即眼科、骨科、医美、防黏连和止血、其他业务分别为 67.80%/85.24%/89.73%/77.6%/52.50%,**总体毛利率维持在 77%左右水平**。

费用端:

公司营销模式新颖,结合公益项目开展的新品推广活动“百人明眸行动”反向良好,后续我们看好公司继续采用新颖的营销方式做产品推广,我们预计公司将控费得当,2021-2023 年公司销售费用率维持在 34%。公司管理团队大多都有数十年医药公司管理背景,经验丰富且倡导长线发展,我们假设 2021-2023 年公司管理费用率维持在 16%。与此同时,考虑到公司注重研发,我们假设公司 2021-2023 年研发费用率均维持在 9%的较高水平。

由此,我们预计 2021-2023 年公司实现收入 21.5/32.3/46.1 亿元,同比增速 61.55%/49.87%/42.78%,预计实现归母净利润 4.4/6.4/9.3 亿元,同比增速 89.45%/46.73%/46.21%,对应 EPS 分别为 2.5/3.6/5.3 元/股,对应 PE 分别为 84/57/39 倍。我们的预测中,公司 2021 年年度归母净利润 4.4 亿元,刚好是公司近期中期业绩预告归母净利润 2.2-2.5 亿元下线的 2 倍,背书本次盈利合理性。

表 10: 公司细分业务盈利预测

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	8.6	13.5	15.6	16.0	13.3	21.5	32.3	46.1
yoy		57%	15%	3%	-17%	62%	50%	43%
眼科	1.2	5.5	6.7	7.1	5.7	10.4	16.7	23.9
yoy		358%	22%	6%	-21%	85%	60%	43%
骨科	2.9	2.7	3.0	3.6	3.3	4.2	4.9	5.6
yoy		-8%	12%	20%	-8%	27%	16%	14%
医美	2.3	3.1	3.4	3.0	2.4	4.6	8.3	14.1
yoy		36%	10%	-12%	-19%	90%	79%	71%
防粘连和止血	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7	2.1	2.2	2.2
yoy		0%	-5%	-5%	-9%	20%	5%	3%
其他	0.1	0.2	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
yoy		56%	166%	-11%	-53%	0%	0%	0%
毛利率	84%	79%	79%	78%	76%	77%	77%	77%
销售费用率	33%	31%	32%	34%	42%	34%	34%	34%
管理费用率	10%	14%	15%	17%	16%	16%	16%	16%
研发费用率	5%	6%	6%	7%	9%	9%	9%	9%

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

4.2. 估值与投资评级

公司主营业务包括眼科、医美、骨科、防粘连与止血领域的医疗器械,我们选取眼科、医美、骨科医疗器械赛道的代表性公司作为估值参考,7家上市公司2021-2023年预期平均PE分别为91/66/50倍。考虑到昊海生科市场前景广阔,业务与这7家公司相近,根据可比公司估值法,我们给予昊海生科2022年66倍PE(即当年度可比公司平均PE),对应市值约422亿元,较当前市值有15%以上回报率空间,首次覆盖给予“增持”评级。

表 11: 可比公司估值

证券代码	上市公司	目前市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300896	爱美客	1,376	4.4	7.4	11.0	15.6	313	185	125	88
688363	华熙生物	1,052	6.5	8.2	11.1	14.4	163	129	95	73
300238	冠昊生物	51	0.5	0.7	0.9	1.1	109	69	55	46
300573	兴齐眼药	80	0.9	1.7	2.7	4.2	91	47	30	19
300653	正海生物	78	1.2	1.6	2.0	2.6	66	49	38	30
300595	欧普康视	818	4.3	6.0	8.1	10.7	189	135	101	76
300326	凯利泰	73	-1.3	3.6	4.5	4.9	-58	21	16	15
	平均值	504	2	4	6	8	125	91	66	50
688366	昊海生科	362	2.3	4.4	6.4	9.3	159	84	57	39

资料来源: WIND, 浙商证券研究所

5. 风险提示

- 1、市场竞争加剧的风险。
- 2、业务资质和产品注册审批无法按时通过风险。
- 3、政策风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3810	4346	5095	6231	营业收入	1332	2152	3226	4606
现金	3144	3346	3747	4426	营业成本	334	492	745	1048
交易性金融资产	22	10	13	15	营业税金及附加	10	12	19	27
应收账款	334	527	788	1134	营业费用	556	730	1094	1562
其它应收款	12	60	47	79	管理费用	214	346	519	740
预付账款	44	55	86	125	研发费用	126	204	306	437
存货	0	205	267	271	财务费用	(99)	(54)	(96)	(138)
其他	255	142	147	182	资产减值损失	3	0	1	1
非流动资产	2489	2514	2580	2665	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	37	21	21	21
长期投资	50	137	64	84	其他经营收益	33	45	56	96
固定资产	532	676	787	866	营业利润	259	488	715	1045
无形资产	579	575	588	567	营业外收支	(2)	(1)	(1)	(1)
在建工程	441	392	370	351	利润总额	257	487	714	1045
其他	886	733	770	797	所得税	31	58	85	125
资产总计	6299	6860	7674	8896	净利润	226	429	629	920
流动负债	434	534	719	1023	少数股东损益	(4)	(7)	(10)	(15)
短期借款	79	34	39	51	归属母公司净利润	230	436	640	935
应付款项	28	51	71	99	EBITDA	331	510	705	1002
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.30	2.46	3.61	5.28
其他	327	449	609	873	主要财务比率				
非流动负债	131	134	134	133		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	1	1	1	1	成长能力				
其他	130	134	134	133	营业收入	-16.95%	61.55%	49.87%	42.78%
负债合计	564	669	854	1156	营业利润	-40.41%	88.23%	46.67%	46.17%
少数股东权益	243	236	226	211	归属母公司净利润	-37.83%	89.45%	46.73%	46.21%
归属母公司股东权益	5491	5955	6594	7530	获利能力				
负债和股东权益	6299	6860	7674	8896	毛利率	74.93%	77.14%	76.91%	77.24%
					净利率	16.99%	19.92%	19.50%	19.97%
					ROE	4.04%	7.31%	9.83%	12.84%
					ROIC	3.36%	6.31%	8.15%	10.46%
					偿债能力				
					资产负债率	8.96%	9.75%	11.13%	12.99%
					净负债比率	15.64%	11.37%	7.44%	6.57%
					流动比率	8.78	8.13	7.08	6.09
					速动比率	8.78	7.75	6.71	5.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.33	0.44	0.56
					应收帐款周转率	3.72	5.00	4.90	4.79
					应付帐款周转率	10.31	12.87	12.54	12.55
					每股指标(元)				
					每股收益	1.30	2.46	3.61	5.28
					每股经营现金	1.48	1.72	2.35	3.84
					每股净资产	30.99	33.60	37.21	42.49
					估值比率				
					P/E	158.51	83.67	57.02	39.00
					P/B	6.64	6.12	5.53	4.84
					EV/EBITDA	33.69	65.55	46.83	32.28

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>