

昊海生科 (688366.SH) 业绩实现较快增长，股权激励坚定发展决心

2022 年 03 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

黄泽鹏（分析师）

caimingzi@kysec.cn

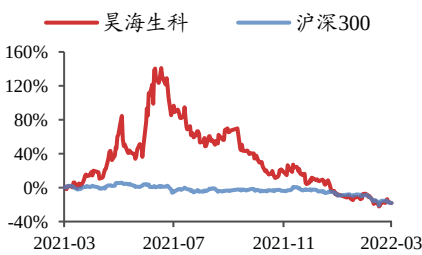
huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790519110001

日期	2022/3/29
当前股价(元)	92.48
一年最高最低(元)	282.00/82.83
总市值(亿元)	162.60
流通市值(亿元)	52.46
总股本(亿股)	1.76
流通股本(亿股)	0.57
近 3 个月换手率(%)	74.93

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-国内眼科耗材龙头，医美业务冉冉新星》-2022.3.28

● 主营产品实现较快增长，毛利率稳步提升，维持“买入”评级

2022 年 3 月 28 日，公司发布 2021 年报：2021 年度公司实现营业收入 17.67 亿元，同比增长 32.61%；实现归母净利润 3.52 亿元，同比增长 53.1%；扣非后归母净利润 3.28 亿元，同比增长 58.88%；经营活动产生的现金流量净额 3.42 亿元，同比增长 30.61%。公司收入、利润增速符合我们的预期。从产品品类来看，公司眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血产品四大板块收入均实现增长。从盈利能力来看，毛利率因对欧华美科的股权收购、人工晶状体部分型号在带量采购区域销售价格下降及“海薇”玻尿酸产品价格下降等原因有所下降，但净利率保持增长。我们维持对公司 2022、2023 年的盈利预测不变，新增对 2024 年的盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.55、6.55、7.21 亿元，对应 EPS 分别为 3.15、3.73、4.1 元/股，当前股价对应 PE 分别为 29.3、24.8、22.6 倍，公司于眼科及医美业务板块发展领先，成长潜力大，维持“买入”评级。

● 股权激励计划坚定发展决心，研发重视程度更上一层

2021 年 12 月 30 日，公司发布了 2022-2023 年股权激励计划实施考核管理办法，2021 年向 204 名激励对象首次授予 144.00 万股限制性股票，主要向技术人员倾斜；2022 年目标是营业收入达到 25 亿元或净利润达到 5.6 亿元，2023 年的目标是营业收入达到 29 亿元或净利润达到 6.5 亿元。

● 依托坚实的研发基础，四大板块均研发拓展新技术

公司积极推进研发，补充软性隐形眼镜生产技术、创新型高端人工晶状体、新型角膜塑形镜、第四代有机交联玻尿酸产品及医疗美容仪器设备技术等。在眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大治疗领域达成了“原料+研发+制造+销售”的布局，实现了从上游原材料到产品研发、生产及下游市场销售的产业链整合。公司在推广和品牌建设上具有较好的专业性，通过区域市场经销商和直销队伍结合的销售模式，已经与全国数千家的二级甲等以上医院以及全国主要大型民营医疗美容连锁医院建立了长期稳定的业务关系，未来成长可期。

● **风险提示：**研发进度不及预期的风险；白内障手术 CSR 增速不及预期的风险；眼科耗材集中采购导致大幅降价的风险；医美产品销售不及预期的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,332	1,767	2,536	3,043	3,651
YOY(%)	-16.9	32.6	43.5	20.0	20.0
归母净利润(百万元)	230	352	555	655	721
YOY(%)	-37.9	53.1	57.5	18.2	10.0
毛利率(%)	74.9	72.1	77.0	77.0	77.0
净利率(%)	17.3	19.9	21.9	21.5	19.8
ROE(%)	3.9	5.7	8.7	9.3	9.4
EPS(摊薄/元)	1.31	2.00	3.15	3.73	4.10
P/E(倍)	70.7	46.2	29.3	24.8	22.6
P/B(倍)	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 主营品类营收较快增长，净利润大幅增长.....	3
2、 股权激励计划坚定发展决心，研发重视程度更上一层.....	3
3、 依托坚实的研发基础，四大板块均研发拓展新技术.....	4
4、 盈利预测与投资建议	4
5、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 吴海生科盈利预测	4
---------------------	---

1、主营品类营收较快增长，净利润大幅增长

2021 年随着国内新冠疫情得到有效控制，新冠疫情对公司业务的影响逐渐减弱，公司各产品线收入、利润均实现大幅增长。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别为 3.83 亿元 (+149.05%)、4.69 亿元 (+36.89%)、4.24 亿元 (+6.91%)、4.92 亿元 (+11.79%)；归母净利润分别为 0.97 亿元 (+490.23%)、1.34 亿元 (+155.87%)、0.79 亿元 (-6.63%)、0.42 亿元 (-64.45%)；扣非净利润为 0.93 亿元 (+360.45%)、1.28 亿元 (+193.93%)、0.71 亿元 (-14.79%)、0.35 亿元 (-69.2%)。

从产品品类来看，2021 年度公司眼科产品营收为 6.74 亿元 (+19.24%)，收入占比 38.34% (-4.14pct)；医疗美容与创面护理产品营收为 4.63 亿元 (+91.49%)，收入占比 26.34% (+8.17pct)；骨科产品营收为 4.02 亿元 (+21.23%)，收入占比 22.86% (-2.05pct)；防粘连及止血产品营收为 1.93 亿元 (+11.94%)，收入占比 10.97% (-1.97pct)。

从盈利能力来看，公司 2021 年毛利率 72.13% (-2.78pct)，净利率 19.64% (+2.67pct)。毛利率下降的主要原因为：(1) 2021 年对欧华美科进行股权收购，欧华美科及其下属子公司的账面存货在股权收购日以可销售价格作为其公允价值重新计量，并在相关存货实现销售时以相应公允价值结转当期主营业务成本，使得公司合并报表中对于该等存货的销售毛利率为零，拉低了报告期内整体毛利率约 1.26%；(2) 本集团眼科人工晶状体产品线部分型号在带量采购区域销售价格有所下降；(3) 公司下调了医美“海薇”玻尿酸产品的销售价格，以突出其“国民玻尿酸”的产品定位，对毛利产生了阶段性影响。

从费用率来看，公司各项费用率保持平稳，小幅波动与正常经营有关。2021 年度公司销售费用率 34.54% (+1.95%)，主要因为 (1) 随着疫情影响的减弱及业务的全面恢复，销售人员的薪资及奖金恢复正常水平；(2) 欧华美科自 9 月起纳入本集团合并范围，其生活美容仪器产品销售主要以电商平台推广为主，发生广告宣传费较多；管理费用率为 25.47% (+2.23%)，主要由于随着疫情影响的减弱及业务的全面恢复，各项行政管理活动以及管理人员的薪资和奖金发放有所增加；财务费用率为 -4.8% (-0.49%)；研发费用率为 9.48% (+0.56%)，主要因为公司持续加大研发投入，着重扩充眼科和医美创新产品线。

从现金流来看，2021 年经营活动产生的现金流量净额为 3.42 亿元 (+30.61%)，主要因为公司业务全面恢复，经营活动现金流量随之好转，恢复正常所致；投资活动产生的现金流量净额为 -1.48 亿元 (-146.73%)，主要由于报告期内本集团进行有效现金管理购买定期存单，以及对基建项目持续的投入产生大额投资活动现金流出所致；筹资活动产生的现金流量净额为 -2.3 亿元 (-21.6%)，主要系偿还部分短期银行借款所致。

2、股权激励计划坚定发展决心，研发重视程度更上一层楼

股权激励计划设定 2 年营收及利润目标，提供动力支持。2021 年 12 月 30 日，公司发布了 2022-2023 年股权激励计划实施考核管理办法，2021 年向 204 名激励对象首次授予 144.00 万股限制性股票，主要向技术人员倾斜；2022 年目标是营业收入达到 25 亿元或净利润达到 5.6 亿元，2023 年的目标是营业收入达到 29 亿元或净利润达到 6.5 亿元。

3、 依托坚实的研发基础，四大板块均研发拓展新技术

研发积极推进。(1) 2021 年，公司通过投资河北鑫视康、欧华美科，补充了软性隐形眼镜生产技术和多元相控射频、垂直腔面发射半导体激光等医疗美容仪器设备技术。(2) 目前人工晶状体产品涵盖了从大众型可折叠单焦点到高端可折叠功能型人工晶状体的全系列产品，具备多焦点等创新型高端人工晶状体的研发基础，同时掌握经典车铣、创新模注两种人工晶状体生产工艺。(3) 公司自主研发的新型角膜塑形镜产品于 2020 年 1 月启动临床试验，即将启动注册申报工作；(4) 第四代有机交联玻尿酸产品已经进入临床试验阶段，为国内首个封闭透明质酸酶作用位点的产品，具有更为长效的特质。(5) 下属子公司镭科光电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，已用于生产激光美肤设备和皮秒激光设备。

产业链整合优势。公司目前已经基本完成了眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大治疗领域“原料+研发+制造+销售”的布局，实现了从上游原材料到产品研发、生产及下游市场销售的产业链整合，一方面在上游可以降低生产成本，另一方面公司也能更好地了解终端市场需求及变化趋势。

营销和渠道优势。公司通过多年来对专业化学术推广体系的建设，在推广和品牌建设上具有较好的专业性；通过区域市场经销商和直销队伍结合的销售模式，开展协同运作，已经与全国数千家的二级甲等以上医院以及全国主要大型民营医疗美容连锁医院建立了长期稳定的业务关系。

4、 盈利预测与投资建议

公司是国内眼科耗材龙头，同时发力医美业务，未来市场广阔。2021 年眼科、骨科和防粘连与止血板块将疫情和集采的负面影响消化后，出现快速反弹。2022 年公司医美新产品上市发力后，预计迎来较为快速的发展。此外，公司股权激励设立 2 年营收和利润目标，未来可期，成长确定性强。我们维持对公司 2022、2023 年的盈利预测不变，新增对 2024 年的盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.55/6.55/7.21 亿元，对应 EPS 分别为 3.15/3.73/4.1 元，当前股价对应 PE 分别为 29.3/24.8/22.6 倍，维持“买入”评级。

表1: 昊海生科盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,332	1,767	2,536	3,043	3,651
YOY(%)	-16.9	32.6	43.5	20.0	20.0
归母净利润(百万元)	230	352	555	655	721
YOY(%)	-37.9	53.1	57.5	18.2	10.0
毛利率(%)	74.9	72.1	77.0	77.0	77.0
净利率(%)	17.3	19.9	21.9	21.5	19.8
ROE(%)	3.9	5.7	8.7	9.3	9.4
EPS(摊薄/元)	1.31	2.00	3.15	3.73	4.10
P/E(倍)	70.7	46.2	29.3	24.8	22.6
P/B(倍)	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

研发进度不及预期的风险；白内障手术 CSR 增速不及预期的风险；眼科耗材集中采购导致大幅降价的风险；医美产品销售不及预期的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3810	3713	3801	4267	4692
现金	3144	2901	2672	3072	3101
应收票据及应收账款	334	371	640	573	882
其他应收款	12	19	25	28	36
预付账款	44	56	87	84	121
存货	255	355	367	499	540
其他流动资产	22	11	11	11	11
非流动资产	2489	3238	3614	3809	4061
长期投资	50	51	63	74	81
固定资产	532	820	1082	1238	1416
无形资产	579	783	824	846	882
其他非流动资产	1327	1584	1645	1651	1682
资产总计	6299	6950	7415	8076	8752
流动负债	434	487	510	601	665
短期借款	79	25	25	25	25
应付票据及应付账款	28	46	42	64	63
其他流动负债	327	416	444	512	577
非流动负债	131	403	402	401	399
长期借款	1	10	9	8	6
其他非流动负债	130	393	393	393	393
负债合计	564	890	913	1001	1063
少数股东权益	243	347	357	358	355
股本	177	176	176	176	176
资本公积	3260	3091	3091	3091	3091
留存收益	2046	2399	2812	3249	3728
归属母公司股东权益	5491	5713	6145	6717	7334
负债和股东权益	6299	6950	7415	8076	8752

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	262	342	327	761	480
净利润	226	347	565	656	719
折旧摊销	118	140	159	193	230
财务费用	-99	-85	-82	-74	-95
投资损失	-37	-62	-36	-39	-43
营运资金变动	52	0	-280	25	-332
其他经营现金流	2	1	0	0	0
投资活动现金流	317	-148	-500	-349	-439
资本支出	196	272	364	184	245
长期投资	327	26	-12	-8	-7
其他投资现金流	839	150	-147	-174	-201
筹资活动现金流	-190	-231	-56	-11	-12
短期借款	73	-54	0	0	0
长期借款	-0	9	-0	-2	-2
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	-22	-169	0	0	0
其他筹资现金流	-241	-17	-56	-9	-10
现金净增加额	383	-44	-230	401	29

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1332	1767	2536	3043	3651
营业成本	334	493	583	700	840
营业税金及附加	10	13	18	21	26
营业费用	556	612	855	1025	1267
管理费用	214	283	347	432	518
研发费用	126	168	254	277	369
财务费用	-99	-85	-82	-74	-95
资产减值损失	-4	1	-2	-3	-4
其他收益	34	34	45	40	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	62	36	39	43
资产处置收益	-1	-0	-1	-0	-0
营业利润	259	383	643	743	811
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	257	383	642	742	810
所得税	31	35	77	86	91
净利润	226	347	565	656	719
少数股东损益	-4	-5	10	0	-2
归母净利润	230	352	555	655	721
EBITDA	285	438	719	850	949
EPS(元)	1.31	2.00	3.15	3.73	4.10

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-16.9	32.6	43.5	20.0	20.0
营业利润(%)	-40.5	48.0	67.7	15.6	9.1
归属于母公司净利润(%)	-37.9	53.1	57.5	18.2	10.0
获利能力					
毛利率(%)	74.9	72.1	77.0	77.0	77.0
净利率(%)	17.3	19.9	21.9	21.5	19.8
ROE(%)	3.9	5.7	8.7	9.3	9.4
ROIC(%)	2.6	4.5	7.7	8.3	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	9.0	12.8	12.3	12.4	12.1
净负债比率(%)	-52.8	-43.2	-36.9	-39.6	-36.9
流动比率	8.8	7.6	7.4	7.1	7.1
速动比率	8.1	6.8	6.6	6.1	6.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.7	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	10.3	13.3	13.3	13.3	13.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.31	2.00	3.15	3.73	4.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	1.95	1.86	4.33	2.73
每股净资产(最新摊薄)	31.23	32.50	34.95	38.20	41.71
估值比率					
P/E	70.7	46.2	29.3	24.8	22.6
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	47.2	31.9	19.8	16.2	14.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn