

昊海生科 (688366.SH) 买入 (维持评级)

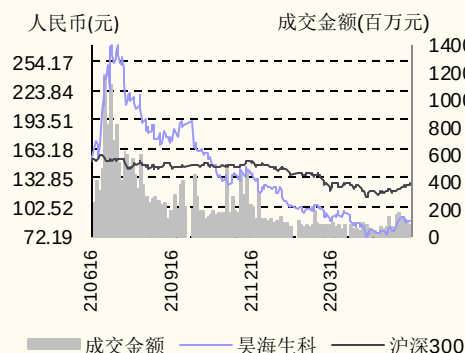
公司深度研究

市场价格 (人民币): 87.68 元

目标价格 (人民币): 102.46 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.76
已上市流通 A 股(亿股)	0.57
流通港股(亿股)	0.38
总市值(亿元)	154.16
年内股价最高最低(元)	274.53/72.79
沪深 300 指数	4278
上证指数	3305



疫后修复在即，医美与眼科新品构建新增空间

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,332	1,767	2,181	2,716	3,408
营业收入增长率	-16.95%	32.61%	23.44%	24.51%	25.48%
归母净利润(百万元)	230	352	474	602	764
归母净利润增长率	-37.95%	53.10%	34.59%	27.08%	26.86%
摊薄每股收益(元)	1.298	2.003	2.696	3.427	4.347
每股经营性现金流净额	1.48	1.95	2.86	3.48	4.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.19%	6.17%	7.90%	9.47%	11.21%
P/E	69.44	62.84	32.50	25.57	20.16
P/B	2.91	3.87	2.57	2.42	2.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **眼科，全年龄段品种与全产业链布局，护城河高筑；高端 OK 镜与新品 PRL 将大幅提升业绩弹性。**(1) 公司从原覆盖老年人的白内障人工晶状体扩展至成人屈光晶体 PRL、青少年近视防控角膜塑形镜，组合构建更全面。(2) 新增针对青少年、成年眼视光产品高值高壁垒，有望打开利润空间。myOK 系列拥有国内最高透氧率，其最高端型号将实现免试戴片验配，可帮助视光中心提高验配效率与客流周转速度，也可帮助患者减少验配痛苦，年内有望放量。植入屈光晶体 PRL 开始销售，适合 1000-3000 度的超高度近视人群。国内唯一竞品 STAAR 的 ICL，仅用 3 年在中国市场销量即翻倍至 16 万片以上，且市场渗透率低。高单价屈光晶体，一旦上量将带来较大边际弹性。美国 CooperVision 已有软性角膜塑形镜上市，国内空缺；公司通过并购河北鑫视康获软镜产能，加速功能性软性隐形眼镜研发。(3) 全产业链布局：上游原材料顶尖 Contamac、子公司美国爱锐光学设计实力、法国创新推注器企业 ODC，产业链全面布局支持公司眼科未来持续的突破性产品迭出。
- **医美，玻尿酸、光电设备、肉毒素，组合力扩大市场空间。**(1) 疫后医美修复趋势确定，玻尿酸构建错位竞争体系，高端“海魅”放量可期。法国玻尿酸产品 Cytosial 中国注册上市工作推进中。(2) 并表欧华美科，医美新添光电设备；(3) 股权投资 Eirion，涂抹型肉毒素二期临床进行中。
- **骨科稳健，创新持续，激励充分，疫后将迎来业绩与估值向上双修。**(1) 骨科药械产品组合收入稳健，2021 年 4.02 亿元，同比增长 35%。医用几丁糖市占率 43.3%，连续 6 年市占第一。(2) 研发投入持续，角膜塑形镜、疏水模注非球面人工晶状体、有机交联玻尿酸等新品都已进入临床阶段。(3) 公司已通过 2022-2023 年针对 204 名核心员工的股权激励计划（详见正文），内部激励充分。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司 2022 年上半年受到疫情封控影响，预计 2022/23/24 年营收下调 3.93%/3.35%/2.70%至 21.81/27.16/34.08 亿元，归母净利润下调 10.95%/10.21%/12.52%至 4.74/6.02/7.64 亿元；我们认为，公司边际反弹在即，我们将密切跟踪 3 季度数据并适时调整盈利预测。我们采取 PE 法对公司进行估值，参考可比公司 PE，给予公司 2022 年 38XPE，合理市值 180 亿元，对应未来 6-12 个月目标价 102.46 元。维持“买入”评级。

风险

- 销售不及预期、全球化竞争加剧、新品开发失败及未能实现产业化的风险。

相关报告

- 1.《国金医药-昊海生科年报点评-各板块增长企稳，高值新品蓄势待发》，2022.3.29
- 2.《昊海生科 3 季报点评-前三季度同比增长 218%，高值新品增长可...》，2021.10.30
- 3.《昊海生科中报点评-业绩靓丽，眼科与医美新品推动强劲增长》，2021.8.27

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

内容目录

植入生物材料国际化布局，眼科与医美新品构建新增空间	4
国际化全产业链布局的植入材料，眼科与医美疫后修复值得期待	4
产品差异定位，研发投入持续高增，成长可持续	4
眼科，全年龄段品种与全产业链布局，护城河高筑	6
全年龄段大眼科产品线布局已成，人工晶状体集采受益	6
新品高值高壁垒，期待疫后放量打开利润空间	7
全产业链布局，产品长远竞争力有保障	11
医美：玻尿酸、光电设备、肉毒素，“医美组合拳”构建中	12
四大玻尿酸产品全方位覆盖，海魅放量、Cytosial 商业化在即	12
全年并表欧华美科，填充之外，新添光电医美新管线	13
布局全球前沿涂抹型肉毒素，美国进入二期临床	15
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议及估值	16
风险提示	17

图表目录

图表 1：昊海生科与可比公司 2019-2021 年累计研发投入（百万）及研发费用率	5
图表 2：2017-1Q 2022 年昊海生科各板块营收及毛利率	5
图表 3：眼科研发管线	6
图表 4：人工晶状体销售额及集采价格	7
图表 5：中国上市角膜塑形镜品牌	7
图表 6：夜戴型角膜塑形镜原理	8
图表 7：贝视得产品型号	8
图表 8：离焦镜近视管控原理	9
图表 9：依镜 PRL 示意图	9
图表 10：手术屈光矫正方法对比	10
图表 11：2016-2021 年 STAAR Surgical 总营收、ICL 营收及中国地区营收（百万美元）	10
图表 12：人工晶状体产品线	11
图表 13：昊海生科眼科全球化产业链布局	11
图表 14：Contamac、Boston、Paragon 产品透氧率分布	12
图表 15：2018-2021 年玻尿酸销售额（亿元）	13
图表 16：医美光电设备分类	14
图表 17：欧华美科四大技术	14
图表 18：Eirion 产品线	15

图表 19: 2022-2024 年销售预测 (百万)	16
图表 20: PE 估值法	17

植入生物材料国际化布局，眼科与医美新品构建新增空间

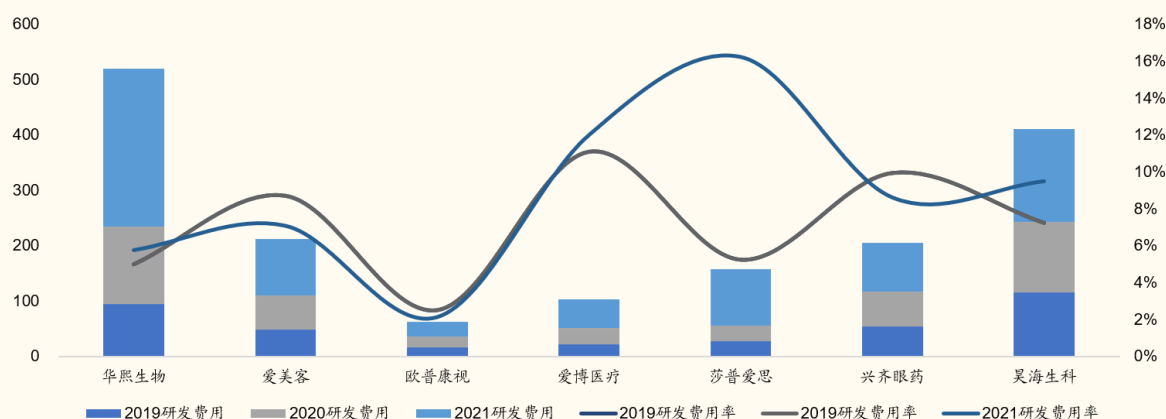
国际化全产业链布局的植入材料，眼科与医美疫后修复值得期待

- 近期国内疫情修复，消费升级赛道景气度回升。昊海生科，作为国内领先的医用生物材料生产商，在眼科、医美两大具备消费升级属性领域布局多款高值、高壁垒产品。公司主业触底，随着全面复工复产，我们看好眼科与医美新品业绩回升。
- 眼科板块，经过几年的整合，公司已经完成国际化全产业链布局，从当初覆盖老年人群体的白内障人工晶状体拓展至全年龄段布局，新增儿童视力矫正角膜塑形镜、离焦镜产品线，新增针对成年人的具有最高视力矫正范围的屈光晶体 PRL。新增产品线皆高值，正值疫情修复叠加暑假来临之际，三季度或将迎来快速放量。
- 医美板块，公司已经搭建起具有差异化的玻尿酸产品梯度，低、中、高端定位明确，高端“海魅”放量可期。除注射填充外，公司并入欧华美科，将医美产品线拓展至激光、射频类光电设备，注射产品组合光电设备，产品构建更丰富、市场竞争力持续提升。

产品差异定位，研发投入持续高增，成长可持续

- 交联工艺深度研发，成功推出第三代玻尿酸，三代产品差别定位明晰。公司通过自主研发，掌握了单相交联、低温二次交联、线性无颗粒化交联以及有机交联等交联工艺，现已成功上市 3 款玻尿酸产品。公司的第一代玻尿酸产品“海薇”是中国首个获得 NMPA 批准的单相交联注射用透明质酸钠凝胶，市场定位大众入门级别；第二代产品“姣兰”主打动态填充功能，市场定位中高端玻尿酸；第三代产品“海魅”主打精准雕饰功能，具有线性无颗粒特征，市场定位高端玻尿酸。此外，公司正在进行第四代玻尿酸的研发，有机交联的玻尿酸产品已于 2020 年 11 月进入临床试验阶段。
- 医药玻尿酸行业伴随着激烈的竞争，当第一代品牌“海薇”在 2018 年下半年开始遭遇同类产品的价格竞争，公司的第二代双向交联技术的注射用玻尿酸产品“姣兰”开始快速成长，现第一、二、三代玻尿酸产品已经形成明确的产品梯度。通过不断的产品更新换代，为公司的老产品推出更有竞争力的价格奠定了错位竞争体系的基础。
- 亨泰 Hiline+迈尔康 myOK，OK 镜差别定位。2021 年，公司通过股权收购取得了亨泰光学角膜塑形镜产品代理权。目前拥有 2 款 OK 镜产品，一代角膜塑形镜“亨泰 Hiline”定位基础，透氧率为 85%；二代角膜塑形镜“迈尔康 myOK”系列定位高端，透氧率 145%，为中国最高透氧率的 OK 镜产品。
- 公司在医美与眼科全产业链国际化布局，且研发持续投入，2021 研发投入 1.67 亿元，同比增长 32.51%。公司的角膜塑形镜、疏水模注非球面人工晶状体、视网膜裂孔封堵生物凝胶、疏水模注散光矫正非球面人工晶状体和有机交联玻尿酸均已进入临床阶段，其中眼科研发支出同比增长 16.32%。创新型预装式人工晶状体、肝素表面修饰非球面涂层人工晶状体已处于申报注册阶段；盐酸利多卡因眼用凝胶已处于申报生产阶段。

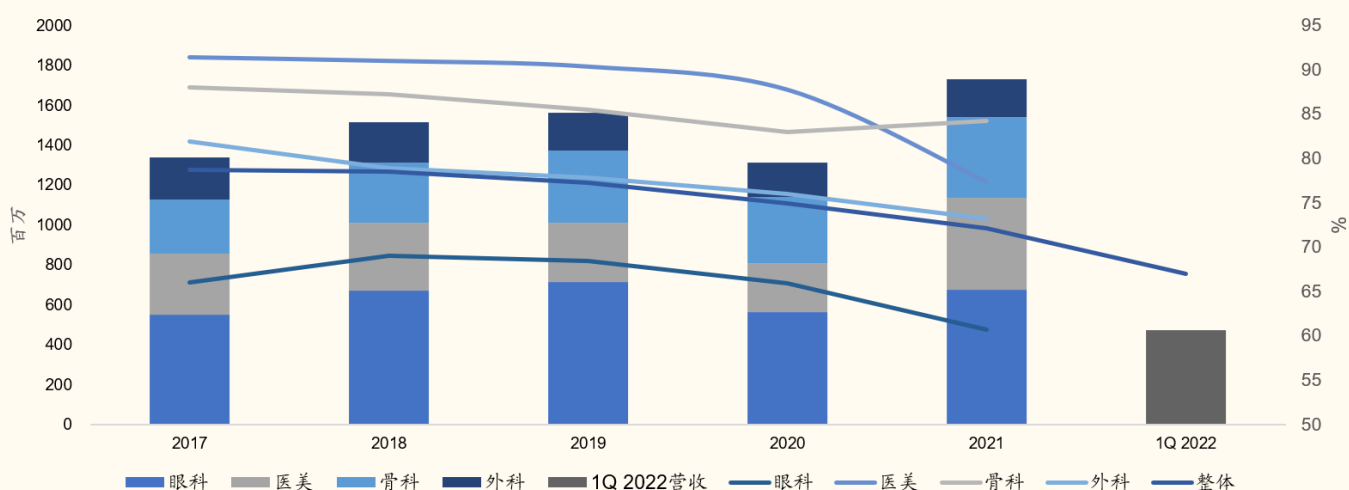
图表 1: 昊海生科与可比公司 2019-2021 年累计研发投入 (百万) 及研发费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

- 眼科板块收入占比最高，2022 年 1 季度净利润出现波动。2021 年公司实现营收 17.59 亿元，其中眼科收入 6.74 亿元，占比 38.17%。2022 年一季度实现营收 4.74 亿元，同比增长 23.79%；归母净利润 6094 万元，同比下降 37.17%。我们认为，随着疫情好转，全面复工复产后，公司有望在 2022 年下半年迎来业绩回升。
- 疫情、固定成本摊销、部分产品降价及研发投入加大，短期毛利下降。2022 年 1 季度，公司净利润同比下降 37% 左右的原因主要有三：（1）由于部分新的生产线处于产量爬坡阶段，以及受到疫情的影响，2022 年 Q1 产量有所下降，产品分摊的固定成本略有上升，另外基础型玻尿酸产品及部分人工晶状体产品的价格较去年同期有所下降，整体毛利率有所下降；（2）公司在 1 季度持续加大研发投入，多个项目进入临床阶段，研发费用持续增长；（3）上年同期公司收到深梧 1 号投资产品分红 1294.61 万元，2022 年 Q1 未收到该等分红收益。

图表 2: 2017-1Q 2022 年昊海生科各板块营收及毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

- 2021 年 12 月 30 日，公司通过 2021 年限制性股票激励计划，计划以行权价格 95 元/股共授予 180 万股给 204 名公司员工。该激励计划对 2022 业绩的要求为：2022 年触发值为营收 20 亿元，净利润 4.5 亿元；目标值营收 25 亿元，净利润 5.6 亿元。该激励计划对 2023 业绩的要求为：2022 年

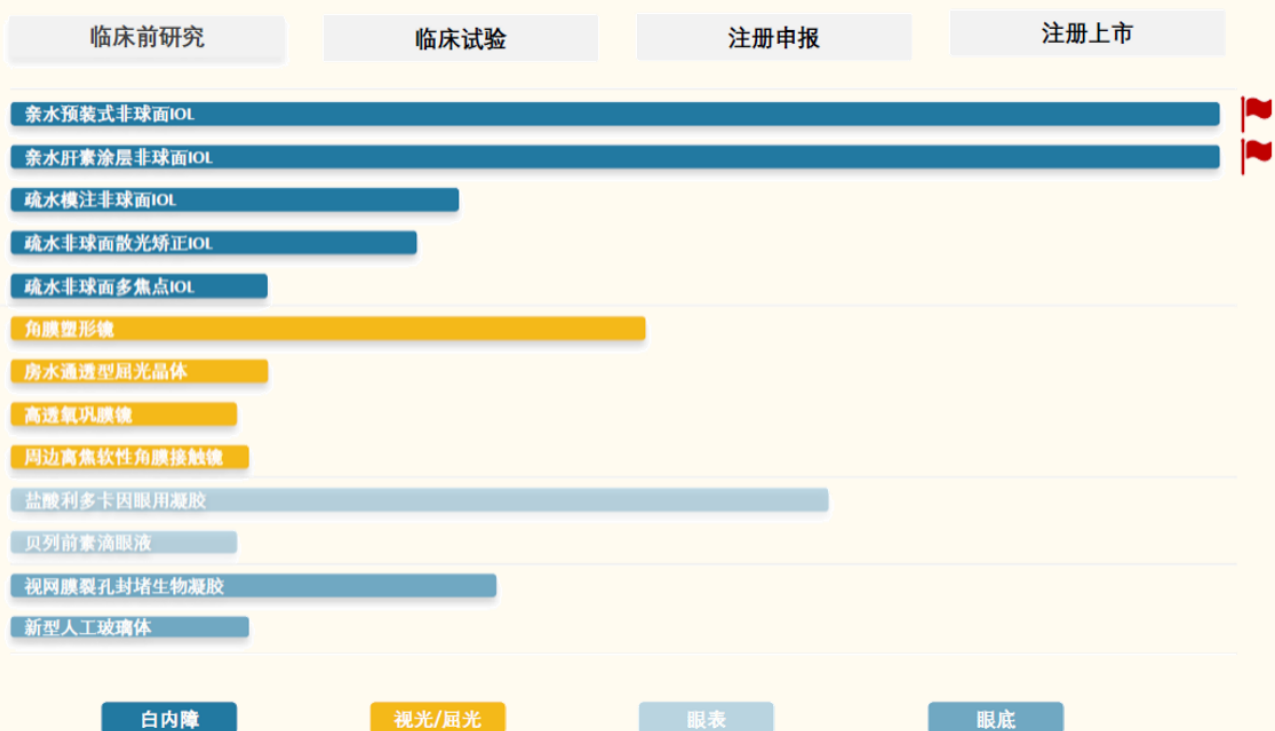
触发值为营收 23 亿元，净利润 5.1 亿元；目标值营收 29 亿元，净利润 6.5 亿元。若达到触发值，公司层面归属系数 M 为 80%。

眼科，全年龄段品种与全产业链布局，护城河高筑

全年龄段大眼科产品线布局已成，人工晶状体集采受益

- 公司现阶段眼科产品线已从原先仅针对老年人，扩展至全年龄段，涉及针对白内障、眼视光、眼表、眼底等多个产品。为提高眼科领域竞争实力，公司还有多个产品在研。
- 针对眼视光新增屈光晶体 PRL、角膜塑形镜和离焦镜。公司前期通过 4 年并购，完成人工晶状体产业链布局。2020 年，通过对爱晶伦股权投资，延伸至成年人屈光矫正晶体依镜 PRL；依镜拥有超高度近视矫正范围，产品具备稀缺性。2021-2022 年，公司取得亨泰两款角膜塑形镜以及离焦镜产品线。
- 针对眼表，国内首仿的盐酸莫西沙星滴眼液已于 2021 年 3 月获得 NMPA 注册批准，用于治疗由敏感微生物引起的细菌性结膜炎。盐酸莫西沙星滴眼液是第四代氟喹诺酮类药物，相较第三代有更佳的广谱抗菌性、耐药性和安全性。
- 针对眼底，新型人工玻璃体已于 2021 年 4 月进入注册检验阶段；用于封堵视网膜孔裂治疗的孔源性视网膜脱落的眼内填充用生物凝胶产品临床稳步推进中。

图表 3：眼科研发管线

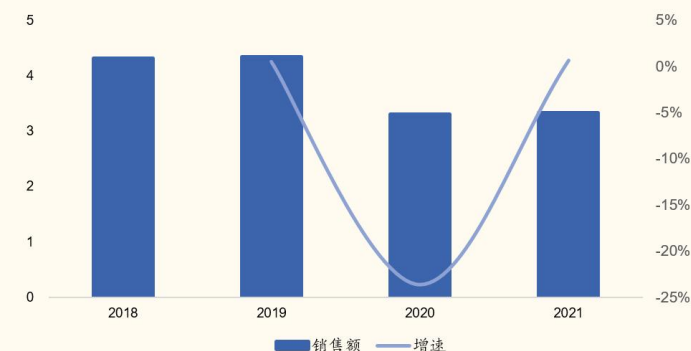


来源：公司官网，国金证券研究所

- 人工晶状体受益于集采，放量迅速。2020 年，公司的人工晶状体在多个省份的带量采购中中选，涉及球面人工晶状体、非球面人工晶状体、预装式非球面人工晶状体、以及区域折射双焦点人工晶状体产品。由于 2020 年进入集采后价格下降，故 2020 年人工晶状体销售出现下滑；2021 年，受益于全面的中选型号和中选价格，公司人工晶状体销售整体趋稳。我们认为，从长远角度，集采有助于人工晶状体的快速铺开，利好公司更好的发

挥全产品线优势、渠道优势和成本控制优势，进一步提高公司人工晶状体的市占率。

图表 4：人工晶状体销售额及集采价格



来源：公司财报，公司官网，国金证券研究所

国产主要型号中标价格对比		
中标型号/中标价格	第一轮3+n联盟 (9省) 2020年4月	第一轮3+n联盟 (14省) 2022年1月
单焦点球面	366元	365元
单焦点球面 (屈光度拓展) ¹		630元
单焦点非球面	1250元	1196元
预装式非球面 ¹		1703元

注1：2021年11月获得NMPA注册批准

- 高端人工晶状体从美国进口，受海外疫情影响发货短期受阻，现已全面恢复。子公司新产业代理的是来自 Lecstec 品牌的人工晶状体，2021 年受到海外疫情和美国巴巴多斯地震的影响，下半年出现短暂的品规缺货情况。我们认为，随着海外对防疫政策的逐步放开、国际物流的逐步恢复，针对高端人工晶状体的发货受阻情况正逐步好转；随着高端产品的供应恢复，有助于公司提高人工晶状体业务的整体毛利率。

新品高值高壁垒，期待疫后放量打开利润空间

- 角膜塑形镜产品“迈尔康 myOK”为高内最高透氧率。公司拥有两款定位不同的 OK 镜产品：亨泰的透氧率为 DK85 的 OK 镜“亨泰 Hiline”，在中国市场销售超过十年；中国最高透氧率的角膜塑形镜“迈尔康 myOK”系列，中国专利授权 7 项。借助原材料优势，公司利用自研的光学设计系统以及 Contamac 在全球领先的高透氧材料 Optimum Infinite 研制的新型角膜塑形镜临床已经完成，将进入注册申报阶段。

图表 5：中国上市角膜塑形镜品牌

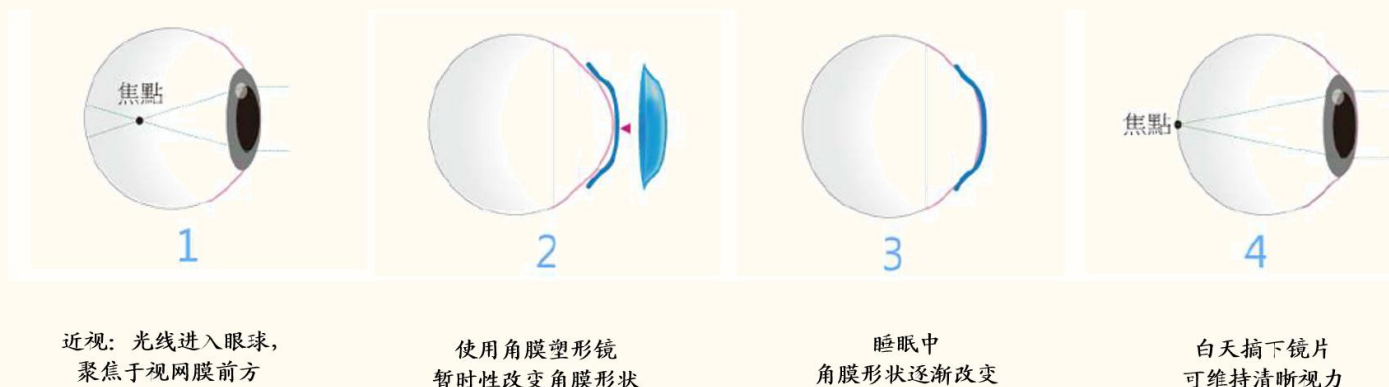
商品名	注册时间	原材料供应商	原材料型号	透氧率
梦戴维	2004.8.31	Boston	Boston XO	100
欧几里得	2007.11.15	Boston	Boston Equalens II	85
亨泰HILINE	2011.11.9	Boston	Boston Equalens II	85
阿途法	2011.11.17	Boston	Boston EM	104
露晰得	2011.12.9	Boston	Boston XO	100
Dreamlite	2013.12.17	Boston	Boston XO	100
菁视	2016.1.26	Paragon	PaflucoconD	100
CRT	2016.12.23	Paragon	PaflucoconD	100
普诺瞳	2019.3.25	Contamac	Extreme	125
迈尔康myOK	2019.9.23	Boston	Boston XO2	141
天津视达康	2021.8.18	Contamac	Extreme	125
台湾鹰视	2021.9.28	Boston	Boston Equalens II	85

来源：公司官网，国金证券研究所

- 角膜塑形镜（又称：OK 镜）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，使用者在夜间睡眠佩戴 6-8 个小时，白天取下镜片后可短暂性的矫正视力，白天不需要再佩戴眼镜。佩戴角膜塑形镜可以有效的控制眼轴的增长，延缓近视的增长。角膜塑形镜矫正

视力是《近视防治指南》记载的矫正方式之一，根据《近视防治指南》，长期佩戴角膜塑形镜可延缓青少年眼轴长度进展约 0.19mm/年。

图表 6：夜戴型角膜塑形镜原理



来源：亨泰官网，国金证券研究所

- 迈尔康系列舒适度高，且智能验配可大幅提高。迈尔康的透氧率为 DK141，是中国透氧率最高的角膜塑形镜；其最高端型号采用的是智能化验配，简化流程，患者等待时间短，店效提高。针对迈尔康的验配流程用的是数位验配方式，无需使用试戴片，提升患者体验感，缩短验配时间；验配时基于亨泰光学拥有的角膜形态 AI 大数据，需要用角膜地形图对角膜进行分析，一对一匹配患者的角膜弧度。此外，迈尔康用的是全屏非球面设计，可以加大近视离焦量，更好的进行近视防控。
- 透氧率是评估 OK 镜的重要指标之一，佩戴低透氧性的 OK 镜会引起角膜生理性缺氧，高透氧率的 OK 镜可以减少角膜水肿、基质层厚度改变、角膜点染等缺氧性角膜损伤症状的发生。
- 借助河北鑫视康，研发功能性软性隐形眼镜。鑫视康已经拥有四张隐形眼镜注册证；公司并购河北鑫视康，在其原先的已经成熟的软性隐形眼镜生产工艺和规模化产能的基础上，研发有近视控制功能的软性角膜接触镜，目前处于临床前研究阶段。
- 软性角膜接触镜通过在镜片周边做环状的离焦环，通过离焦环让视网膜周中部的光线聚焦在视网膜上方或前方，延缓眼轴边长的时间，达到控制近视的目的。
- 参考美国，CooperVision 自研的全球唯一一款可延缓近视发展的日戴型隐形眼镜 MiSight 在 2020 年收入高达 800 万美元。
- 离焦镜验配流程简单，是角膜塑形镜的有力补充。公司通过与亨泰光学的合作，获得了“贝视得”的“全视护”、“跳跳乐”、“视塔宝”和“暖暖视”四个型号的离焦镜产品。

图表 7：贝视得产品型号

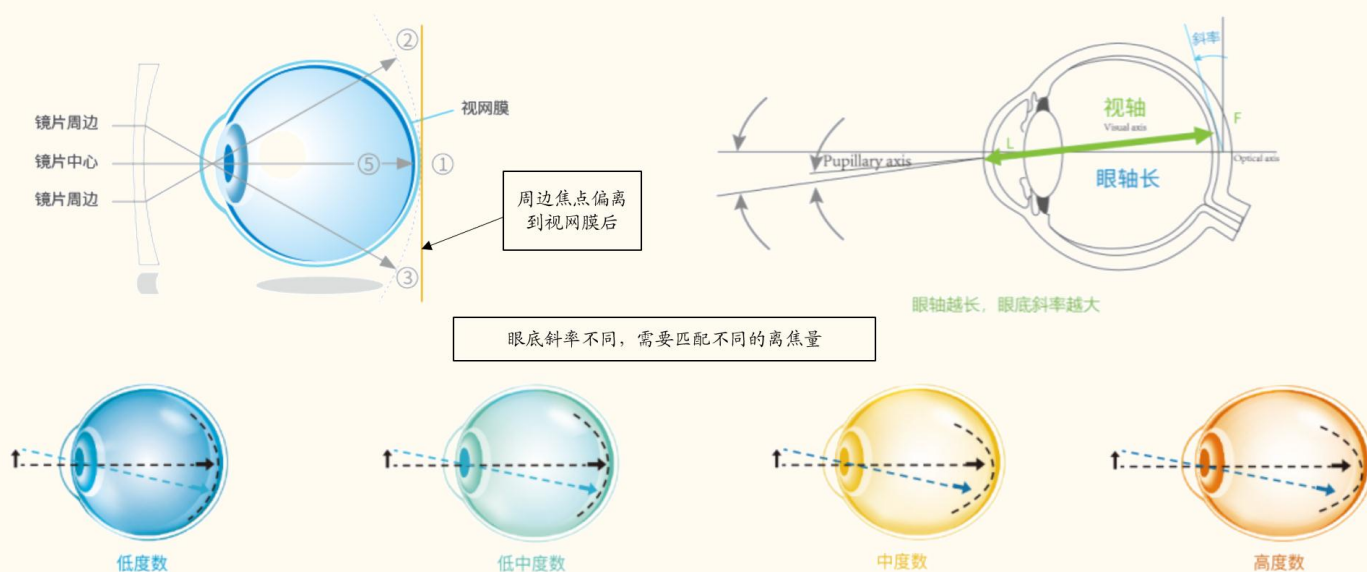
全视护	跳跳乐	视塔宝	暖暖视
全定制化近视控制镜片，离焦可选，多种产品组合可选，光度范围大	细分在青少年儿童在户外使用的近视防控镜片，充分考虑户外光照定制合适的离焦，使用安全的镜片材质	固定的辅助性离焦设定配合其他近视防控解决方案使用，如：OK 镜的辅助用镜	针对儿童弱视与远视的定制化镜片，根据儿童眼球状况设计

来源：贝视得官网，国金证券研究所

- 近视人群佩戴普通眼镜，虽然中心的焦点可以准确落在视网膜，单周边焦点却会落在视网膜的候方，造成周边远视离焦。为了使影响清晰，眼轴会过度拉长，导致近视度数不断加深。离焦镜通过针对不同的眼

底斜率设定不同的离焦量，减少旁中心离焦，延缓眼轴变长，达到延缓近视加深的目的。

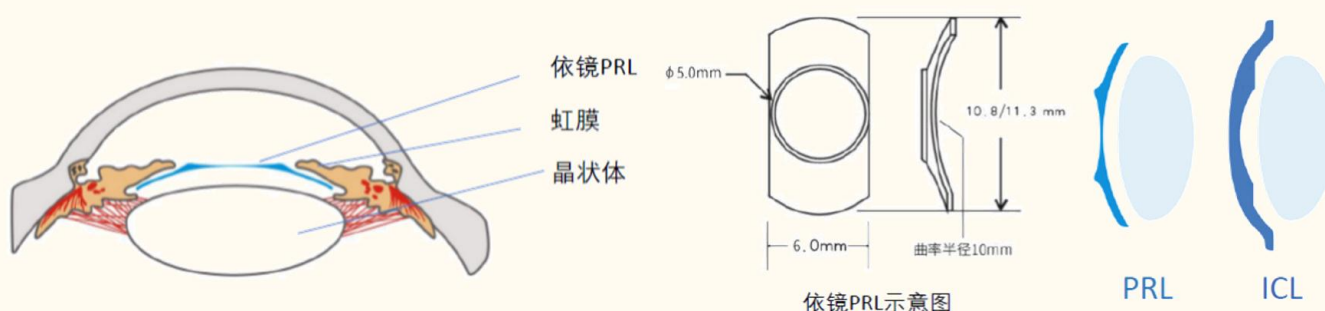
图表 8：离焦镜近视管控原理



来源：贝视得官网，国金证券研究所

- 离焦镜验配简单，舒适度高，是角膜塑形镜的有力补充。离焦镜是一种特殊的镜片类型，与普通镜片的验配没有太大差别。对于年龄小、度数高、依从性差或角膜条件不能使用塑形镜的儿童提供了新的防控近视发展的新选择。
- 子公司爱晶伦的依镜悬浮型有晶体眼后房屈光晶体（PRL）具备高度稀缺性，是 1800 度以上高度近视患者唯一选择。PRL 的屈光矫正范围是 -10.00D-30.00D，其中 1800-3000 度是全球独家拥有的超高度近视矫正范围。目前，中国只有两个获批用于有晶体眼人工晶体植入术的产品，分别为来自 STAAR Surgical 的 ICL 晶体和爱晶伦的 PRL，PRL 所使用的晶体材料更轻、更薄，拥有更广泛的矫正范围。

图表 9：依镜 PRL 示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

- 对于成人的屈光矫正，通过手术摘镜成为越来越多成年人的选择。手术矫正的方式主要可分成激光角膜屈光手术和有晶体眼人工晶体植入术。有晶体眼人工晶体植入术不用切削角膜组织，植入眼内的晶体日后可取，且拥有比激光角膜屈光手术更广的矫正范围。

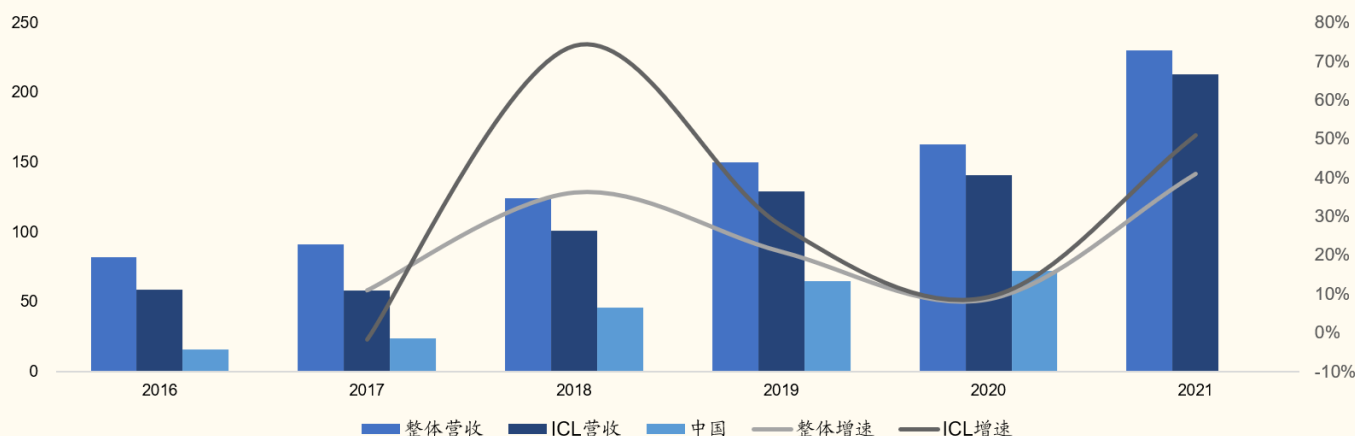
图表 10：手术屈光矫正方法对比

	激光角膜屈光手术	有晶体眼人工晶体植入术
手术方式	Lasik、Silme等	ICL、PRL依镜
手术影响	不可逆（减法手术）	可逆（加法手术）
适用范围	-1.0D~12.0D	-0.5D~30.0D
术后视觉质量	良好	优
手术条件	专用设备及耗材	眼内手术条件
医生要求	设备操作能力	眼内手术能力
术后风险	相对高	相对低

来源：公司官网，国金证券研究所

- 有晶体眼人工晶状体植入术快速发展，ICL 中国区销售同比增速 50%。对标同类产品 STAAR Surgical 公司的 ICL，2021 年 ICL 销售 2.13 亿美元，同比增长 50%；中国地区销售增长达 50%。

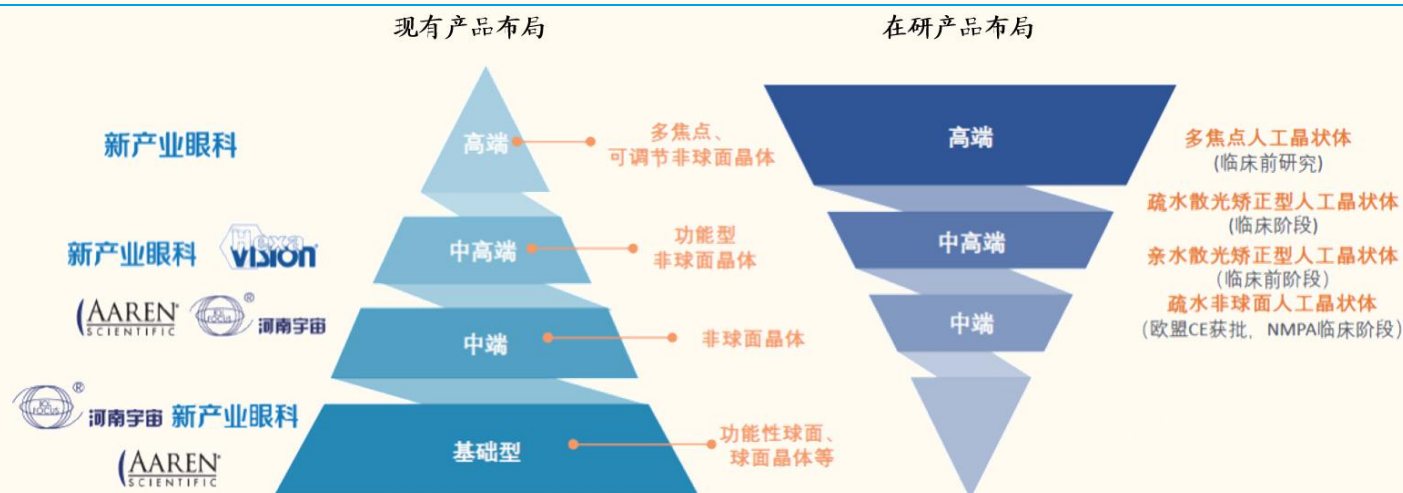
图表 11：2016-2021 年 STAAR Surgical 总营收、ICL 营收及中国地区营收（百万美元）



来源：STAAR Surgical 官网，国金证券研究所

- 产品升级，二代 PRL 进入注册阶段。公司对 PRL 产品进行升级，二代房水通透型 PRL 产品已经进入注册检验阶段。相较已上市的 PRL，二代产品可以实现房水循环，且拥有更广泛的视力矫正范围。
- 人工晶状体多产品布局，持续新品迭代维持市场地位。公司已经形成从大众型可折叠单焦点人工晶状体到高端可折叠功能型人工晶状体的产品线；此外，针对创新型高端人工晶状体的研发也在稳步推进中。2021 年 11 月，公司的预装式亲水非球面人工晶状体 P-PCF60/A、适用于更广泛患者尤其是高度近视和高度远视患者的人工晶状体产品 PCF60/L/PCF60/AL、肝素表面修饰非球面涂层人工晶状体产品先后获得国家药监局批复注册；疏水模注工艺非球面人工晶状体于 2020 年 9 月在国内启动临床；疏水模注散光矫正非球面人工晶状体于 2021 年 7 月在国内启动临床。

图表 12：人工晶状体产品线

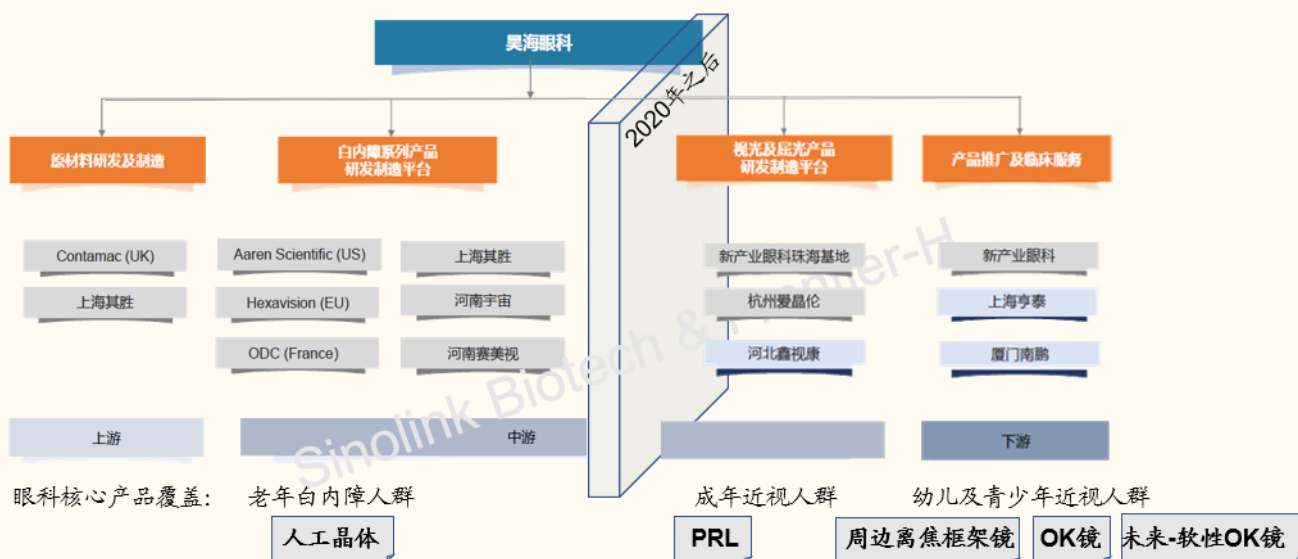


来源：公司官网，国金证券研究所

全产业链布局，产品长远竞争力有保障

- 眼科板块覆盖全产业链，从眼表到眼底的产品线全线布局。眼科上游原材料端，子公司 Contamac 是全球最大的独立视光材料生产商之一；中游，白内障产品 Aaren；下游亨泰拥有中国最高透氧率的角膜塑形镜产品“迈尔康 myOK”系列。我们认为，全产业链布局可发挥原料产品一体化成本优势，维持长期竞争力。

图表 13：昊海生科眼科全球化产业链布局

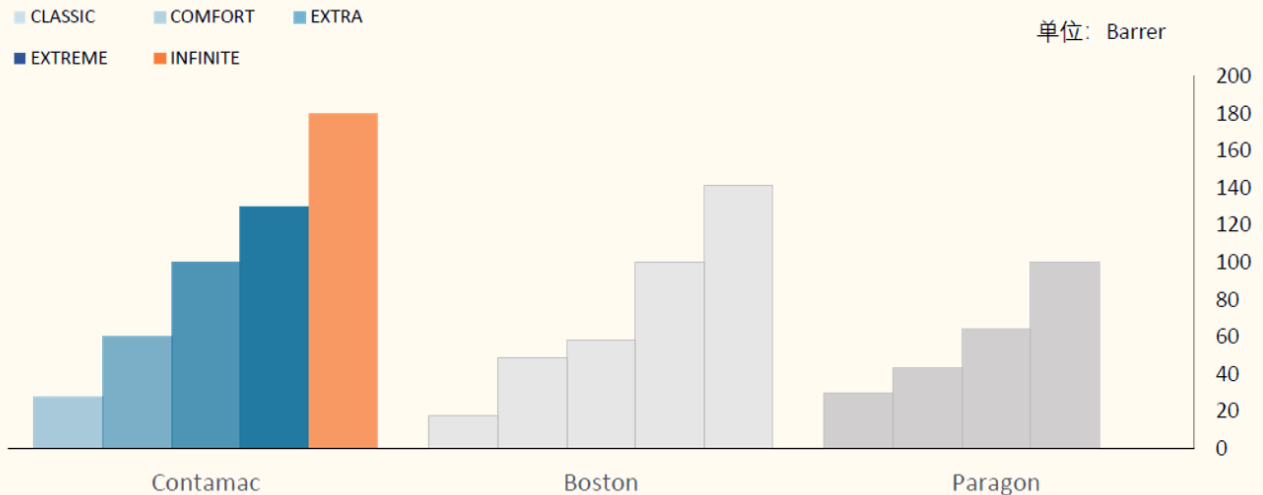


来源：公司官网，国金证券研究所

- 全球最大独立视光材料供应商之一，180 Barrer 高透氧率角膜塑形镜材料打破行业法则。Contamac 于 1987 年在英国成立，从事角膜接触镜和人工晶状体 (IOL) 原材料及其他眼科材料的研发、生产和销售，主要产品包括硅水凝胶材料、软性角膜接触镜材料、亲水型人工晶状体材料和高透氧材料，在全球均取得一定的市场份额；客户遍布全球

70 多个国家、400 多家客户。公司在眼科应用材料领域处于领先地位，于 2012 和 2016 年分别取得英国女王国际贸易奖和英国女王技术创新奖。2019 年，Contamac 自主研发的新一代高透氧角膜接触镜材料“Optimum Infinite”在美国上市，是全球为数不多的透氧率超过 180 Barrer 的角膜接触镜材料，该材料打破了角膜塑形镜行业认为的“越高透氧率的硬性镜片，其抗褶皱性、车削性、抗刮伤性以及润湿性越低”的法则。

图表 14: Contamac、Boston、Paragon 产品透氧率分布



来源：公司官网，国金证券研究所

- Aaren 是美国第一家完成 CE 认证的人工晶状体生产企业，从事 PMMA、亲水性丙烯酸及疏水性丙烯酸人工晶状体系列产品的研发、生产和销售，主要产品为 Aqua-Sense 系列（亲水系列）、BioVue 系列（肝素涂层系列）和 Adaptiv Optics 系列（非球面系列）。Aaren 拥有 2 大核心专利技术：（1）溶质溶除技术：应用分子纯化技术，反复萃取，彻底清除亲水型丙烯酸材料中的杂质，保障白内障患者术后视觉的持久清晰；（2）非球容偏技术：应用双值向设计专利，在晶体前后表面，中心边缘进行切割，同时矫正球差和色差，在弱光和晶体偏移的情况下视觉仍能保持舒适。
- 2021 年，公司通过股权投资亨泰布局近视矫正产品。亨泰成立于 1976 年成立于台湾，1977 年取得台湾第一张硬式隐形眼镜上市许可；2010 年角膜塑形镜“亨泰 Hiline”取得台湾地区的上市许可，并于 2011 年取得中国大陆上市许可，在中国市场已经形成良好的口碑。

医美：玻尿酸、光电设备、肉毒素，“医美组合拳”构建中

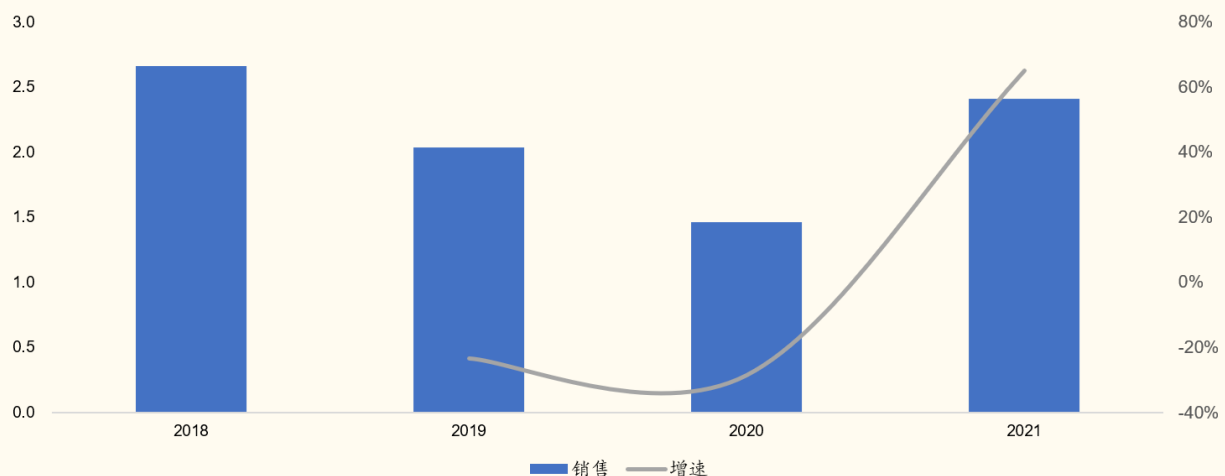
四大玻尿酸产品全方位覆盖，海魅放量、Cytosial 商业化在即

- 中国的医美行业，处于年均增速 15.5% 的高增长阶段，而公司第一、二、三代注射用玻尿酸品牌“海薇”、“姣兰”和“海魅”，将构建价格、品质及创新性能上的三重竞争力，使公司保持在国产医用注射用玻璃酸钠领域的龙头地位。
- 玻尿酸在人体皮肤中天然存在，天然存在的玻尿酸会随着年龄的增长而流失，导致皮肤保湿能力下降，出现皱纹。人工注射透明质酸到真皮褶皱凹陷或者希望丰润的部位，可以快速的补充玻尿酸，达到消除皱纹、修饰面部的效果。自然状态下的玻尿酸以游离的形式存在，稳定性差，用于医疗美容填充的玻尿酸产品普遍采用交联（将线型或支链型高分子链间以共价键连接成网状或体型高分子）技术来提高稳定性、支撑性，延长吸收代谢时间。玻尿酸与人体不排斥，相容性好，保湿

效果好，降解时间较长，因此，在目前全球非手术类整形中采用材料中，排名第二。

- 国产玻尿酸产品正在逐步占领中国更多的市场份额。中国玻尿酸市场的进口参与者主要有艾尔建美学的乔雅登系列、LG Chem Ltd.的伊婉系列、Q-Med AB 的瑞蓝系列；国产参与者主要有爱美客的嗨体/爱芙莱/宝尼达系列、华熙生物的润致系列以及昊海生科的姣兰系列。国产的玻尿酸产品平均出厂价往往只有进口品牌的 1/3，凭借更具有竞争力的价格，现国产玻尿酸已经占据几乎一半的市场份额。
- 产品持续升级，玻尿酸产品储备丰富，构建错位竞争体系。公司的第一代玻尿酸产品“海薇”，是国内首个获得国家药监局批准的单相交联注射用透明质酸钠凝胶，2013 年获批，2014 年正式上市；公司自主研发的第二代玻尿酸产品“姣兰”于 2016 年 9 月 8 日获国家药监局医疗器械注册证，并于 2017 年 2 月 24 日正式上市；第三代产品“海魅”于 2020 年 3 月获得国家药监局批准注册并于 2020 年 8 月上市销售。除已上市三代玻尿酸产品之外，公司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，子公司欧华美科玻尿酸产品 Cytosial 已经在欧盟上市，该玻尿酸采用薄层交联专利制备技术，无明显颗粒感；现正在推进该产品在中国的注册上市工作。
- 海魅放量迅速，玻尿酸销售同比增长 64.59%。前期，由于终端医美机构整合、产品竞争加剧遭受降价压力、疫情等因素，玻尿酸产品销售遭受短期下滑。2021 年，公司因打造“国民玻尿酸”定位下调一代海薇售价，但受益于海魅快速放量，2021 年玻尿酸产品销售仍取得高增长。2021 年公司玻尿酸销售 2.41 亿元，除疫情恢复因素外，公司于 2020 年投放市场的高端玻尿酸海魅取得越来越多求美者认可，销量持续放大。

图表 15：2018-2021 年玻尿酸销售额（亿元）



来源：公司财报，国金证券研究所

全年并表欧华美科，填充之外，新添光电医美新管线

- 并入欧华美科，光电设备纳入医美版图。2021 年 3 月，公司以 2.05 亿元取得欧华美科 63.64% 股权，将其应用于皮肤治疗、脱毛等领域的射频及激光医疗美容设备、家用仪器、创新型真皮填充剂等产品纳入医美板块。2021 年，欧华美科并表为公司贡献收入 9487.54 万元。
- 欧华美科主要有家用及医用射频美容仪器业务的 EndyMed、从事玻尿酸产品销售 Bioxis 以及从事激光美容芯片和一起设备销售的镭科光电。

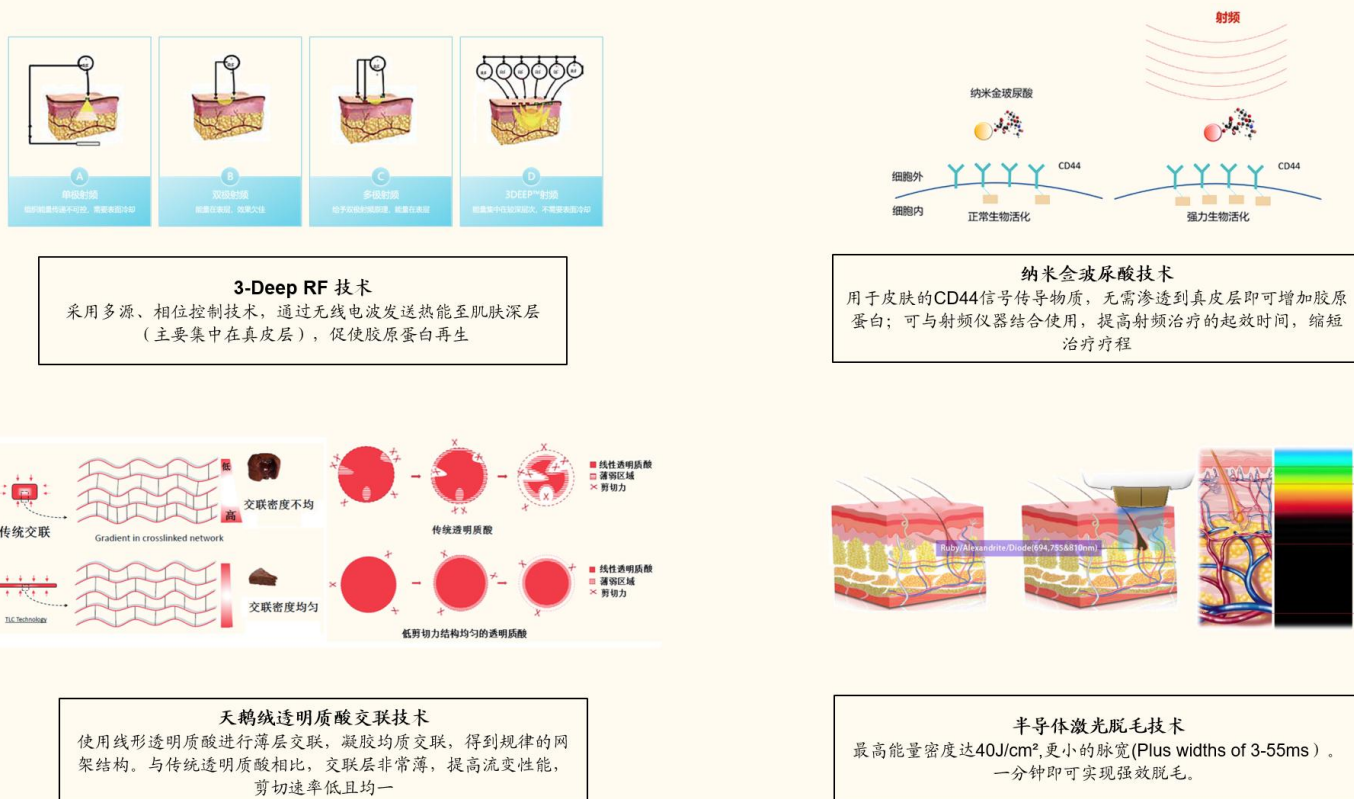
图表 16：医美光电设备分类

医美设备	应用场景	技术分类	项目名称	主要品牌
激光/强脉冲光	医疗美容 生活美容	强脉冲光	光子嫩肤、脱毛	科医人、alma 飞顿、赛诺秀、欧华美科
		半导体激光	激光脱毛	欧华美科、alma 飞顿、科医人、塞诺龙、赛诺秀、奇致激光
		皮秒激光	蜂巢皮秒、超皮秒	欧华美科、塞诺龙、赛诺秀
		祛除色素激光	美白祛斑	科医人、赛诺秀、奇致激光
	家用美容	点阵激光	嫩肤、祛除痤疮	赛诺秀、奇致激光
		半导体激光	激光脱毛	Tria、易科美
射频	医疗美容 生活美容	点阵激光	嫩肤、脱毛	Silkn, Ulike, 飞利浦
		强脉冲光	光子嫩肤、脱毛	热玛吉、alma
		单极射频	去皱、紧肤	热玛吉、alma
		双极射频	去皱、紧肤	塞诺龙、Invasix
	家用美容	多源相控射频	去皱、紧肤塑型	欧华美科
		微针射频	抗衰、祛除痤疮疤痕	欧华美科、半岛黄金微针
冷冻类	医疗美容 生活美容	点阵射频	嫩肤、去除痤疮	欧华美科
		双极射频	去皱紧肤	Ya man, Home Skinovations, Tripollar
		多源相控射频	去皱紧肤	欧华美科
		冷冻减脂	溶脂塑型	艾尔建, Cocoon
	超声类	超声减脂	溶脂塑型	塞诺龙
		皮肤旋切	Nuvelus 紧肤术	Recros Medica

来源：各公司官网，国金证券研究所 注：底色为昊海生科/欧华美科已有布局领域

- 4 大核心技术，分别是 3-Deep RF 技术、纳米金玻尿酸技术、天鹅绒透明质酸交联技术以及半导体激光技术。

图表 17：欧华美科四大技术



来源：欧华美科官网，国金证券研究所

布局全球前沿涂抹型肉毒素，美国进入二期临床

- 2021年3月，公司与美国 Eirion 达成股权投资和产品许可协议，取得了创新外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、经典注射型肉毒毒素产品 AI-09 以及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、台湾地区的独家研发、销售、商业化权利。
- ET-01 是外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品，通过微针预处理皮肤后，将 ET-01 通过局部按摩的手法将其导入表皮组织。涂抹型肉毒素可以减少肌肉注射带来的疼痛，提高患者的依从性；现正在美国进行二期临床。
- AI-09 是可以常温运输的经典 A 型肉毒素，现处于 pre-IND 阶段。
- ET-02 是针对毛囊干细胞的小分子药物，使用后可防止毛囊干细胞老化缺陷或者逆转化，从而达到治疗脱发、白发的目的；目前处于临床前阶段。

图表 18: Eirion 产品线

产品代号	适应症	剂型	研发阶段	预计美国上市时间
ET-01	鱼尾纹 腋下多汗症	外用乳液	美国 II 期临床	2025-2026
AI-09		液体注射剂	Pre-IND	2025
ET-02	白发、脱发		临床前	

来源：公司官网，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 考虑到公司 2022 年上半年受到疫情封控影响，预计公司 4 大板块眼科、医美、骨科、外科未来三年营收年均增速分别为 30%/25%/25%/-5%，2022/23/24 年营收下调 3.93%/3.35%/2.70%至 21.81/27.16/34.08 亿元，同比增长 23.44%/24.51%/25.48%；归母净利润下调 10.95%/10.21%/12.52%至 4.74/6.02/7.64 亿元。我们认为，公司边际反弹在即，我们将密切跟踪 3 季度数据并适时调整。
- 眼科：公司在眼科板块已经形成从眼表到眼底的全线眼科产品规划，从上游原材料、中游眼科耗材到下游眼科产品推广的全球化产业链布局。公司旗下的人工晶状体已经占据中国 30%左右的市场份额，受带量采购降价影响，我们认为人工晶状体收入会有小幅减少；公司通过股权收购亨泰扩展眼科产品线至角膜塑形镜，我们认为高透氧的“迈尔康 myOK”系列产品凭借其更高的舒适度、更简单的验配流程会快速放量。我们预测，2022/23/24 年眼科产品线的增速分别为 30.12%/30.24%/30.55%，营业收入 8.78/11.43/14.92 亿元。考虑到高毛利率的产品快速放量会弥补掉部分人工晶状体带量采购减少的利润空间，我们假设 2022/23/24 年的毛利率分别为 62.3%/62.5%/62.7%。
- 医美：公司已经形成具有差异化定位的三代玻尿酸布局，我们认为三代玻尿酸“海魅”放量会持续；欧华美科已经并表，其光电设备和玻尿酸产品销售会为公司持续带来利润贡献；此外，欧华美科旗下的玻尿酸产品 Cytosial 正在中国处于注册上市阶段，预计不久后会获批，公司的玻尿酸在中国的产品线将更加丰富。我们预测，2022/23/24 年医美板块的增速分别为 25.18%/25.41%/25.67%，营业收入 5.80/7.27/9.14 亿元。考虑到高毛利产品“海魅”的销售，我们假设 2022/23/24 年的毛利率分别为 79.2%/81.4%/82.1%。
- 骨科：公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，龙头地位稳固，拥有玻璃酸钠注射液和医用几丁糖两类产品。我们认为，随着疫

情逐步好转，骨科板块将维持较稳定的增长。我们预测，2022/23/24 年骨科板块增速分别为 25.03%/25.33%/25.49%，营业收入 5.03/6.30/7.91 亿元。整体毛利率维持稳定，假设 2022/23/24 年毛利率为 84.6%/84.8%/85.3%。

- 防粘连及止血产品：公司是国内主要的手术防粘连剂和医用胶原蛋白海绵生产商之一。考虑到该市场现阶段占比较小，假设 2022/23/24 年同比小幅下降 5%，营业收入 1.83/1.74/1.65 亿元。整体毛利率维持稳定，假设 2022/23/24 年毛利率为 73.5%。

图表 19：2022-2024 年销售预测（百万）

销售预测	2021A	2022E	2023E	2024E
眼科营收	674.45	877.59	1,142.98	1,492.16
营收 YoY%	55%	30.12%	30.24%	30.55%
营收主营占比 %	38%	40.2%	42.1%	43.8%
毛利	409.66	546.74	714.36	935.58
毛利率 %	61%	62.3%	62.5%	62.7%
毛利主营占比 %	32%	34%	36%	37%
骨科营收	402.07	502.71	630.04	790.64
营收 YoY%	35%	25.03%	25.33%	25.49%
营收主营占比 %	23%	23%	23%	23%
毛利	338.82	425.29	534.28	674.42
毛利率 %	84%	84.6%	84.8%	85.3%
毛利主营占比 %	27%	27%	27%	27%
医美与创面护理营收	463.38	580.06	727.45	914.19
营收 YoY%	60%	25.18%	25.41%	25.67%
营收主营占比 %	26%	27%	27%	27%
毛利	358.7	459.4	592.1	750.5
毛利率 %	77%	79.2%	81.4%	82.1%
毛利主营占比 %	28%	29%	30%	30%
防粘连及止血营收	192.92	183.27	174.11	165.40
营收 YoY%	14%	-5%	-5%	-5%
营收主营占比 %	11%	8%	6%	5%
毛利	141.3	134.7	128.0	121.6
毛利率 %	73%	73.5%	73.5%	73.5%
毛利主营占比 %	11%	8%	6%	5%
其他	34.17	37.59	41.35	45.48
营收 YoY%	14%	10%	10%	10%
营收主营占比 %	2%	2%	2%	1%
毛利	25.6	28.2	31.0	34.1
毛利率 %	75%	75%	75%	75%
毛利主营占比 %	2%	2%	2%	1%
销售总收入（百万元）	1766.99	2181.22	2715.93	3407.88
营收 YoY%	33%	23%	25%	25%
销售总成本（百万元）	492.91	586.89	716.17	891.64
毛利（百万元）	1274.08	1594.34	1999.77	2516.23
平均毛利率	72.10%	73.09%	73.63%	73.84%

来源：Wind，国金证券研究所

投资建议及估值

- 我们选取 6 家可比公司对昊海生科进行估值，他们分别属于眼科用药与视光产品、玻璃酸钠注射剂（医用玻尿酸）、医用生物材料等与昊海生科主业相关的领域。我们认为，公司布局全面，业绩拐点确定，处于同行业估值

洼地，参考可比公司 PE，给予公司 2022 年 38XPE，合理市值 180 亿元，对应未来 6-12 个月目标价 102.46 元。维持“买入”评级。

图表 20：PE 估值法

证券代码	上市公司	目前市值	归母净利润（亿元）				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300595.SZ	欧普康视	396.73	5.55	7.24	9.55	12.33	87.96	54.76	41.55	32.17
300573.SZ	兴齐眼药	132.15	1.95	3.23	4.70	6.93	57.85	40.87	28.12	19.08
300238.SZ	冠昊生物	38.39	0.74	0.97	1.22	1.58	66.68	39.78	31.36	24.27
300653.SZ	正海生物	88.74	1.69	2.09	2.74	3.49	47.54	42.42	32.44	25.40
300896.SZ	爱美客	1,131.58	9.58	14.66	21.24	29.17	121.10	77.21	53.29	38.80
688363.SH	华熙生物	666.30	7.82	10.34	13.61	17.58	95.28	64.42	48.97	37.91
平均值			4.55	6.42	8.84	11.85	79.40	53.24	39.29	29.61
688366.SH	昊海生科	154.16	3.52	4.74	6.02	7.64	62.84	32.50	25.57	20.16
目标市值			38							

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 销售不及预期的风险。公司新品已投入/即将投入市场，如高透氧 OK 镜“迈尔康 myOK”、玻尿酸产品 Cytosial，可能受到疫情波动、商业化不达预期的影响；人工晶状体已经进行带量采购，若在今后出现中标价大幅下降的情况，可能会对公司销售带来负面影响。
- 全球化竞争加剧的风险。不论是人工晶状体还是医用玻尿酸领域，中国巨大的市场潜力，都将吸引更多国内外的参与者进入；更多进入者将提高行业的价格与技术竞争的程度。
- 新产品开发失败以及未能实现产业化的风险。生物医用材料研发具有周期长、技术难度高、资金投入大、附加值和回报高、产品市场生命周期长等特点。公司主要围绕人工晶状体及视光材料、医用几丁糖、医用透明质酸钠/玻璃酸钠和重组人表皮生长因子等四大生物医用材料研发平台进行相关领域的新产品开发。若研发项目不能形成研发成果，成功开发出新产品，将对公司长期的核心竞争力造成不利影响，对公司的盈利水平及经营业绩产生不确定性。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,604	1,332	1,767	2,181	2,716	3,408
增长率		-16.9%	32.6%	23.4%	24.5%	25.5%
主营业务成本	-364	-334	-493	-587	-716	-892
%销售收入	22.7%	25.1%	27.9%	26.9%	26.4%	26.2%
毛利	1,240	998	1,274	1,594	2,000	2,516
%销售收入	77.3%	74.9%	72.1%	73.1%	73.6%	73.8%
营业税金及附加	-9	-10	-13	-13	-16	-20
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-544	-556	-612	-676	-815	-1,022
%销售收入	33.9%	41.7%	34.7%	31.0%	30.0%	30.0%
管理费用	-267	-214	-283	-316	-353	-409
%销售收入	16.6%	16.1%	16.0%	14.5%	13.0%	12.0%
研发费用	-116	-126	-168	-210	-272	-341
%销售收入	7.2%	9.5%	9.5%	9.6%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	304	92	199	379	544	724
%销售收入	19.0%	6.9%	11.3%	17.4%	20.0%	21.3%
财务费用	64	99	85	59	64	70
%销售收入	-4.0%	-7.4%	-4.8%	-2.7%	-2.4%	-2.1%
资产减值损失	0	-3	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	21	37	62	63	38	35
%税前利润	4.7%	14.3%	16.2%	11.8%	5.6%	4.1%
营业利润	435	259	383	535	680	864
营业利润率	27.1%	19.4%	21.7%	24.5%	25.0%	25.3%
营业外收支	-1	-2	-1	0	0	0
税前利润	434	257	383	535	680	864
利润率	27.1%	19.3%	21.7%	24.5%	25.1%	25.3%
所得税	-58	-31	-35	-49	-63	-80
所得税率	13.3%	11.9%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
净利润	376	226	347	486	618	784
少数股东损益	6	-4	-5	12	15	20
归属于母公司的净利润	371	230	352	474	602	764
净利率	23.1%	17.3%	19.9%	21.7%	22.2%	22.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	376	226	347	486	618	784
少数股东损益	6	-4	-5	12	15	20
非现金支出	115	135	159	141	147	154
非经营收益	-108	-152	-164	-49	-162	-157
营运资金变动	-34	52	0	-75	10	-3
经营活动现金净流	349	262	342	503	612	777
资本开支	-399	-195	-272	-162	-135	-155
投资	-874	284	-23	-2	0	0
其他	137	228	146	63	38	35
投资活动现金净流	-1,136	317	-148	-100	-97	-120
股权募资	1,539	0	5	0	0	0
债权募资	-27	64	-58	-34	0	0
其他	-120	-254	-179	-193	-243	-308
筹资活动现金净流	1,393	-190	-231	-227	-243	-308
现金净流量	609	383	-44	176	271	349

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,223	3,144	2,901	3,077	3,348	3,697
应收款项	392	345	390	460	491	514
存货	240	255	355	386	392	415
其他流动资产	90	66	67	65	77	93
流动资产	3,945	3,810	3,713	3,989	4,309	4,719
%总资产	64.1%	60.5%	53.4%	55.0%	56.1%	57.4%
长期投资	298	455	625	625	625	625
固定资产	891	973	1,189	1,198	1,212	1,237
%总资产	14.5%	15.5%	17.1%	16.5%	15.8%	15.0%
无形资产	952	969	1,198	1,238	1,214	1,190
非流动资产	2,206	2,489	3,238	3,260	3,376	3,502
%总资产	35.9%	39.5%	46.6%	45.0%	43.9%	42.6%
资产总计	6,152	6,299	6,950	7,249	7,684	8,221
短期借款	26	88	42	18	18	18
应付款项	210	241	302	320	343	371
其他流动负债	124	105	143	149	184	213
流动负债	360	434	487	487	545	602
长期贷款	1	1	10	10	10	10
其他长期负债	138	130	393	396	397	397
负债	499	564	890	893	951	1,009
普通股股东权益	5,455	5,491	5,713	5,998	6,359	6,818
其中：股本	178	177	176	176	176	176
未分配利润	1,847	1,957	2,310	2,594	2,956	3,414
少数股东权益	199	243	347	358	374	393
负债股东权益合计	6,152	6,299	6,950	7,249	7,684	8,221

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.085	1.298	2.003	2.696	3.427	4.347
每股净资产	30.671	30.985	32.496	34.113	36.169	38.778
每股经营现金净流	1.962	1.479	1.947	2.861	3.478	4.421
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.079	1.371	1.739
回报率						
净资产收益率	6.80%	4.19%	6.17%	7.90%	9.47%	11.21%
总资产收益率	6.03%	3.65%	5.07%	6.54%	7.84%	9.30%
投入资本收益率	4.55%	1.37%	2.88%	5.25%	7.13%	8.87%
增长率						
主营业务收入增长率	2.94%	-16.95%	32.61%	23.44%	24.51%	25.48%
EBIT增长率	-20.20%	-69.62%	115.20%	90.73%	43.45%	33.05%
净利润增长率	-10.56%	-37.95%	53.10%	34.59%	27.08%	26.86%
总资产增长率	38.67%	2.39%	10.35%	4.30%	6.01%	6.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.2	98.0	72.7	70.0	60.0	50.0
存货周转天数	219.4	270.5	225.8	240.0	200.0	170.0
应付账款周转天数	36.9	35.4	27.5	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	121.6	145.8	169.3	125.3	91.6	67.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.68%	-53.67%	-47.20%	-48.17%	-49.50%	-51.06%
EBIT利息保障倍数	-4.8	-0.9	-2.3	-6.5	-8.5	-10.3
资产负债率	8.10%	8.96%	12.81%	12.31%	12.38%	12.28%

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	2	4	14	17
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.13	1.00

来源：聚源数据

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	2021-02-22	买入	121.83	168.21 ~ 168.21
2	2021-03-21	买入	102.30	168.21 ~ 168.21
3	2021-03-30	买入	113.23	168.21
4	2021-04-09	买入	120.10	168.21
5	2021-04-25	买入	128.80	N/A
6	2021-08-27	买入	184.55	N/A
7	2021-10-30	买入	155.75	N/A
8	2022-03-29	买入	92.50	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,不作为或被视为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