

“并购+研发” 助推医美业务再上新台阶

2024年05月13日

复盘昊海生科过去一年的收盘价与市盈率的变动，主要系医药业务稳健增长的同时，通过“内生增长+外延并购”使医美业务进入快速上升通路，拉动收入与利润高增长，也对股价表现产生较强驱动作用。具体来看：1) 收入与利润端的快速增长主要由医美业务拉动。2) 玻尿酸业务的增速远超行业，带动股价持续向上。3) 估值主要贡献来自于医美板块。

注射医美：玻尿酸产品矩阵丰富，差异化定位满足多元需求。 1) **玻尿酸市场现状**：2017-2021年，我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场规模快速扩张；国内厂商随技术进步，具备产品高性价比优势，更能满足国内消费者需求而获得更多市场份额。2) **玻尿酸产品布局**：公司已上市的三款玻尿酸产品在价格、特点和功效方面差异化定位和互补式发展。其中，海薇定位于大众普及入门型HA填充剂，为医美机构的引流产品；姣兰新增唇部适应症推广，带来新的增长空间；海魅主打无颗粒线性交联技术，具备广阔市场空间；Bioxis旗下Cytosial系列产品正在推进在中国的注册上市工作。公司的玻尿酸产品组合凭借技术优势、性价比优势及满足精细化需求，有望抢占更多市场空间。3) **核心竞争力**：玻尿酸产品组合带动收入提升，“海魅”进入快速放量上升通路。海魅产品给机构端的利润空间更充足；精准推广助力品牌力提升。4) **玻尿酸市场增长稳健，公司玻尿酸业务仍有较大增长空间**。现有产品持续放量，机构铺货数量存在提升空间；在研有机交联玻尿酸产品有望解决行业痛点。

光电医美：收购欧华美科股权，及时切入光电医美器械领域。 通过与欧华美科在多方面的协同，补充公司产品矩阵，提升核心竞争力，拉动激光业务收入增速上行。2023年，射频及激光设备收入28410.88万元，占比达26.88%。1) **光电医美业务布局**：产品端，“医疗端”向“消费端”业务扩展，打造贯通美容领域、覆盖生物材料、设备仪器及护肤品业务矩阵。渠道端，整合线上与线下，国内及国外销售渠道，共享原有客户资源，为公司海外拓展提供平台，提高运行效率和销售达成率。2) **光电医美市场未来看点**：光电医美终端需求持续扩张，公司在射频与激光设备业务的整合继续享受行业增长空间。①**肤质美白需求拉动激光及脉冲光市场向上**。2021年，美白终端市场规模达5013亿元，若光电美白类项目在终端美白市场规模渗透率提升到5%，则对应超250亿终端市场规模。②**抗衰需求拉动射频/超声类市场向上**。欧华美科旗下产品聚焦在激光和射频类，应用领域分别在医疗美容和生活美容领域，未来在 market 需求的拉动下，有望进一步驱动该部分业务持续向上。

医美在研产品：产品储备丰富，未来增长可期。 与美国 Eirion 达成股权投资和产品许可协议，获得 Eirion 的创新外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、经典注射型肉毒毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02，中国大陆、中国香港及澳门特别行政区、中国台湾地区的独家研发、销售、商业化的权利，储备了创新乳液涂抹型肉毒毒素产品；镭科光电旗下激光美肤、皮秒激光等美容设备在中国和美国的注册上市和销售也正在推进；第四代有机交联玻尿酸产品已完成临床试验，处于注册审评后期阶段。**未来公司将进一步强化核心技术能力，推进新产品持续上市、巩固企业的医美核心业务。**

投资建议：公司产品覆盖眼科、医美、骨科、防粘连等领域，眼科产品力强，增长稳健，骨科及防粘连业务发展稳定，医美业务在高增长的高端玻尿酸领域重点布局，有望拉动公司收入快速增长。预计2024-2026年公司实现营收32.62、39.87、48.13亿元，同比+22.9%、+22.2%、+20.7%；归母净利润为5.34、6.65、8.19亿元，同比+28.2%、+24.7%、+23.1%；对应2024-2026年PE分别为30/24/19倍，维持“推荐”评级。

风险提示：新产品开发失败的风险、医药行业监管政策变化带来的风险、核心技术泄密和核心技术人员流失的风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2,654 | 3,262 | 3,987 | 4,813 |
| 增长率 (%) | 24.6 | 22.9 | 22.2 | 20.7 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 416 | 534 | 665 | 819 |
| 增长率 (%) | 130.6 | 28.2 | 24.7 | 23.1 |
| 每股收益 (元) | 2.47 | 3.16 | 3.94 | 4.86 |
| PE | 38 | 30 | 24 | 19 |
| PB | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.3 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年5月13日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

92.50元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 袁维超

执业证书：S0100122070077

邮箱：yuanweichao@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

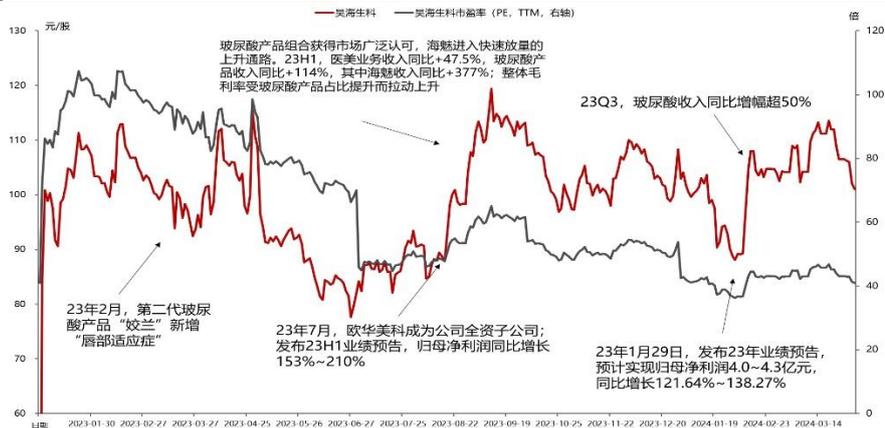
1.昊海生科(688366.SH)首次覆盖报告：生物材料行业龙头，打造器械+医美消费综合平台-2024/04/17

目录

| | |
|------------------------------------------|-----------|
| 1 注射医美：玻尿酸产品矩阵丰富，差异化定位满足多元化需求 | 4 |
| 1.1 玻尿酸市场：规模持续上行，国产份额不断攀升 | 4 |
| 1.2 玻尿酸产品：三代玻尿酸梯度化布局 | 5 |
| 1.3 核心竞争力：产品把握终端需求，顺势而为 | 9 |
| 2 光电医美：收购欧华美科的股权，及时切入光电医美器械领域 | 11 |
| 2.1 光电医美布局：收购欧华美科，丰富光电医美业务 | 11 |
| 2.2 核心竞争力：由“医疗端”向“消费端”业务扩展，整合销售渠道，赋能渠道建设 | 12 |
| 2.3 未来看点：光电医美市场空间广阔，射频和激光设备布局深入 | 13 |
| 3 医美在研产品：产品储备丰富，未来增长可期 | 16 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 17 |
| 4.1 收入拆分与盈利预测 | 17 |
| 4.2 估值分析与投资建议 | 19 |
| 5 风险提示 | 20 |
| 插图目录 | 22 |
| 表格目录 | 22 |

复盘昊海生科过去一年的收盘价与市盈率变动，医药业务稳健增长的同时，公司通过“内生增长+外延并购”使医美业务进入快速上升通路，医美业务拉动收入与利润高增长，也对股价产生较强驱动作用。具体来看：1) 收入与利润端的快速增长主要由医美业务拉动：据 2023 年中报，公司玻尿酸组合获得市场广泛认可，海魅进入快速放量的上升通路，医美玻尿酸收入同比+114%，其中，海魅收入同比+377%，营收占比提升驱动整体毛利率上行，对利润端的增长提供支撑；23Q3，玻尿酸产品贡献亮眼表现，收入同比增速超 50%。2) 玻尿酸业务增速超行业，带动股价持续向上：复盘 23 年以来股价表现，与医美板块布局关联密切。23 年 2 月，玻尿酸“姣兰”新增“唇部适应症”获批，在细分领域满足新需求，打开新空间；23 年 7 月，在光电医美领域，欧华美科成为全资子公司；发布 2023 年中报业绩预告（归母净利润同比+153%~210%），其中，23H1，玻尿酸业务收入同比+114%，23Q3，玻尿酸收入同比增速超 50%，2023 年，玻尿酸产品收入 6.02 亿元，同比+95.54%，高于我国玻尿酸产品销售额增速（据弗若斯特沙利文报告，23 年行业增速约为 26.3%）与我国胶原蛋白产品销售额增速（根据巨子生物招股说明书，23 年行业增速约为 35.3%），共同驱动股价上扬。3) 公司估值主要贡献来自于医美板块：公司有眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血产品四大矩阵。首先，医美业务具备高盈利能力与高增速特点，2023 年，医疗美容行业 PE (TTM) 高于医药生物行业，我们认为医美行业更具高成长性属性，有望拉动估值向上；其次，公司医美业务增速高于玻尿酸产品行业增速及其他上游产品增速，该项业务盈利能力更强，较医美行业更具增长空间，故我们认为其估值水平应高于医美行业均值，公司整体估值主要来源于医美板块。公司产品创新能力突出，通过自主研发与外延并购不断丰富产品矩阵，在眼科等领域具备突出优势，玻尿酸产品矩阵完善，新品的推出有望带来新的增长空间，通过欧华美科在光电医美的布局驱动公司收入持续上行，丰富的产品储备使公司享受轻医美市场空间的持续上行。接下来，从在注射医美、光电医美的产品布局与细分市场的发展前景、公司在研产品储备及未来看点阐述医美业务的核心竞争力，论证医美业务的高成长性对于收入与利润的驱动及对公司估值的支撑作用。

图1：昊海生科股价（元/股）与估值复盘（2022.12-2024.2）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

1 注射医美：玻尿酸产品矩阵丰富，差异化定位满足多元化需求

1.1 玻尿酸市场：规模持续上行，国产份额不断攀升

玻尿酸仍在医美市场占据领先优势，同时因国内企业不断进行技术进步、产品具备高性价比、满足消费者痛点等原因，国产品牌正在逐步获得更多市场份额。

①市场规模：2017-2021 年，我国基于透明质酸的皮肤填充剂的市场规模快速扩张。据弗若斯特沙利文报告，我国非手术类医美市场规模迅速增长，2022 年市场规模达约 1207 亿元，占医美市场总规模的 53.2%，其中，透明质酸销售额长期保持在每年 20%左右的增速；以销售额（出厂价）计，2021 年中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模为 64 亿元，2017-2021 年的 CAGR 为 19.7%。

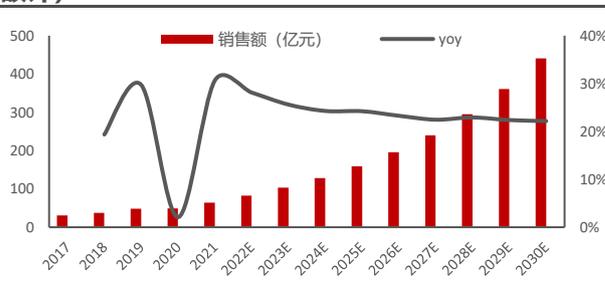
②竞争格局：国内厂商随技术进步，产品高性价比优势，更能满足国内消费者需求而获得更多市场份额。据爱美客港股招股书，2021 年我国透明质酸（按销量计）爱美客为 39.2%，排名第一，市占率同比+12.0 pct；2021 年我国透明质酸市场规模（按销售额计），爱美客市占率达 21.3%，同比+7.0 pct，国产替代趋势显著加快。

图2：2017-2030 年中国非手术类医美市场规模（按服务收入计）



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图3：2017-2030 年中国医用透明质酸市场规模（按销售额计）



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图4：我国基于透明质酸的皮肤填充剂销量（百万支）及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股招股说明书，民生证券研究院

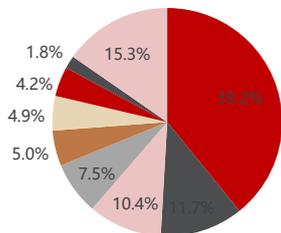
图5：我国基于透明质酸的皮肤填充剂销售额（亿元）及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股招股说明书，民生证券研究院

图6：2021 年国内玻尿酸市场竞争格局（按销量）

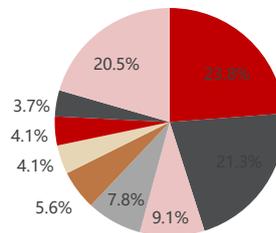
■ 爱美客 ■ 公司A ■ 公司B ■ 公司C ■ 公司D ■ 公司E ■ 公司F ■ 公司G ■ 其他



资料来源：爱美客港股招股说明书，民生证券研究院

图7：2021 年国内玻尿酸市场竞争格局（按销售额）

■ 公司D ■ 爱美客 ■ 公司E ■ 公司A ■ 公司C ■ 公司F ■ 公司G ■ 公司B ■ 其他



资料来源：爱美客港股招股说明书，民生证券研究院

1.2 玻尿酸产品：三代玻尿酸梯度化布局

截至目前，公司已上市的玻尿酸产品包含三大系列品牌，并在价格、特点和功效方面差异化定位和互补式发展。公司自主研发掌握单相交联、低温二次交联、线性无颗粒化交联及有机交联等工艺。**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，定位于大众普及入门型玻尿酸；**第二代玻尿酸产品“姣兰”**定位为中高端玻尿酸，主打“动态填充”功能；**第三代玻尿酸产品“海魅”**具有线性无颗粒特征，市场定位为高端玻尿酸，主打“精准雕饰”功能。**第四代有机交联玻尿酸产品**已完成国内的临床试验，目前处于注册审评后期阶段。法国控股子公司 Bioxis 旗下 Cytosial 系列产品采用薄层交联专利技术制备，使凝胶分布均匀，无明显颗粒感，已在欧洲及中东地区销售，欧华美科获得该产品在中国市场商业化权利，正在推进在中国的注册上市工作。

表1：公司玻尿酸产品布局

| 产品 | 定位 | 特点 | 终端定价 | 上市时间 | 机构数量 | 图片展示 |
|-----------------|---------|----------------------------------------------------------|-----------------|------------------------------|-----------------------------------|------|
| 海薇（第一代） | 大众普及入门型 | 主打“塑形”功能 | 298-960元/ml | 2014年 | | |
| 姣兰（第二代） | 中高端 | 主打动态填充功能，在面部适应症基础上，2023年2月新增唇部适应症的产品应用场景 | 2180-2250元/ml | 2017年 | | |
| 海魅（第三代） | 高端 | 主打“精雕细琢”功能，具有无颗粒、自身内聚性强抗降解，注射后不肿不痛，容易塑形，在体内时间长等特点 | 8800-10000元/ml | 2020年 | 截至 23H1，已开拓 500 家机构；23H2 进一步扩展覆盖面 | |
| 第四代玻尿酸 | - | 有机交联玻尿酸，天然产物为交联剂，可降解为人体必须氨基酸，安全性好；国内首个封闭透明质酸酶作用位点产品，作用长效 | - | 已完成国内的临床试验，目前处于注册审评后期阶段 | | - |
| Bioxis Cytosial | - | 使用独有 Velvet 天鹅绒胶联技术，核心是使用线性透明质酸进行薄层交联。痛感低、创伤小 | 320-495美元/1.1ml | Bioxis 旗下产品，已在欧美及中东上市，国内正在申报 | | |

资料来源：公司公告，公司官网，欧华美科官网，新氧，pure beauty aesthetic，民生证券研究院整理

分产品类型阐述海薇、姣兰、海魅的产品定位、主要竞品及公司玻尿酸产品的核心竞争力：

1) 海薇：定位于大众普及入门型 HA 填充剂，作为医美机构端的引流产品。

海薇于 2013 年推出，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，定位于大众普及入门型 HA 填充剂，主打“塑形”功能，主要分为海薇小分子、海薇中分子、海薇 M+（大分子），维持时间在 6-12 个月，对比相同价位段的竞品润百颜，海薇产品系列的注射效果出色，且维持时间更为持久；润百颜是双相交联玻尿酸，而海薇产品系列是单相玻尿酸，注射的时候可以不用加入液态的玻尿酸来进行融合，医生的操作程序更为简单。单相玻尿酸是指通过研磨法，把玻尿酸凝胶块研磨成直接用于注射的比较顺滑的凝胶状，不掺入液体，即完全交联的玻尿酸。

表2：海薇对比润百颜

| 产品名称 | 规格 | 技术 | 产品价位 | 适应症 | 产品优势 | 维持时间 |
|-------|-------|--------|-------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------|---------|
| 海薇小分子 | 0.5ml | 二代交联技术 | 500-1000元/支 | 对于面部真皮层缺水 and 修复受损的皮肤，具有保湿嫩肤作用 | 支撑力佳、塑形好；均匀降解、维持持久；质地均匀、自然无颗粒；过程舒适、推注手法流畅 | 6-12 个月 |
| 海薇中分子 | 1.0ml | | | 软组织填充、面部塑形，作用于泪沟、法令纹、鱼尾纹等皱纹，用于填充凹陷 | | |
| 海薇 M+ | 1.1ml | | | 用于隆胸、隆臀、隆下巴等塑形、除皱、补水 | | |
| 润百颜黑金 | 1ml | 双相交联 | 500-1000元/支 | 适用于深层软组织填充、轮廓塑形，如眉骨、山根、隆鼻、隆下巴等 | 见效快；安全有保障；无需恢复期；权威安全；效果持久 | 3-6 个月 |
| 润百颜白紫 | 1ml | | | 改善面部中度皱纹，例如额纹、鱼尾纹、川字纹、嘴角细纹等和填充凹陷，例如太阳穴、面颊等 | | |
| 润百颜星耀 | 1ml | | | 适用于改善面部中度皱纹，例如额纹、鱼尾纹、川字纹、嘴角细纹等和填充凹陷，例如太阳穴、面颊 | | |

资料来源：各公司官网，新氧，大众点评等，民生证券研究院整理

2) 姣兰：新增唇部适应症推广，带来新增长空间。

姣兰产品于 2017 年 2 月推出，称为可替代人体组织脂肪的材料，是最柔软的玻尿酸，维持时间能够达到 12 个月；姣兰细分产品类别包括姣兰经典、姣兰 S 与姣兰 Q。其中，姣兰经典与姣兰 S 定位为唇部适应症、丰胸以及丰臀，姣兰 Q 用于鼻唇沟的塑形，新增唇部适应症于 2023 年 2 月完成变更注册；姣兰唇部适应症竞品为瑞蓝·铂金、瑞琨产品；与竞品瑞蓝对比，瑞蓝产品主打面部轮廓修整效果较为显著，姣兰产品主打最柔软最自然的特点，其优势在于更具性价比及 LTDT（低温二次交联技术）使得姣兰拥有低交联度且交联契合度好的效果。

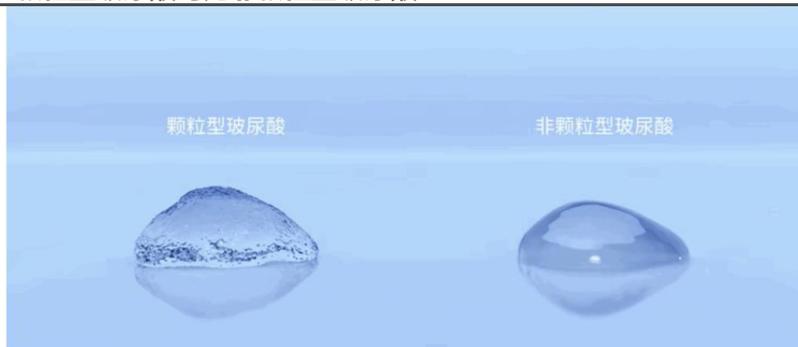
表3：姣兰产品系列对比瑞蓝产品系列

| 产品名称 | 产品规格 | 产品价位 | 适应症 | 产品优势 | 维持时间 |
|----------|---------|---------------|---------------------------|--------------------------------|---------|
| 姣兰经典 | 1ml/支 | 3680 元/支 | 唇部适应症、丰胸、丰臀 | 类脂肪；4D 空间结构；生物 | 12 个月 |
| 姣兰 S | 1.5ml/支 | 4800-5800 元/支 | 唇部适应症、丰胸、丰臀 | 相容性高；高动力粘度；低弹性模量；维持时间长；交联剂残留量低 | |
| 姣兰 Q | 0.5ml/支 | 5800-6800 元/支 | 塑形（鼻唇沟） | | |
| 瑞蓝·铂金 | 1ml/支 | 2580 元/支 | 丰唇、填充法令纹、抬头纹、泪沟、耳垂、面颊、苹果肌 | | 9-12 个月 |
| 瑞蓝·瑞瑛 | 1ml/支 | 4800 元/支 | 鼻唇沟、下巴、眉弓、隆鼻、鼻基底的填充 | 面部轮廓修正效果较为显著 | 12 个月 |
| 瑞蓝·丽瑛·丽多 | 1ml/支 | 9800 元/支 | 鼻唇沟、木偶纹、唇部、苹果肌下缘、嘴巴周围等填充 | | 12 个月 |

资料来源：各公司官网，新氧，大众点评等，民生证券研究院整理

3) 海魅：无颗粒的线性交联技术，产品具备广阔市场空间。

海魅于 2020 年 8 月推出，主要用于注射面部真皮组织的中层到深层部位，纠正中重度鼻唇沟皱纹，具备多样优势技术。①**无颗粒线性交联技术**：海魅采用无颗粒的线性交联技术，无颗粒状态可以维持 18~24 个月，对比颗粒型玻尿酸，无颗粒玻尿酸通过独家交联工艺使其内部结构呈整齐有序的线性微观结构，其形成的片层结构具备出色的内聚力和回弹性，其交联程度越高，维持时间越长，与人体有更好的生物相容性，效果更自然美观；②**安全性高**：安全无肿胀、疼痛小，主要得益于它的仿生结构线性交联技术，生物相容性好；③**高内聚性**：自然服帖不假面、注射后具有高记忆性与回弹性；④**无恢复期**：相比其他的玻尿酸产品，海魅的渗透压与人体组织相似，因此几乎不吸水，不会出现术后肿胀的现象。

图8：颗粒型玻尿酸对比非颗粒型玻尿酸


资料来源：昊海研究所，民生证券研究院

海魅提出东方古韵脸的高级审美新定义，即不仅需要流畅紧致的面部轮廓，也需保留和发掘东方人的面部神韵，因此海魅提出外轮廓、耳轮廓及魅眼三要素。

①**头包脸**：从视觉上达到“高颅”效果，即从发际线到头顶与眉眼的距离约等于 1:1，一般建议选用强支撑、不易变形的无颗粒玻尿酸产品用于注射，可以使面部线条更加流畅，打造甜美年轻感，且外轮廓固定，对于整体面部有紧致提升效果。

②**俏耳**：一般而言，颅耳夹角在 30~60 度之间是俏耳打造的最佳角度，可以起到

巧妙控制面部横向留白，填充耳基底从纵向上收紧面部轮廓，向上衔接头骨轮廓，向下延展侧颜骨相，从视觉上弱化颧骨；俏耳一般可分别通过在耳后乳突上方、耳前耳甲内、耳前三角窝内、耳轮和耳垂皮下注射玻尿酸打造，达到耳周年轻化、中面部提升及减轻法令纹效果。③**魅眼**：打造立体眉弓、双 C 美人线、饱满颧部、眼窝饱满无凹陷、无明显泪沟及黑眼圈，采用玻尿酸注射可以打造魅眼效果。**海魅提出“东方古韵美”的玻尿酸打法，更符合国人的传统审美，且可以定制化满足精细需求，凭借技术优势、性价比优势及对精细化需求的满足，有望抢占更多市场空间。**

图9：海魅打造“东方古韵美”



资料来源：海魅 Hyalumatrix 小红书，民生证券研究院

竞品对比：海魅作为国产中高端玻尿酸，主要对标竞品为乔雅登丰颜，从两个视角进行比较：①**产品力**：艾尔建乔雅登自上市以来进行了充分的产品教育，医生端的打法培训体系完备，凭借较好的知名度与美誉度，生命周期较长；而海魅在技术上并不逊于乔雅登丰颜，随着公司不断加强 B 端及 C 端的教育，在医生及消费者群体中建立更高的品牌知名度与忠诚度，进一步提升口碑的传播效果，加深在终端机构端的推广的深度与广度；②**利润率**：从价格差异来看，海魅的终端售价在 8800~10000 元/支，低于乔雅登丰颜终端定价（12800~14800 元/支），且海魅出厂价低于乔雅登丰颜，因此对于机构端而言，售价与出厂价间获得的利润空间更大，拥有充足的推广动力。

表4：海魅对比乔雅登丰颜

| 产品名称 | 产品规格 | 核心技术 | 产品价位 | 适应症 | 产品优势 | 维持时间 |
|-------|------------------------------------|-----------|-----------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|----------|
| 海魅 | 1ml/支、0.5ml/支（海魅）； 1.1ml/支（海魅韵） | 无颗粒线性交联技术 | 8800-10000 元/支 | 用于填充鼻子、面颊、法令纹及下巴，也可以直接作用于骨膜上，以塑形为主，打内外轮廓，较为硬朗的部位 | 无颗粒线性交联技术，具备较好的内聚性与回弹性以及较好的生物相容性；安全性好，无肿胀、疼痛小；具备高内聚性；无恢复期，不会出现术后肿胀现象 | 18-24 个月 |
| 乔雅登丰颜 | 1ml/支（每盒 2 支） | VYCROSS | 12880-14880 元/支 | 面颊部深层（皮下和/或骨膜上）注射，以重塑面部容积 | 弹性和内聚力更均衡，不易变形；支撑性好，比较稳定；吸水量较少，效果好；注射后不僵硬，维持时间长 | 24 个月左右 |

资料来源：昊海研究所，大众点评，NMPA，新氧等，民生证券研究院整理

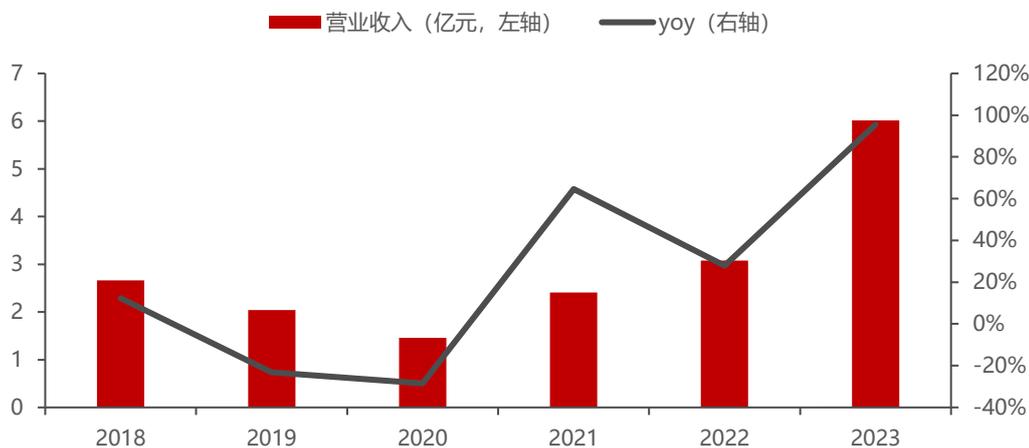
1.3 核心竞争力：产品把握终端需求，顺势而为

从公司玻尿酸产品给到医美机构的利润空间、产品效果以及品牌影响力三个视角阐述其核心竞争力。

玻尿酸的产品组合带动收入提升，“海魅”产品进入快速放量的上升通路。

公司玻尿酸业务于 2021 年、2023 年及 24Q1 均呈现较好增长态势，主要由于“姣兰”新增唇部适应症为公司带来新的盈利机会，以及第三代玻尿酸产品“海魅”凭借其无颗粒化及高内聚性的特点，注射后不易变形移位且维持效果更为持久，获得市场对其高端玻尿酸定位的认可。**①海魅产品给到机构端的利润空间更充足：**海魅的产品供货价在 1500 元/支左右，终端售价 8800 元/支左右，而乔雅登丰颜的产品供货价为 4000 元/支左右，终端售价在 12800 元/支左右，海魅给到机构的利润空间为乔雅登丰颜的 3~4 倍，并且，由于机构对高端产品整体的推广需求进一步增加，海魅作为国产高端玻尿酸产品，有望进一步替代乔雅登丰颜的市场空间，带动姣兰和海薇的产品销售。**②精准推广助力品牌影响力提升：**随着产品力得到医生和消费者对其高端玻尿酸定位的认可，海魅产品向优质医美机构精准投放，并通过行业知名医生进行推广，同时，叠加品牌力的提升，海魅产品已经进入了快速放量的上升通路。

图10：2018-2023 年公司玻尿酸收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

玻尿酸产品市场规模保持稳健增速，公司的玻尿酸业务仍有较大增长空间。

伴随着我国医美渗透率的提升与人均可支配收入的增加，消费者对玻尿酸产品的接受度和对创新产品及功能的需求增加将驱动市场规模增长，公司的玻尿酸业务能够享有行业增速的上行。据弗若斯特沙利文，预计 2020-2025 年，我国基于透明质酸的皮肤填充剂的产品数量及销售额的复合增速为 28.9% 与 26.3%；预计 2025-2030 年，我国基于透明质酸的皮肤填充剂的产品数量及销售额的复合增速

分别为 25.9%与 23.1%。**①现有产品持续放量，机构铺货数量存在较大上升空间：**

目前，“海魅”产品已经进入了快速放量的上升通路，截至 2023H1，该产品已经开拓了 500 家机构，对比国内超过 1000 家机构被乔雅登覆盖，海魅的机构铺货空间仍然很大；同时，“姣兰”的唇部适应症也有望在为公司带来更多增长机会，“姣兰”玻尿酸也是国产首款、国内第二款可用于唇部填充的玻尿酸产品。

②在研有机交联玻尿酸产品有望解决行业痛点：目前公司第四代有机交联玻尿酸产品正在进行注册申报，目前市面上的玻尿酸产品普遍存在交联剂的问题，导致产品无法代谢出现的面部不自然等状态，而该产品使用天然产物为交联剂，降解产物为不能合成的人体必需氨基酸，相较于传统化学交联剂，具有更好的远期安全性；同时，该产品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，有望解决行业痛点并快速占领消费者心智。

图11：我国基于透明质酸的皮肤填充剂产品销量（百万支）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股说明书，民生证券研究院

图12：我国基于透明质酸的皮肤填充剂产品销售额（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股说明书，民生证券研究院

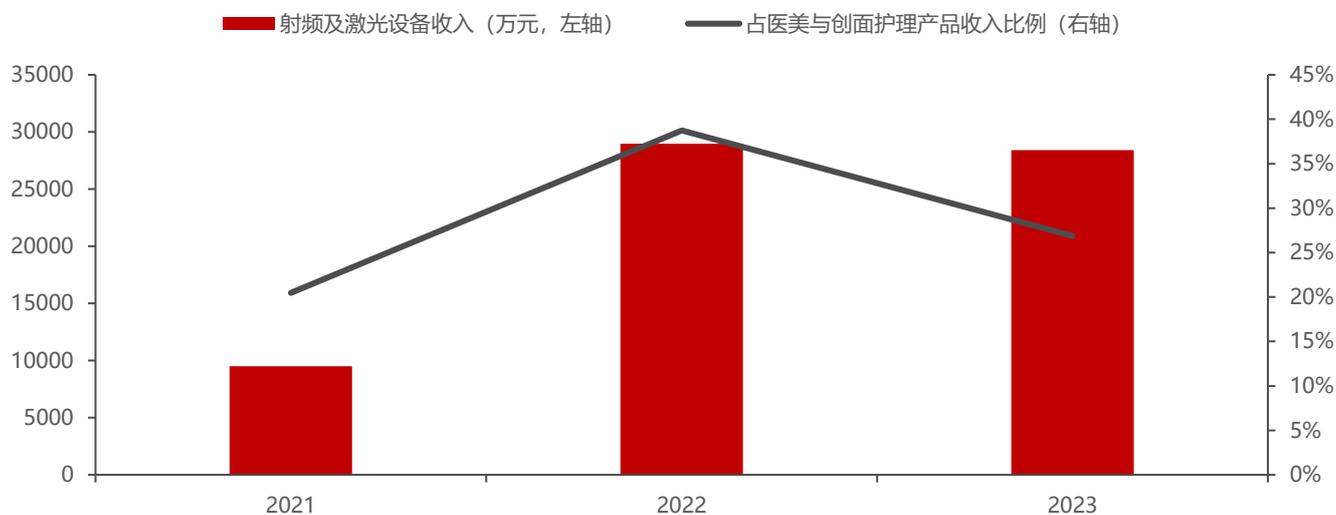
2 光电医美：收购欧华美科的股权，及时切入光电医美器械领域

2.1 光电医美布局：收购欧华美科，丰富光电医美业务

顺应轻医美发展趋势，及时切入医美器械领域。2021年2月，公司与欧华美科签署股权转让及增资认购协议，以合计2.05亿元获得欧华美科63.54%股权，将欧华美科旗下射频及激光医疗美容设备和家用仪器、创新型真皮填充剂等产品纳入公司医美板块；2023年7月，以对价1.53亿元收购欧华美科36.36%股权，交易完成后，欧华美科将成为公司全资子公司。

通过与欧华美科在技术与研发、产品及业务、市场及销售方面的协同，补充公司产品矩阵，提升公司核心竞争力，也拉动公司激光业务收入增速快速上行。2021年，射频及激光设备实现收入9487.54万元（2021年9月将欧华美科纳入合并报表），其占医美与创面护理产品收入比例为20.47%；2023年，射频及激光设备收入28410.88万元，占比达到26.88%。

图13：射频及激光设备收入及占医美与创面护理产品收入比例



资料来源：公司公告，民生证券研究院

欧华美科成立于2014年，聚焦于全球专业生活美容及家用医用美容领域。2018年，欧华美科获得以色列上市公司EndyMed 48.98%的股权，取得EndyMed产品在中国地区的独家经销权，主营业务为射频仪器设备研发、生产及销售；2017年，获得法国生物材料公司Bioxis 35.65%的股权，主营业务为玻尿酸及几丁糖等生物材料研发、生产及销售，欧华美科已获得其玻尿酸产品在中国市场商业化的权利，正在推进其在国内的注册上市工作；欧华美科旗下子公司镭科光电专注于激光嫩肤设备，其于2015年由欧华美科与其它自然人股东共同

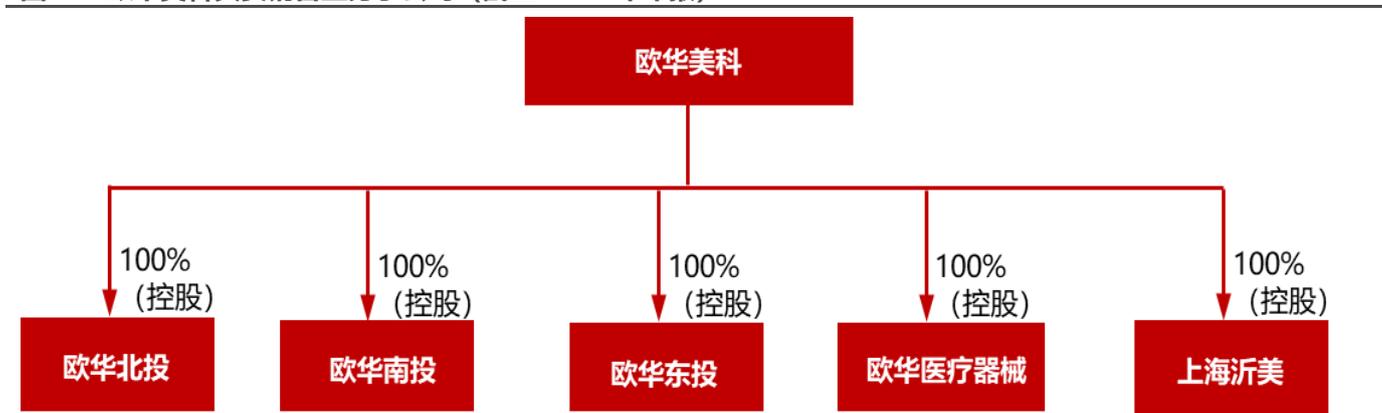
出资设立，激光美肤设备的销售主要出口欧洲市场；此外，还在中国境内设有 5 家负责欧华美科下相关产品在中国境内的销售业务的子公司。

表5：欧华美科主要子公司及业务布局

| 子公司 | 成立时间 | 持股比例 (2023 年报) | 主营业务 | 代表产品 |
|---------|--------|----------------|--------------------------|--------------------------------------------------|
| EndyMed | 2004 年 | 48.98% | 家用及医用射频美容仪器设备的研发、生产及销售业务 | 家用：Newa 家用美容仪系列产品 医用：EndyMed Pro、Pure 专业射频美容仪 |
| Bioxis | 2014 年 | 89.75% | 玻尿酸 | Cytosial 玻尿酸产品 |
| 镭科光电 | 2015 年 | 55.0% | 激光芯片及仪器设备的研发、生产及销售业务 | 垂直共振腔表面放射激光 (VCSEL) 高能激光芯片及激光器、激光美肤设备和皮秒激光设备 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：欧华美科负责销售业务子公司 (截至 2023 年年报)



资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

2.2 核心竞争力：由“医疗端”向“消费端”业务扩展，整合销售渠道，赋能渠道建设

1) 产品端：将业务板块从“医疗端”向“消费端”进行业务扩展的重要举措，打造贯通美容领域、覆盖生物材料、设备仪器及护肤品的完整业务矩阵。

公司通过 EndyMed 以及镭科光电迅速切入射频和激光医美设备领域。EndyMed 主要从事家用及医用射频美容仪器设备的研发、生产以及销售业务，旗下产品包括 EndyMed Pro、Pure 专业射频美容仪、Newa 家用美容仪等系列产品已在国内市场上市销售，其中，Endymed Pro 通过 3DEEP 核心射频技术可用于改善身体曲线和维度，实现多部位的塑形与减脂；Pure 专业射频美容仪通过多元相控射频技术改善身体轮廓，解决皮肤松弛以及脂肪堆积问题，Newa 家用美容仪产品借助 3DEEP 科技的小型化实现在家使用射频美容仪器，有塑形除皱、紧致肌肤的功效；镭科光电旗下激光美肤设备采用垂直共振腔表面放射激光 (VCSEL) 高能激光技术，实现良好的激光美容和脱毛效果。

表6：公司射频及激光设备产品布局

| 产品名称 | 功能及特点 | 认证审批情况 | 图例 |
|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| EndyMed Pro™ | 改善身体曲线和维度，改善凹凸不平的橘皮组织，改善妊娠纹肥胖纹；可应用于腰部、腹部、脐周、臀部及大腿等全身多部位的塑形与减脂，打造完美身体轮廓。3DEEP™核心射频技术，实现非侵入性、无痛纤体治疗 | 已通过欧洲 CE、美国 FDA、中国 CFDA 认证 |  |
| EndyMed PURE 2.0 | 专注身体轮廓改善，通过多元相控射频技术对胶原的重组和新生全面改善身体的各类松弛，多余脂肪堆积等问题，充分发挥其简单易用的系统功能。3DEEP™核心射频技术，可以深入肌肤并有效控制热量，确保更加理想而又无痛的实现胶原蛋白重构 | 已通过欧洲 CE、美国 FDA、中国 CFDA 认证 |  |
| NEWA 系列 | 家用射频美容仪器。沿用 EndMed 专业美容设备的核心技术，将 3DEEP™科技小型化，使得在家使用成为可能，并依然保持有效性和安全性，主要作用于塑造身体轮廓、除皱、紧致提升以改善肤质 | 已通过欧洲 CE、美国 FDA、中国 CFDA 认证 |  |
| 镭科光电激光美肤设备 | 采用自主研发的半导体激光，垂直共振腔表面放射激光（VCSEL）高能激光，可用于激光美容以及激光脱毛等功能 | 已通过欧洲 CE 认证 |  |

资料来源：欧华美科官网，镭科光电官网，公司财报，民生证券研究院

2) 渠道端：整合线上与线下，国内及国外的销售渠道，共享原有客户资源，为公司的海外拓展提供平台，提高运行效率和销售达成率。

销售覆盖布局广泛深远，进一步赋能公司渠道建设。欧华美科目前在中国、法国、以色列拥有多个研发中心，在半导体激光、生物材料和射频领域均拥有国际领先的自主核心技术，并打造了多个产品；销售已经覆盖全球超过 55 个国家与地区，在中国已销往 1500+ 医疗机构与 4000+ 医美机构，家用美容仪器中国每年销量近 5 万台，并在中国 12 个省建立了直销办公室和美国直营销售公司。

图15：欧华美科覆盖全球的业务布局


资料来源：欧华美科官网，民生证券研究院

2.3 未来看点：光电医美市场空间广阔，射频和激光设备布局深入

展望未来，光电医美市场空间广阔，终端需求持续扩张，公司在射频与激光设备业务的整合将进一步享受行业的增长空间。

得益于国内经济蓬勃发展、医美认知不断提升，我国光电类医美行业也在近

几年实现快速发展。据新氧数据颜究院发布的《2022 年光电医美行业消费趋势报告》显示，2022 年医美消费者最钟爱、最想尝试的医美项目中，47.34%的调研用户选择了光电医美。市场规模角度，据 Medical Insight，2016 年中国光电类医美行业规模约 1.6 亿美元，同比增长 31%，2021 年预计约 3.3 亿美元，2016-2021 年 CAGR 达 15.5%，2022 年，市场规模达 356.74 亿元，近几年延续增长态势，增长空间较为充足。

表7：2014-2021 年中国光电类医美出货端销售额（百万美元）

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2020E | 2021E |
|-----|------|-------|-------|-------|-------|
| 销售额 | 93.0 | 121.6 | 158.9 | 288.5 | 326.8 |
| yoy | - | 31% | 31% | 14% | 13% |

资料来源：Medical Insight，复锐医疗科技招股书，民生证券研究院

我国光电医美市场需求端的驱动力主要来自肤质美白需求与抗衰需求，具体来看细分市场的需求情况：

1) 肤质美白需求拉动激光及脉冲光市场持续向上

消费者美白需求较高，市场规模空间大，在实现美白功效的多种方式当中，光学美白作用效果远超产品涂抹式。根据美修大数据统计，美白终端市场规模从 2015 年的 3515 亿元增至 2021 年的 5013 亿元，复合增长率为 6.1%。从美白途径看，包括涂抹式/光电治疗，产品涂抹式美白作用发挥主要是抑制皮肤黑色素的生成或促进黑色素的脱离，但存在皮肤对产品吸收率的问题，需要长期多次使用；相比之下，光电项目治疗充分利用光的吸收具备靶向性，能够通过高能光波针对性爆破作为靶目标的特定色素组织，实现少量治疗就可以达到肉眼可见的改善，且整体体验过程较为舒适，**因此我们认为美白肤色方面，光学美白有更强竞争力。**

表8：2015-2021 年国内美白市场终端规模情况（亿元）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 美白终端市场规模 | 3515 | 3884 | 4162 | 4436 | 4666 | 4859 | 5013 |
| yoy | - | 10.50% | 7.16% | 6.58% | 5.18% | 4.14% | 3.17% |

资料来源：美修大数据，民生证券研究院

激光类和脉冲光类项目能够实现美白功效，但其作用效果又存在一定差异。光类项目主要包括激光类和脉冲光类，其中激光类项目因波长、脉宽都是固定的，因此针对性解决皮肤问题的效率较高，对于皮肤色斑的治疗中激光为首选方案；脉冲光因为是宽谱光源，对于皮肤中血红蛋白、黑色素、水等均可选择性吸收，因此主打多种皮肤问题一起改善的功效。当前光类项目价格呈现下降，尤其脉冲光类项目单次消费低于千元，**未来随着消费者对光电类项目的认知不断提升，叠加对即刻美白提亮等需求的驱动，光学美白项目市场有望持续上行，光电美白项目在美白终端市场的渗透率有望进一步上行，2021 年，美白终端市场规模达 5013 亿元，据新氧数据颜究院，2022 年，光电医美中美白嫩肤项目占比达 32.23%，据此计算光电美白项目在美白终端市场渗透率为 2.3%，若光电美白类项目在终端美白市场规模渗透率提升到 5%，则对应超 250 亿元的终端市场规模。**

2) 抗衰需求拉动射频/超声类市场上行

从行业角度看，抗衰需求快速增长，护肤和医美为消费者选择抗衰主要途径。据 Zion Market Research 和 Euromonitor 统计，全球抗衰市场从 2016 年的 1500 亿美元增至 2021 年 2236 亿美元，2016-2021 年 CAGR 达 8.3%，预计 2024 年市场规模达 2817 亿美元。国内抗衰市场在国民可支配收入持续增长及抗衰市场消费者逐渐低龄化的趋势下进入发展快车道，2021 年，中国抗衰市场规模达 108.9 亿美元，预计 2024 年达 150.2 亿美元，2021-2024 年复合增速达 11%。**目前主流的抗衰老途径中，护肤品和医美成为最受公众关注的两大途径。**

表9：全球及中国抗衰市场规模及预测（亿美元）

| 单位：亿美元 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球市场规模 | 1500 | 1640 | 1770 | 1917 | 2070.4 | 2236 | 2414.9 | 2608.1 | 2816.7 |
| yoy | - | 9.33% | 7.93% | 8.31% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 中国市场规模 | 58.6 | 66.8 | 76.1 | 86 | 97.1 | 108.9 | 121.9 | 135.3 | 150.2 |
| yoy | - | 13.99% | 13.92% | 13.01% | 12.91% | 12.15% | 11.94% | 10.99% | 11.01% |

资料来源：Zion Market Research, Euromonitor, 民生证券研究院

欧华美科旗下产品主要聚焦在激光和射频类，应用领域分别在医疗美容和生活美容领域。按技术类型分，欧华美科主要在皮秒激光、多源相控射频、微针射频及点阵射频的细分方向布局；按应用场景分，欧华美科的蜂巢皮秒、超皮秒、微针射频、点阵射频主要在医疗美容应用，而多源相控射频可应用于医疗美容与生活美容领域。**未来在 market 需求的拉动下，有望进一步驱动该部分业务持续向上。**

表10：光电医美产品对比

| 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 | 强脉冲光 | 光子嫩肤、脱毛 | 科医人、飞顿、赛诺秀、欧华美科 |
| | | 半导体激光 | 激光脱毛 | 欧华美科、飞顿、科医人、赛诺龙、赛诺秀、奇致激光 |
| | | 皮秒激光 | 蜂巢皮秒、超皮秒 | 欧华美科、赛诺龙、赛诺秀 |
| | | 去除色素激光 | 美白祛斑 | 科医人、赛诺秀、奇致激光 |
| | 家用美容 | 点阵激光 | 嫩肤、去除痤疮 | 赛诺秀、奇致激光 |
| | | 半导体激光 | 激光脱毛 | Tria、易科美 |
| | | 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 | 祛皱、紧肤 | 热玛吉、alma |
| | | 双极射频 | 祛皱、紧肤 | 赛诺龙、Invasix |
| 射频 | 医疗美容 | 多源相控射频 | 祛皱、紧肤塑形 | 欧华美科 |
| | | 微针射频 | 抗衰、祛痤疮疤痕 | 欧华美科、半岛黄金微针 |
| | | 点阵射频 | 嫩肤、祛除痤疮 | 欧华美科 |
| | 家用美容 | 双极射频 | 祛皱紧肤 | Ya man、Home Skinovations、Tripollar |
| | 多源相控射频 | 祛皱紧肤 | 欧华美科 | |
| 冷冻类 | 医疗美容 | 冷冻减脂 | 溶脂塑形 | 艾尔建、Cocoon |
| 超声类 | 医疗美容 | 超声减脂 | 溶脂塑形 | 赛诺龙 |
| 物理类 | 医疗美容 | 皮肤旋切 | Nuvellus 紧肤术 | Recros Medica |

资料来源：新氧，各公司官网，昊海生科公告，民生证券研究院整理

3 医美在研产品：产品储备丰富，未来增长可期

在研产品储备丰富，有望巩固医美核心业务。公司与美国 Eirion 达成股权投资和产品许可协议，获 Eirion 的创新外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、经典注射型肉毒毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02，中国大陆、中国香港及澳门特别行政区、中国台湾地区的独家研发、销售、商业化的权利，从而储备了创新乳液涂抹型肉毒毒素产品；镭科光电旗下激光美肤、皮秒激光等美容设备在中国和美国的注册上市和销售也正在推进；第四代有机交联玻尿酸产品已完成国内的临床试验，目前处于注册审评后期阶段。众多产品的上市预计能够为公司带来多样化产品的回报。**未来，公司将进一步强化核心技术能力，推进新产品持续上市、巩固企业的医美核心业务。**

表11：医美产品主要在研项目

| 在研项目 | 进展情况 | 技术水平 | 具体应用前景 |
|------------------|--------|------|-------------------------------------------------------------------|
| 线性精密交联水光注射剂 | 注册检验 | 国际领先 | 通过精密交联技术，延长产品的临床维持时间，同时使得生物多糖凝胶呈线性排列且具有类似于胶原纤维的微观取向结构，有利于细胞的迁移与增殖 |
| 加强型水光注射剂 | 临床试验 | 国内同等 | 强化可吸收生物多糖材料中的氢键结构，提高水光产品的临床效果和维持时间 |
| 有机交联透明质酸钠凝胶 | 注册审评后期 | 国际同等 | 通过交联反应制备出适宜于体内注射的美容填充材料，提高产品使用的安全性 |
| 无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶 | 临床试验 | 国内同等 | 降低注射过程中的疼痛同时提高深层填充效果。 |
| 智能交联胶原蛋白填充剂 | 临床前研究 | 国际领先 | 通过体内环境智能调节交联技术，使得胶原蛋白填充剂具有优秀的组织融合性和体内维持时间 |
| 注射用透明质酸钠复合凝胶 | 临床前研究 | 国际领先 | 提高静态纹的填充修复效果 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 收入拆分与盈利预测

核心假设如下：

1) **医美业务**：受益于 2023 年以来国内经济的持续企稳复苏带来的消费改善，公司具有较强产品竞争力的第三代玻尿酸“海魅”持续放量，医美能量平台业务持续拓展，我们认为医美业务收入有望维持较快增长增速。2021-2023 年，医美业务收入增速为 91.5%、61.5%及 41.3%，我们预计 2024-2026 年医美业务收入增速为 35.9%、32.1%及 30.1%。2021-2023 年，医美业务毛利率为 77.4%及 73.1%及 77.5%，随毛利率较高的玻尿酸业务收入占比提升，我们预计 2024-2026 年医美业务毛利率分别为 78.5%、79.1%及 79.4%。

2) **眼科业务**：公司眼科业务产品线布局全面，人工晶体中低端产品布局完善且有较高市场份额，OK 镜实现高中低端产品全布局，短期受第四批高值耗材国家集采带来的国产渗透率提升驱动及消费逐步企稳复苏后 OK 镜业务增长提速影响，中长期受益于白内障手术渗透率提升及人工晶体及 PRL 新产品逐步推出，我们预计公司眼科业务将延续增长态势。2021-2023 年，眼科业务收入增速为 19.2%、14.1%及 20.6%，我们预计 2024-2026 年眼科业务收入增速为 19.0%、17.7%及 14.6%。2021-2023 年眼科业务毛利率为 60.7%、58.8%及 59.1%，我们预计 2024-2026 年毛利率为 61.1%、60.7%及 60.0%。

3) **骨科业务**：相关产品市场增速稳定，公司产品相对成熟且市占率较高，预计将维持稳定增长。受终端医疗机构门诊量变化影响，公司骨科业务历史增速波动较大，2021-2023 年骨科业务收入增速为 21.2%、-3.4%及 22.6%，我们预计 2024-2026 年骨科业务收入规模将以 10~15%左右增速稳定增长。2021-2023 年，骨科业务毛利率为 84.3%、82.2%及 80.1%，考虑行业成熟度状况及毛利率变化趋势，预计 2024-2026 年骨科业务毛利率为 79.3%、78.3%及 77.3%。

4) **防粘连业务**：防粘连市场进入稳定成长状态且公司防粘连业务发展周期较长，产品成熟度高，预计未来将维持稳定增长。2021-2023 年防粘连业务收入增速为 11.9%、-8.2%及-17.3%，近年来负增长主要受到高值耗材控费控量等政策因素影响。我们预计随着政策影响因素的出清，公司防粘连业务有望重回增长轨道，预计 2024-2026 年防粘连业务收入增速为-10.0%、3.0%及 3.0%。2021-2023 年防粘连业务毛利率为 73.3%、67.8%及 68.4%，我们预计 2024-2026 年防粘连业务毛利率将略有下降，分别为 66.0%、64.0%及 62.0%。

5) **其他业务**：预计其他业务收入保持平稳增速，我们预计 2024-2026 年收入增速均为 3%，预计毛利率维持在 45.0%。

综上所述，预计 2024-2026 年实现营收 32.62、39.87、48.13 亿元，分别同比+22.9%、+22.2%、+20.7%，预计毛利率为 71.7%、72.1%、72.2%。

表12：公司收入拆分及盈利预测（单位：百万元）

| 财务数据单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1,767.0 | 2,130.3 | 2,654.0 | 3,262.4 | 3,987.3 | 4,813.2 |
| YoY | 32.6% | 20.6% | 24.6% | 22.9% | 22.2% | 20.7% |
| 毛利率 | 72.1% | 69.0% | 70.5% | 71.7% | 72.1% | 72.2% |
| 1.医美业务 | 463.4 | 748.1 | 1,056.9 | 1,436.8 | 1,897.9 | 2,468.4 |
| YoY | 91.5% | 61.5% | 41.3% | 35.9% | 32.1% | 30.1% |
| 毛利率 | 77.4% | 73.1% | 77.5% | 78.5% | 79.1% | 79.4% |
| 2.眼科业务 | 674.5 | 769.9 | 928.2 | 1,104.9 | 1,300.1 | 1,489.6 |
| YoY | 19.2% | 14.1% | 20.6% | 19.0% | 17.7% | 14.6% |
| 毛利率 | 60.7% | 58.8% | 59.1% | 61.1% | 60.7% | 60.0% |
| 3.骨科业务 | 402.1 | 388.4 | 476.1 | 541.1 | 604.2 | 664.6 |
| YoY | 21.2% | -3.4% | 22.6% | 13.7% | 11.7% | 10.0% |
| 毛利率 | 84.3% | 82.2% | 80.1% | 79.3% | 78.3% | 77.3% |
| 4.防粘连及止血业务 | 192.9 | 177.2 | 146.5 | 131.8 | 135.8 | 139.9 |
| YoY | 11.9% | -8.2% | -17.3% | -10.0% | 3.0% | 3.0% |
| 毛利率 | 73.3% | 67.8% | 68.4% | 66.0% | 64.0% | 62.0% |
| 5.其他业务 | 34.2 | 46.6 | 46.4 | 47.8 | 49.2 | 50.7 |
| YoY | 64.2% | 36.5% | -0.5% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 毛利率 | 74.9% | 64.9% | 48.4% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用率假设：

1) 销售费用率：2021-2023 年公司销售费用率为 34.7%，31.9%及 30.7%，由于公司着力开拓海外市场，销售费用率仍将维持在较高水平，预计 2024-2026 年销售费用率均为 30.7%。

2) 管理费用率：2021-2023 年公司管理费用率为 16.0%，18.9%及 15.7%，在规模经济及公司内部治理持续优化影响下，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率为 15.5%、15.3%及 15.1%。

3) 研发费用率：2021-2023 年公司研发费用率为 9.5%，8.6%及 8.3%，我们预计公司研发费用率在 7-8%的区间中维持稳定，并受规模经济效应影响逐步下降，预计 2024-2026 年研发费用率为 8.1%、7.9%及 7.7%。

4) 财务费用率：预计 2024-2026 年，公司财务费用率分别为-2.10%、-1.70%、-1.50%。

表13：各项费用率预测

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 34.70% | 31.90% | 30.70% | 30.70% | 30.70% | 30.70% |
| 管理费用率 | 16.00% | 18.90% | 15.70% | 15.50% | 15.30% | 15.10% |
| 研发费用率 | 9.50% | 8.60% | 8.30% | 8.10% | 7.90% | 7.70% |
| 财务费用率 | -4.80% | -3.50% | -2.30% | -2.10% | -1.70% | -1.50% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

昊海生科为主营眼科高值耗材、医美填充产品、医用生物修复材料的平台型公司，我们选择爱博医疗、华熙生物、锦波生物为可比公司，爱博医疗为深耕眼科高值耗材领域并在人工晶体方向有较强产品力和较高市场份额的国产龙头公司，与昊海生科眼科高值耗材业务具有较高可比性。华熙生物在玻尿酸填充领域有较强产品力和市场影响力，锦波生物具备重组胶原蛋白填充领域的先发优势，与昊海生科医美填充业务具有较高可比性。我们认为，昊海生科的医药业务布局完善，增长预期稳定，行业地位稳固，医美业务主要布局在高成长的高端玻尿酸领域，有望享有高于医美行业的增速，5月10日收盘价对应昊海生科2023-2025年PE为38、30及24x，估值低于可比公司均值。

表14：可比公司 PE 数据对比

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|---------------|------|---------|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E |
| 688050.SH | 爱博医疗 | 158.00 | 2.89 | 4.10 | 5.46 | 55 | 39 | 29 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 62.30 | 1.23 | 1.71 | 2.12 | 51 | 36 | 29 |
| 832982.BJ | 锦波生物 | 174.00 | 4.40 | 6.87 | 9.51 | 40 | 25 | 18 |
| 可比公司均值 | | | | | | 48 | 33 | 26 |
| 688366.SH | 昊海生科 | 93.65 | 2.47 | 3.16 | 3.94 | 38 | 30 | 24 |

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，参考 2024 年 5 月 10 日收盘价

公司为具有较强研发及业务管理布局能力、在细分赛道内具有市场影响力的消费+医械平台型公司，产品覆盖眼科、医美、骨科、防粘连等多个领域，眼科业务产品力强，业务增长稳健，骨科及防粘连业务发展稳定，医美业务在高增长的高端玻尿酸领域重点布局，有望拉动公司收入快速增长。我们预计 2024-2026 年，公司实现营收 32.6/39.9/48.1 亿元，对应 YoY 为 23%/22%/21%；归母净利润分别为 5.3/6.7/8.2 亿元，对应 YoY 为 28%/25%/23%；5 月 10 日对应 2024-2026 年 PE 为 30/24/19 x，**维持“推荐”评级。**

5 风险提示

1) 新产品开发失败的风险。生命医用材料研发周期长、技术难度高、资金投入大，若公司在研项目不能形成研发成果，并成功开发出新产品，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。

2) 医药行业监管政策变化带来的风险。医药企业生产经营的各个方面均受到各类地方、区域和国家法规的管制，包括药品或医疗器械产品生产商的许可及认证要求和程序、操作和安全标准以及环境保护法规。如果公司未能及时根据医药行业不断出台的监管政策进行自我调整，可能导致公司的合规成本增加、产品需求减少，对公司的财务状况及经营业绩造成不利影响。

3) 核心技术泄密和核心技术人员流失的风险。公司的核心技术以及核心技术人员是公司产品保持市场竞争力的关键，也是推动公司未来发展的重要战略资产。如果公司薪酬水平和同行业竞争对手相比丧失竞争优势、核心技术人员的激励机制不能落实，将导致公司核心技术人员流失，公司技术保密、技术升级及开发和生产经营将存在受到不利影响的可能性，从而影响公司的核心竞争力和盈利水平。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2,654 | 3,262 | 3,987 | 4,813 |
| 营业成本 | 783 | 922 | 1,114 | 1,336 |
| 营业税金及附加 | 15 | 18 | 22 | 26 |
| 销售费用 | 815 | 1,001 | 1,224 | 1,477 |
| 管理费用 | 418 | 506 | 610 | 727 |
| 研发费用 | 220 | 264 | 315 | 371 |
| EBIT | 455 | 589 | 749 | 932 |
| 财务费用 | -62 | -68 | -72 | -80 |
| 资产减值损失 | -7 | -10 | -12 | -14 |
| 投资收益 | 1 | 4 | 2 | 1 |
| 营业利润 | 507 | 651 | 811 | 1,000 |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 508 | 652 | 813 | 1,000 |
| 所得税 | 96 | 123 | 153 | 189 |
| 净利润 | 412 | 529 | 659 | 812 |
| 归属于母公司净利润 | 416 | 534 | 665 | 819 |
| EBITDA | 652 | 816 | 1,023 | 1,226 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 2,741 | 2,891 | 3,187 | 3,550 |
| 应收账款及票据 | 328 | 394 | 471 | 556 |
| 预付款项 | 52 | 83 | 100 | 120 |
| 存货 | 526 | 644 | 778 | 933 |
| 其他流动资产 | 103 | 120 | 112 | 129 |
| 流动资产合计 | 3,750 | 4,131 | 4,648 | 5,287 |
| 长期股权投资 | 3 | 8 | 10 | 11 |
| 固定资产 | 767 | 1,044 | 1,302 | 1,408 |
| 无形资产 | 729 | 713 | 698 | 686 |
| 非流动资产合计 | 3,355 | 3,502 | 3,584 | 3,694 |
| 资产合计 | 7,105 | 7,634 | 8,232 | 8,981 |
| 短期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应付账款及票据 | 55 | 76 | 92 | 110 |
| 其他流动负债 | 651 | 827 | 957 | 1,107 |
| 流动负债合计 | 716 | 913 | 1,059 | 1,227 |
| 长期借款 | 157 | 173 | 173 | 173 |
| 其他长期负债 | 215 | 208 | 204 | 225 |
| 非流动负债合计 | 372 | 381 | 376 | 398 |
| 负债合计 | 1,088 | 1,294 | 1,435 | 1,625 |
| 股本 | 171 | 169 | 169 | 169 |
| 少数股东权益 | 367 | 362 | 356 | 349 |
| 股东权益合计 | 6,017 | 6,340 | 6,797 | 7,356 |
| 负债和股东权益合计 | 7,105 | 7,634 | 8,232 | 8,981 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 24.59 | 22.92 | 22.22 | 20.72 |
| EBIT 增长率 | 102.33 | 29.52 | 27.16 | 24.51 |
| 净利润增长率 | 130.58 | 28.24 | 24.70 | 23.10 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 70.50 | 71.73 | 72.06 | 72.24 |
| 净利润率 | 15.68 | 16.36 | 16.69 | 17.02 |
| 总资产收益率 ROA | 5.86 | 6.99 | 8.08 | 9.12 |
| 净资产收益率 ROE | 7.36 | 8.93 | 10.33 | 11.69 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 5.24 | 4.53 | 4.39 | 4.31 |
| 速动比率 | 4.35 | 3.67 | 3.53 | 3.42 |
| 现金比率 | 3.83 | 3.17 | 3.01 | 2.89 |
| 资产负债率 (%) | 15.31 | 16.95 | 17.44 | 18.10 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 45.09 | 45.00 | 44.00 | 43.00 |
| 存货周转天数 | 245.33 | 258.69 | 258.69 | 258.69 |
| 总资产周转率 | 0.38 | 0.44 | 0.50 | 0.56 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.47 | 3.16 | 3.94 | 4.86 |
| 每股净资产 | 33.49 | 35.43 | 38.18 | 41.53 |
| 每股经营现金流 | 3.76 | 4.37 | 5.04 | 6.01 |
| 每股股利 | 1.00 | 1.20 | 1.50 | 1.84 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 38 | 30 | 24 | 19 |
| PB | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 20.76 | 16.59 | 13.24 | 11.04 |
| 股息收益率 (%) | 1.07 | 1.28 | 1.60 | 1.97 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 412 | 529 | 659 | 812 |
| 折旧和摊销 | 198 | 228 | 274 | 294 |
| 营运资金变动 | 90 | -37 | -109 | -124 |
| 经营活动现金流 | 634 | 737 | 851 | 1,014 |
| 资本开支 | -265 | -315 | -323 | -364 |
| 投资 | -146 | -15 | -12 | -10 |
| 投资活动现金流 | -377 | -359 | -309 | -374 |
| 股权募资 | 121 | -24 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 298 | 15 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -258 | -227 | -246 | -277 |
| 现金净流量 | 10 | 151 | 295 | 363 |

插图目录

| | |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 昊海生科股价 (元/股) 与估值复盘 (2022.12-2024.2) | 3 |
| 图 2: 2017-2030 年中国非手术类医美市场规模 (按服务收入计) | 4 |
| 图 3: 2017-2030 年中国医用透明质酸市场规模 (按销售额计) | 4 |
| 图 4: 我国基于透明质酸的皮肤填充剂销量 (百万支) 及同比增速 | 4 |
| 图 5: 我国基于透明质酸的皮肤填充剂销售额 (亿元) 及同比增速 | 4 |
| 图 6: 2021 年国内玻尿酸市场竞争格局 (按销量) | 5 |
| 图 7: 2021 年国内玻尿酸市场竞争格局 (按销售额) | 5 |
| 图 8: 颗粒型玻尿酸对比非颗粒型玻尿酸 | 7 |
| 图 9: 海魅打造“东方古韵美” | 8 |
| 图 10: 2018-2023 年公司玻尿酸收入 (亿元) 及增速 | 9 |
| 图 11: 我国基于透明质酸的皮肤填充剂产品销量 (百万支) | 10 |
| 图 12: 我国基于透明质酸的皮肤填充剂产品销售额 (亿元) | 10 |
| 图 13: 射频及激光设备收入及占医美与创面护理产品收入比例 | 11 |
| 图 14: 欧华美科负责销售业务子公司 (截至 2023 年年报) | 12 |
| 图 15: 欧华美科覆盖全球的业务布局 | 13 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1: 公司玻尿酸产品布局 | 5 |
| 表 2: 海薇对比润百颜 | 6 |
| 表 3: 姣兰产品系列对比瑞蓝产品系列 | 7 |
| 表 4: 海魅对比乔雅登丰颜 | 8 |
| 表 5: 欧华美科主要子公司及业务布局 | 12 |
| 表 6: 公司射频及激光设备产品布局 | 13 |
| 表 7: 2014-2021 年中国光电类医美出货端销售额 (百万美元) | 14 |
| 表 8: 2015-2021 年国内美白市场终端规模情况 (亿元) | 14 |
| 表 9: 全球及中国抗衰市场规模及预测 (亿美元) | 15 |
| 表 10: 光电医美产品对比 | 15 |
| 表 11: 医美产品主要在研项目 | 16 |
| 表 12: 公司收入拆分及盈利预测 (单位: 百万元) | 18 |
| 表 13: 各项费用率预测 | 18 |
| 表 14: 可比公司 PE 数据对比 | 19 |
| 公司财务报表数据预测汇总 | 21 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026