

医药生物

报告日期：2024年06月19日

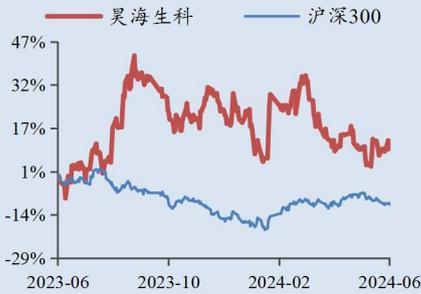
## 医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势

### ——昊海生科（688366.SH）公司深度研究

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年06月18日

当前价格（元）	91.88
52周价格区间（元）	77.61-120.00
总市值（百万元）	15,500.82
流通市值（百万元）	12,781.30
总股本（万股）	16,870.72
流通股（万股）	13,910.86
近一月换手（%）	8.03

分析师：姬志麒

执业证书编号：S0230521030008

邮箱：jizq@hlzqgs.com

#### 相关阅读

#### 摘要：

- **医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势。**公司是一家从事医疗器械和药品研发、生产和销售业务的科技创新型企业，致力于通过技术创新及转化、国内外资源整合及规模化生产，为市场提供创新医疗产品，逐步实现相关医药产品的进口替代，成为生物医用材料领域的领军企业。公司四大业务板块包括眼科、医美、骨科、防粘连及止血，主要产品涵盖人工晶状体系列、近视屈光终端系列、医美光电终端系列、透明质酸系列、外用重组人表皮生长因子系列、医用胶原蛋白海绵系列、医用几丁糖系列等。
- **医美：产品矩阵丰富，高端产品贡献增量。**借鉴美国、韩国医美发展历程来看，需求端人均GDP提升与医美意愿增强、政策端行业监管完善与产业政策支持、供给端技术资源不断突破丰富产品结构及适应症扩展等是助推医美行业蓬勃发展的关键驱动力。悦己消费兴，医美消费认知与消费意愿提升，需求持续释放，渗透率提升驱动行业增长。预计到2025年医美市场规模将从2021年的752亿元上升至2279亿元，GAGR 31.9%。公司通过自研与并购发展实现了三大医美管线业务布局，全方位满足终端客户消费需求。其中，玻尿酸产品通过技术迭代，产品矩阵满足差异化需求，高端产品放量可期；全方位布局光电医美，未来有望增厚业绩贡献；人表皮生长因子产品具备稀缺性，市占份额持续攀升；积极布局肉毒素及胶原蛋白，进一步拓展医美产品矩阵。
- **眼科：全产业链布局眼科领域，打造综合性眼科产品生产商。**眼科疾病种类繁多且广泛，需求刚性特征显著，未来市场空间广阔。中国眼科医疗服务市场规模2022年大致在1863亿元。2015年到2019年的市场增速（CAGR=15%）为基准，按10%复合增速，预计2025年将达到2479亿元，增长空间广阔。公司聚焦全球眼科领域的领先技术，通过自主研发与投资整合并重的方式，致力于加速中国眼科产业的国产化进程，目标成为国际知名的综合性眼科产品生产商。公司眼科产品涵盖两大管线四大细分领域。包括人工晶状体、眼科粘弹剂、视光材料、视光终端产品及眼表用药，并已在眼底病治疗领域布局多个在研产品。2023年，公司眼科业务总收入从2016年的1.21亿增至2023年的9.28亿元，CAGR达33.8%。
- **骨科&防粘连及止血产品：细分龙头，稳健增长。**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，骨科关节腔注射用凝胶需求有望持续增长。公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，市占率居首。在防粘连领域，公司自主研发的医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶防粘连产品，已在临床中得到广泛应用。公司防粘连材料的市场份额为 29.90%，连续 14 年稳居市场首位，国内绝对龙头位置持续得到巩固。

- **投资建议：**公司作为医用生物材料领域头部企业，聚焦差异化发展为企业战略，专注于眼科、医疗美容及创面护理、骨科、外科四大快速发展的治疗领域，通过与国内外知名研发机构合作、自主研发及技术引进并举，持续保持公司技术的领先地位，并不断扩张完善产品线、整合产业链，各系列细分产品获得市场高度认可。随着外部经营环境的稳定，公司及附属公司的生产经营和销售情况平稳恢复并持续向好。我们预计昊海生科 2024-2026 年实现营收 33.37/40.61/48.01 亿元，对应增速分别为 25.75%/21.67%/18.24%；EPS 为 2.85/3.31/3.61 元/股，按当前收盘价对应 PE 为 32.3/27.8/25.5 倍。综合多维度考量，公司眼科和医美市场前景广阔，给予昊海生科 2024 年 PE 为 34 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险、产品研发上市进度不及预期风险、行业政策风险、宏观环境风险、医疗事故风险、引用数据来源发布错误数据风险。

#### ➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,130	2,654	3,337	4,061	4,801
增长率（%）	20.56	24.59	25.75	21.67	18.24
归母净利润（百万元）	180	416	481	558	609
增长率（%）	-48.76	130.58	15.47	16.21	9.01
ROE（%）	3.22	6.85	7.62	8.36	8.59
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.07	2.47	2.85	3.31	3.61
市盈率（P/E）	85.9	37.3	32.3	27.8	25.5
市净率（P/B）	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 内容目录

<b>1 医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势</b>	<b>1</b>
1.1 自研创新与外延并购协同发展，奠定核心竞争力	1
1.2 股权结构相对稳定，核心团队医药背景深厚	3
1.3 整体经营稳健，产品结构优化带动盈利增长	4
<b>2 医美：产品矩阵丰富，高端产品贡献增量</b>	<b>7</b>
2.1 医美市场：行业处于快速发展阶段，未来增长空间可期	7
2.1.1 行业规模不断扩大，上游集中格局显著	7
2.1.2 技术升级与扩展适应症主导玻尿酸行业趋势	10
2.1.3 轻医美有望成为市场主导，能量源医美市场前景广阔	13
2.1.4 人表皮生长因子应用场景广泛，市场规模稳步扩大	15
2.2 昊海生科：自研+并购布局医美领域，未来增长可期	15
2.2.1 布局三大管线全方位满足医美需求	15
2.2.2 积极布局肉毒素及胶原蛋白，拓展医美产品矩阵	18
<b>3 眼科：全产业链布局眼科领域，打造综合性眼科产品生产商</b>	<b>19</b>
3.1 眼科市场：眼科赛道患者基数庞大，呈现需求蓝海	19
3.1.1 刚性需求，前景广阔	19
3.1.2 竞争格局重塑，集采加持国产化加速	22
3.2 昊海生科：聚焦全球眼科领先技术，投资整合+自研奠定竞争优势	23
3.2.1 白内障产品线：产品矩阵丰富，差异定位满足多元需求	24
3.2.2 近视防控与屈光矫正产品线：贡献眼科业绩第二增长曲线	26
<b>4 骨科&amp;防粘连及止血产品：细分龙头，稳健增长</b>	<b>28</b>
4.1 骨科骨科&防粘连及止血市场	28
4.1.1 骨科：深度老龄化人口结构催化需求稳定增长	28
4.1.2 防粘连及止血：需求不断增加，产品导向明显	29
4.2 昊海生科：骨科细分领域领先，业绩呈现稳健增长	30
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>32</b>
5.1 关键假设与盈利预测	32
5.2 相对估值分析	34
<b>6 风险提示</b>	<b>35</b>

## 图目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：公司股权结构（部分子公司）	3
图 3：2016-2023 公司营收情况（百万元，%）	5
图 4：2016-2023 公司净利润情况（百万元，%）	5
图 5：2016-2023 各业务收入占比（%）	6
图 6：2016-2023 各业务收入增速（%）	6
图 7：2016-2023 各项费用率情况（%）	6
图 8：2016-2023 整体及各业务板块毛利率情况	6
图 9：人均 GDP 及同比增速（元，%）	7
图 10：综合与专科医院医美门诊急诊人次及增速（百万人，%）	7
图 11：2017-2025 年中国医美市场规模（亿元，%）	9

图 12:	2017-2025 年中国非手术类医美市场规模 (亿元, %)	9
图 13:	医美消费意愿 (全年医美消费总额/全年家庭税收收入)	9
图 14:	医美潜在/高端消费群体年龄分布 (%)	9
图 15:	医美潜在/高端消费群体家庭年收入分布 (%)	10
图 16:	各国医美渗透率 (每千人接受医美治疗的次数)	10
图 17:	2017-2026E 全球透明质酸市场规模 (吨, 按销量)	10
图 18:	2017-2027E 中国透明质酸原料市场规模及增速 (亿元, %)	10
图 19:	中国透明质酸终端产品市场规模及增速 (亿元, %)	11
图 20:	2020 年全球透明质酸原料市场份额情况 (按销量, %)	11
图 21:	透明质酸品类功效需求转变占比 (消费端, %)	12
图 22:	2022 年医美人群最喜爱的玻尿酸细分项 TOP10 (%)	12
图 23:	2015-2022 年中国激光医美器械市场规模 (亿元, %)	14
图 24:	2016-2025 年中国脉冲医美器械市场规模 (亿元, %)	14
图 25:	2020 年中国激光类医美器械市场格局 (%)	14
图 26:	2020 年中国脉冲医美器械龙头市占份额 (%)	14
图 27:	我国 rhEGF 市场规模 (亿元, %)	15
图 28:	外用重组人表皮生长因子 (商品名: 康合素)	15
图 29:	国内玻尿酸品牌市场份额 (按销售额, %)	17
图 30:	公司医美板块业务收入变化 (亿元)	17
图 31:	公司“康合素”产品的市场份额 (%)	18
图 32:	公司“康合素”产品营收情况 (亿元, %)	18
图 33:	全球各类眼部疾病患者人数 (亿人)	20
图 34:	全球视力受损者人数估计 (百万人)	20
图 35:	中国眼科医疗服务市场规模 (亿元, %)	21
图 36:	2016-2025 年我国白内障手术量 (万例, %)	21
图 37:	2016-2025 年中国人工晶状体市场规模 (亿元, %)	21
图 38:	2013-2022 年我国眼科粘弹剂市场规模 (亿元, %)	21
图 39:	2018-2025 年近视人群数量及渗透率 (万人, %)	22
图 40:	2018-2025 年国内角膜塑形镜市场规模 (亿元, %)	22
图 41:	2017 年全球人工晶状体市场份额占比 (%)	23
图 42:	昊海生科人工晶状体系列产品	23
图 43:	2016-2023 年公司眼科业务收入及增速 (亿元, %)	24
图 44:	2016-2023 年公司眼科细分产品结构 (亿元)	24
图 45:	2016-2023 年公司人工晶状体收入及增速 (亿元, %)	26
图 46:	公司眼科粘弹剂市场份额占比情况 (%)	26
图 47:	2016-2023 年公司视光材料收入及增速 (亿元, %)	27
图 48:	2016-2023 年公司视光产品收入及增速 (亿元, %)	27
图 49:	我国 65 岁及以上人口占比情况 (%)	29
图 50:	2016-2022E 我国骨关节腔粘弹剂市场规模 (亿元, %)	29
图 51:	2005-2021 我国住院病人手术人次及增速 (千万人, %)	30
图 52:	2013-2022E 我国手术防粘连剂市场规模 (亿元, %)	30
图 53:	2016-2023 年公司骨科业务收入及增速 (亿元, %)	31
图 54:	公司骨科业务市占率 (%)	31
图 55:	2016-2023 年公司防粘连业务收入及增速 (亿元, %)	31
图 56:	公司防粘连业务市占率 (%)	31

## 表目录

表 1: 公司并购投资事件梳理 .....	2
表 2: 公司管理层 .....	4
表 3: 国内医美行业政策梳理 .....	8
表 4: 国内市场主要玻尿酸注射产品种类梳理 .....	12
表 5: 公司玻尿酸产品布局梳理 .....	16
表 6: 不同档次的人工晶状体产品价格及市场占有率 .....	23
表 7: 公司眼科产品技术研发储备及进展情况 .....	25
表 8: 截至 2023 年 5 月底国内 18 款已获批角膜塑形镜产品梳理 .....	28
表 9: 公司骨科&防粘连及止血领域新技术产品储备情况 .....	32
表 10: 公司业务收入拆分及预测 .....	33
表 11: 公司期间费用率预测 .....	34
表 12: 昊海生科可比公司估值情况 (截至 2024 年 5 月 27 日) .....	35

## 1 医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势

### 1.1 自研创新与外延并购协同发展，奠定核心竞争力

公司是一家从事医疗器械和药品研发、生产和销售业务的科技创新型企业，致力于通过技术创新及转化、国内外资源整合及规模化生产，为市场提供创新医疗产品，逐步实现相关医药产品的进口替代，成为生物医用材料领域的领军企业。公司四大业务板块包括眼科、医美、骨科、防粘连及止血，主要产品涵盖人工晶状体系列、近视屈光终端系列、医美光电终端系列、透明质酸系列、外用重组人表皮生长因子系列、医用胶原蛋白海绵系列、医用几丁糖系列等。公司自2007年成立到2019年登陆A股科创板发展至今，历经十余年不断自主创新和产业整合发展，专注于医用生物材料行业，通过“自主研发+外延并购”模式快速成长，取得行业领先优势，占据市场核心地位。

目前已形成医药+医美双轮驱动发展格局，旗下产品眼科粘弹剂连续十六年国内份额首位，并已成为国内第二大外用人表皮生产因子生产商、国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商、国内第一大手术防粘连剂生产商，以及主要医用胶原蛋白海绵生产商之一。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，华龙证券研究所

公司通过投资并购完成多业务布局，实现多层次多品类产品矩阵构建。2007-2009年，公司成立于2007年，并购三家主营透明质酸钠的企业，初步形成业务涵盖眼科、骨科、外科三大领域的医用生物材料公司。2010-2015年，第一款自研玻尿酸产品“海薇”注册成功并上市，涵盖眼科、医美、骨科、防粘连及止血四大板块业务运营格局基本形成，并于2015年成功上市香港联交所。2016-2020年，眼科与医美业务快速增长，收购Aaren、河南宇宙、

Contamac、ODC、杭州爱晶伦等股权延申眼科产业链，拓展眼科产品线，收购 China Ocean 等加速医美产品线布局。首款亲水非球面人工晶状体获批，新一代高透氧角膜接触镜材料“Optimum Infinite”上市，相继推出“娇兰”、“海魅”两代玻尿酸产品。于 2019 年登录 A 股科创板。2021 年至今，眼科与医美业务深化发展，获得两款 OK 镜的大陆经销权，“童享”系列产品上市，继续优化眼科产品矩阵，收购欧美华科，进军医美广电终端设备，投资资 Eirion 布局肉毒素领域。第四代玻尿酸产品进入注册申报阶段。

表 1：公司并购投资事件梳理

时间	事件	标的公司业务	布局领域
2007 年 5 月	华源生科以松江生物制药厂整体资产向公司增资并转让股权	玻璃酸钠注射液、透明质酸钠凝胶、外用冻干重组人表皮生长因子等产品的生产和销售	眼科/骨科/整形美容与创面 护理/防黏连
2007 年 9 月	收购建华生物	医用透明质酸钠凝胶的生产和销售	及止血-透明质酸钠/几丁糖/重组人表皮生长等
2007 年 12 月	收购其胜生物	医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶的生产和销售	
2010 年 12 月	收购利康瑞	从事发酵法透明质酸钠原料、几丁糖原料、玻璃酸钠注射液、医用胶原蛋白海绵等生物医用材料产业化项目	
2016 年 11 月	收购 Aaren 的亲水性折叠及 PMMA 硬性人工晶状体业务及其股权	全系列人工晶状体的研发、生产和销售	眼科-人工晶状体-研发生产
	收购深圳新产业 60%股权	人工晶状体销售, Lenstec 品牌人工晶状体长期独家代理商	眼科-人工晶状体-销售
2016 年 12 月	收购河南宇宙 100%股权	人工晶状体及其配套产品的生产和销售	眼科-人工晶状体-研发生产
2017 年 4 月	收购 Contamac70%股权	角膜接触镜、人工晶状体原材料及视光材料供应商	眼科-人工晶状体-视光材料
2017 年 12 月	收购珠海艾格 100%股权	人工晶状体的研发、生产和销售	眼科-人工晶状体-研发生产
2017 年 12 月	通过收购 China Ocean100%股权间接收购青岛华元	国内透明质酸钠原料生产商	透明质酸钠原料
2019 年 4 月	收购 ODC100%股权	人工晶状体推注器产品生产商	眼科-人工晶状体-配套产品
2020 年 4 月	收购杭州爱晶伦 55%股权	有晶体眼屈光晶体产品的研发、生产和销售	眼科-屈光矫正
2021 年 2 月	收购欧美华科 63.64%股权	专业生活美容及家用美容领域业务（旗下 EndyMed 专注射频美容设备；Bioxis 聚焦玻尿酸及几丁糖等生物材料）	医美-射频及激光医疗美容设备、家用仪器、创新型真皮 填充剂
2021 年 3 月	认购 Eirion 的 A 轮优先股	A 型肉毒素产品及小分子药物产品的研发	医美-肉毒素
	收购亨泰视觉 55%股权	眼视光光学产品线综合服务商（迈儿康角膜塑形用硬性透气接触镜与贝视得视光功能性光学镜片）	眼科-角膜塑形镜

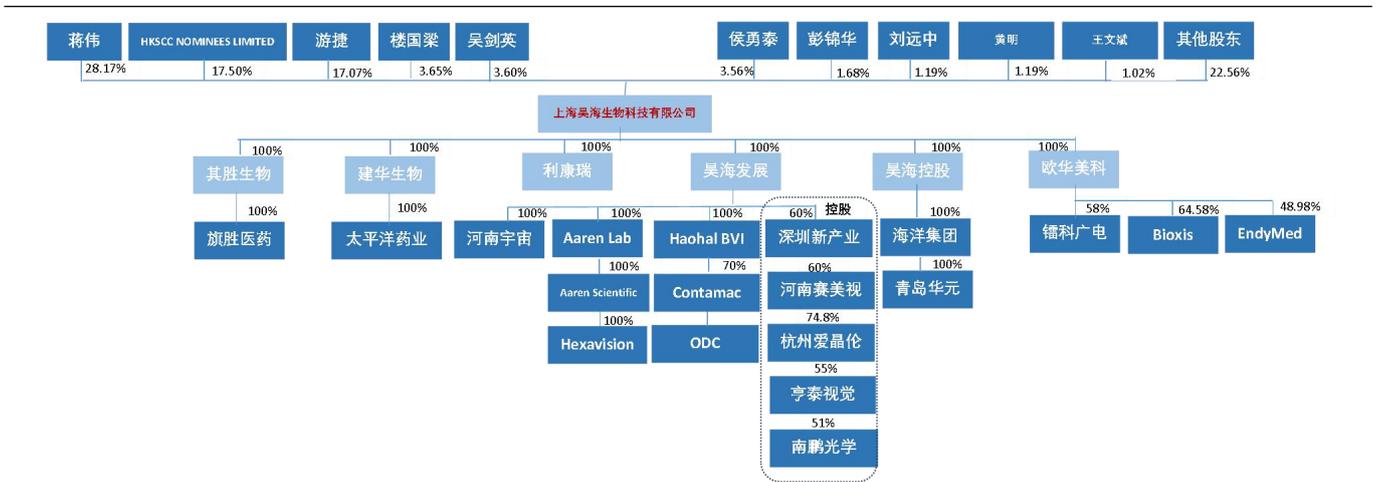
时间	事件	标的公司业务	布局领域
2021年4月	收购河北鑫视康 60%股权 (2022年7月转让全部股权)	软性隐形眼镜的研发、生产和销售	眼科-软性接触镜
2021年12月	收购南鹏光学 51%股权	眼视光专业高科技企业(亨泰光学角膜塑形用硬性透气接触镜和硬性角膜接触镜 RGP)	眼科-角膜塑形镜、硬性角膜接触镜
2023年7月	收购欧美华科 36.36%股权	专业生活美容及家用美容领域业务(旗下 EndyMed 专注射频美肤设备; Bioxis 聚焦玻尿酸及几丁糖等生物材料)	医美-射频及激光医疗美容设备、家用仪器、创新型真皮填充剂

数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 公司官网, 华龙证券研究所

## 1.2 股权结构相对稳定, 核心团队医药背景深厚

股权相对集中稳定, 实控人持股合计 45.24%。截至 2024 年 3 月 31 日, 公司创始人蒋伟、游捷夫妇直接持股合计 45.24%, 系公司实际控制人。公司主席兼执行董事侯永泰持股 3.56%, 执行董事兼总经理吴剑英持股 3.60%。公司旗下子公司主要涵盖眼科与医美板块, 眼科领域子公司主要包括深圳新产业、河南赛美视、河南宇宙、Contamac、亨泰视觉等; 公司通过医美领域全资控股企业欧华美科旗下的镭科光电、Bioxis、EndyMed 等, 以及参股 Eirion 公司等实现医美板块产品矩阵布局。

图 2: 公司股权结构 (部分子公司)



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 华龙证券研究所 (截至 2024 年 3 月 31 日)

管理层专业背景深厚, 医药领域从业经验丰富。董事长侯永泰博士在美国俄亥俄大学获得博士学位, 随后在美国宾州大学药理学系进行博士后研究工作, 2000 年入选“中国科学院海外人才百人计划”, 医药行业研发经验及管理经验丰富; 总经理吴剑英医生于第二军医大学获得临床医学硕士, 在医药行业拥有超过 30 年从业经

验；董事黄明博士、执行董事陈奕奕女士、副总经理张军东博士等管理层人员医药行业从业经验十多年，且多数人员均为公司成立之际加入公司，管理层团队稳定性显著。而且公司于2021年推出A股限制性股票激励计划，将营业收入和净利润同时纳入激励计划，并设置目标值和触发值，此举将有效激励公司核心高管和骨干员工，共谋公司长远发展，共享公司发展红利。

表 2：公司管理层

姓名	职务	个人履历
侯永泰	董事长	在美国俄亥俄大学获得博士学位，随后在美国宾州大学药理学系进行博士后研究工作，2000年入选“中国科学院海外人才百人计划”，中国科学院上海药物研究所研究员及博士生导师。2007年加入昊海生物科技，在医药行业拥有28年以上的医药行业研发经验，拥有超过20年以上的医药公司管理经验。
吴剑英	执行董事、总经理	第二军医大学获得临床医学硕士，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。2007年加入昊海生物科技，在医药行业拥有超过29年的从业经验，拥有超过20年以上的医药公司管理经验。
黄明	董事	华东政法大学获得法学硕士学位，随后在复旦大学获得企业管理博士学位，于1999年取得其律师资格。2007年加入昊海生物科技，其在医药行业拥有超过12年的从业经验。
唐敏捷	执行董事兼财务负责人	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。2016年8月加入公司，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。
任彩霞	副总经理	合肥工业大学化工系取得无机化学学士学位，2002年起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。2007年加入昊海生物科技，在医药行业拥有18年以上的从业经验。
王文斌	副总经理	毕业于第二军医大学，并于1999年取得中国执业医师资格。2007年加入昊海生物科技，在医药行业拥有27年以上的从业经验。
张军东	副总经理	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。2014年加入昊海生物科技，在医药行业拥有11年以上的从业经验。

数据来源：公司招股说明书，公司公告，华龙证券研究所（截至2023年12月31日）

### 1.3 整体经营稳健，产品结构优化带动盈利增长

外部环境及集采等因素影响收入出现波动，2020-2022年重回增长态势。2017-2019年公司收入从861.21百万元增长至1604.33百万元，CAGR达到17%。2020年受外部环境影响，门诊量及手术量大幅减少导致公司业绩承压，收入下滑至1332.43百万元，同比下滑17%。2021年公司经营恢复，业绩复苏，延续疫前增长趋势。2022年收入达到2130.28百万元，较2020年同期增长59.88%，恢复至2019年的132.78%水平；归母净利润180.47百万元，同比下滑48.76%，主要原因系外部因素影响上海地区三家生产型子公司间断

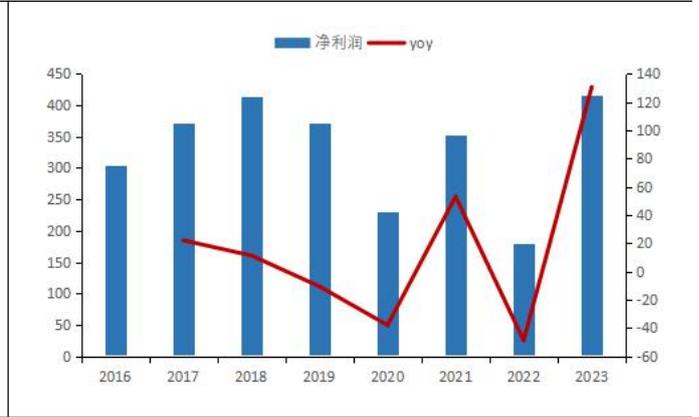
停产，因美国子公司 Aaren 国内渠道重组实施阶段性停产而计提减值损失，以及实施股权激励计划等。2023 年，公司实现营业收入 2654.04 百万元，同比增长 24.59%，归母净利润 416.12 百万元，同比增长 130.58%，业绩实现高增长。

图 3：2016-2023 公司营收情况（百万元，%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

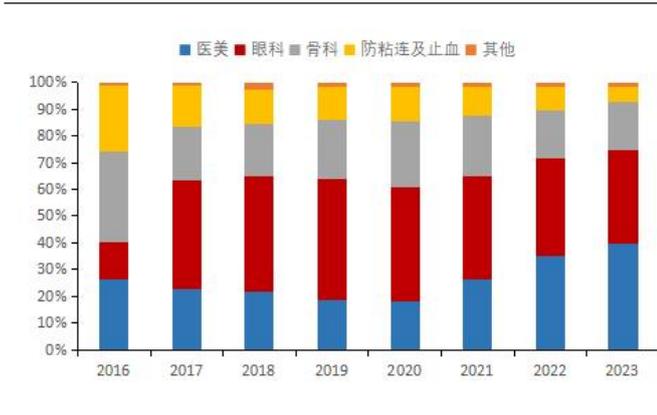
图 4：2016-2023 公司净利润情况（百万元，%）



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

**医美医药双轮驱动发力，医美业务占比提升。**盈利能力较强的医美业务收入贡献占比持续攀升。2023 年，医美/眼科/骨科/防粘连及止血收入分别为 1056.86/928.21/476.09/146.49 百万元，收入占比 39.82%/34.97%/17.94%/5.52%。一方面，低基数基础上，公司及旗下子公司生产经营均恢复正常，各产品线销量收入大幅改善。另一方面，在骨科、防粘连及止血业务稳定增长的基础上，眼科与医美板块收入占比提升，高端产品放量。公司医美业务板块占比超越眼科提升至第一位，占比 39.82%，上半年营收同比增长 47%，其中玻尿酸收入实现同比增速 114% 的高速增长，特别是三代玻尿酸产品“海魅”迅速打开市场，同比增长 377%，显著高于行业平均水平。公司眼科业务板块占比 36.60%，收入同比增速 35%，尤其人工晶状体产品同比增长 58%。随着公司在眼科器械一体化产业链、全年龄段产品类型的布局，叠加集采助推，未来市场份额有望进一步提升。

图 5：2016-2023 各业务收入占比 (%)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

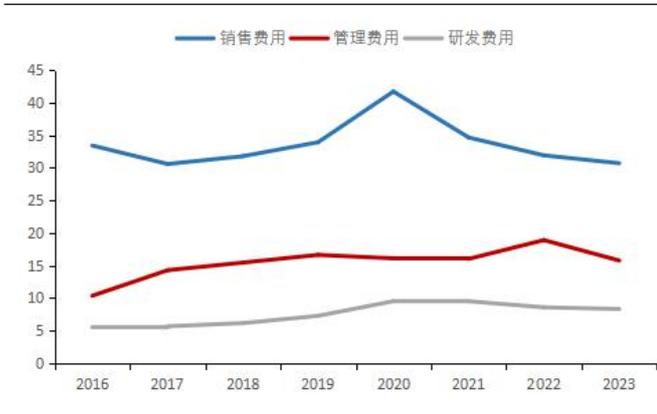
图 6：2016-2023 各业务收入增速 (%)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

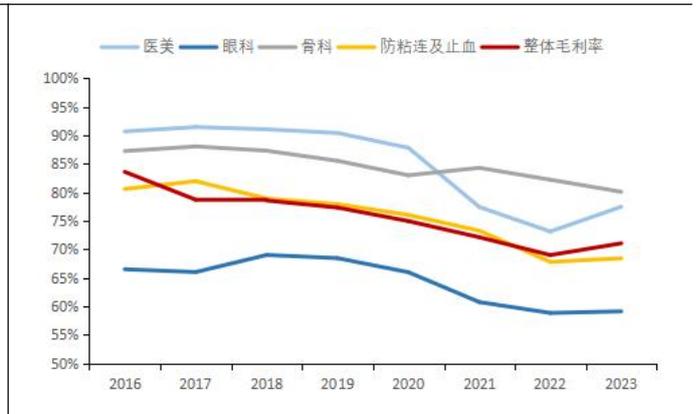
期间费用基本稳定，盈利能力边际改善。费用端，公司为奠定核心竞争力，坚定自主研发，着重扩充眼科和医美创新产品线。近年来研发费用率基本维持在 9%附近；销售费用区间 32%-35%，2022 年接近 42%，主要系为对冲疫情影响，稳定市场份额，加大市场营销投入所致；管理费用稳定，基本维持在 16%-19%，较之前略有提升主要是受激励计划支出，欧美华科和南鹏化学并表增加管理费用及无形资产摊销影响。盈利能力端，毛利率从 2017 年的 79% 下降到 2022 年的 69%；净利率从 2017 年的 30% 下降到 2022 年的 9%。毛利率与净利率下滑主要考虑是欧美华科的光电设备业务、南鹏化学的代理销售业务本身毛利率不及公司原有业务，并表后拉低整体毛利率和净利率水平。南鹏光学自 2022 年 1 月并入公司报表，欧华美科自 2021 年 9 月并入公司报表。2023 年毛利率和净利率均有所回升，毛利率回升至 71%，主要系公司医美产品收入占比上升带动。

图 7：2016-2023 各项费用率情况 (%)



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 8：2016-2023 整体及各业务板块毛利率情况



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

## 2 医美：产品矩阵丰富，高端产品贡献增量

### 2.1 医美市场：行业处于快速发展阶段，未来增长空间可期

#### 2.1.1 行业规模不断扩大，上游集中格局显著

供需+政策驱动行业规模持续增长。借鉴美国、韩国医美发展历程来看，需求端人均 GDP 提升与医美意愿增强、政策端行业监管完善与产业政策支持、供给端技术资源不断突破丰富产品结构及适应症扩展等是助推医美行业蓬勃发展的关键驱动力。政策端，1994 年我国首次将“医疗美容科”列为“一级诊疗科目”标志着国家对医美行业的扶持，并于随后几年出台相关政策，引导行业稳定发展；2017 年-2023 年针对非合规医美出台政策进行严厉打击，进一步整顿行业规范发展。伴随着医美产业链逐步完善，“颜经济”规模空间持续扩展。收入端来看，国家统计局数据显示，2023 年我国人均 GDP 8.94 万元。随着人均 GDP 持续增长，居民可支配收入增加，消费能力得到提高。随着消费升级及支出结构变化，对于医美消费的了解和需求持续扩大。据艾瑞咨询数据，2014-2020 年，剔除疫情期间人数下降外，专科及综合医院医疗美容就诊人次增速始终维持在 20%以上，远高于医疗行业诊疗人次平均增速（3.6%）。

图 9：人均 GDP 及同比增速（元，%）

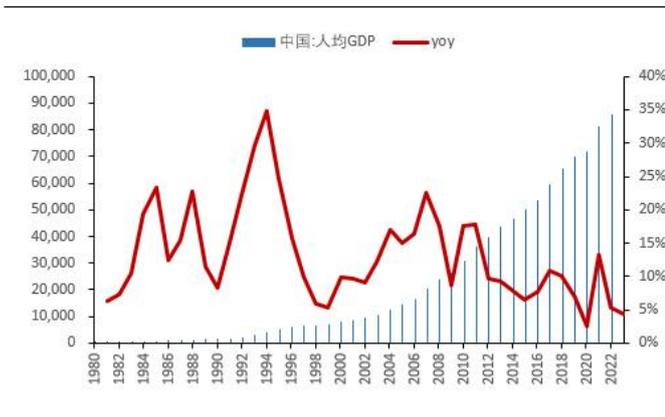


图 10：综合与专科医院医美门诊急诊人次及增速（百万人，%）



数据来源：Wind，国家统计局，华龙证券研究所

数据来源：艾瑞咨询，华龙证券研究所

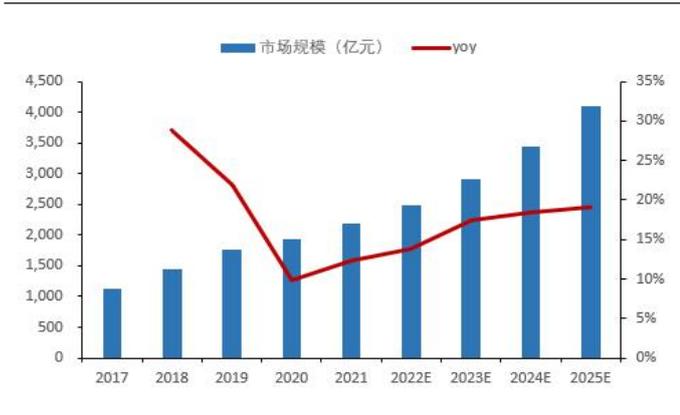
表 3：国内医美行业政策梳理

时间	名称	主要内容
2002 年	《医疗美容服务管理办法》	依据《执业医师法》等，首次规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并且对执业机构提出明确监督管理。
2011 年	关于征求《美容医疗机构医疗美容科（室）基本标准（2011 版征求意见稿）》意见通知	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置，医疗美容门诊部、诊所及医疗美容科对床位设置、医护人员配置和学历要求提升。
2012 年	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求。
2014 年	《医疗美容机构评价标准》	在全国 7 省、直辖市共 17 家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作，并计划于 3 年对全国民营医疗美容机构作出评价认证。
2015 年	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	规定了各机构床位数、科室设置、从业人员、医疗用房、基本设备情况。
2017 年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	七部门联合严厉打击非法医疗美容专项行动，吊销医疗机构诊疗科目或《医疗机构执业许可证》28 家，责令 47 家医疗美容职业技能培训机构改正。
2019 年	《医疗乱象专项整治行动的通知》	卫健委要求各地对非法医疗美容等突出问题开展“回头看”，将医疗美容纳入国家监督抽查以及 8 部门联合开展的医疗乱象专项整治。
2020 年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度。
2021 年	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	特别措施的意见：支持海南高端医美产业发展。鼓励知名美容医疗机构落户乐城先行区，在乐城先行区的美容医疗机构可批量使用在美国、欧盟、日本等国家或地区上市的医美产品。
2021 年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	2021 年 6~12 月卫健委等八部委联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，主要打击非法医疗美容活动、非法制售药品医疗器械行为查处违法广告和互联网信息严格规范医疗美容服务等方面
2023 年	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	优化医疗美容市场主体准入管理，强化医疗美容机构资质审核，强化事中事后监管，深化跨部门综合监管，健全适应医疗美容行业发展特点的常态化监管体系，形成以监管促发展的良好态势。

资料来源：政府网站,中国整形美容协会，华龙证券研究所

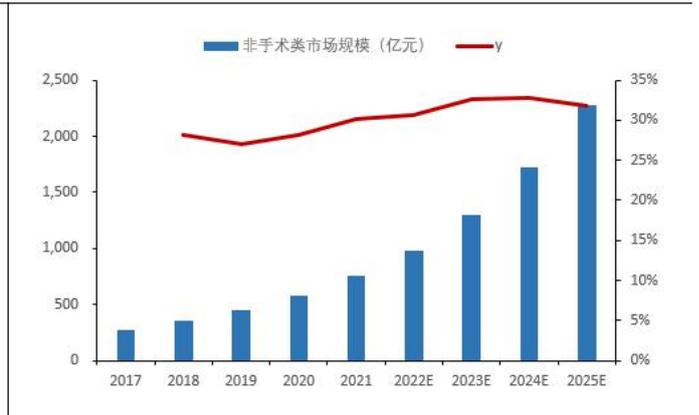
悦己消费兴起，医美消费认知与消费意愿提升，需求持续释放，渗透率提升驱动行业增长。医美市场规模持续增长。据艾瑞咨询数据，2021 年中国医美市场规模达到 2179 亿元，增长率 12.4%，而疫情前总体增速均在 20% 之上。预计 2025 年有望达到 4108 亿元，2021-2025 年复合增速 17.2%。其中，随着消费者日益增长的抗衰老需求，非手术类医美项目凭借风险小、效果自然、恢复期短等优势，占比持续提升，预计到 2025 年市场规模将从 2021 年的 752 亿元上升至 2279 亿元，GAGR 31.9%。

图 11: 2017-2025 年中国医美市场规模 (亿元, %)



数据来源: 艾瑞咨询, 华龙证券研究所

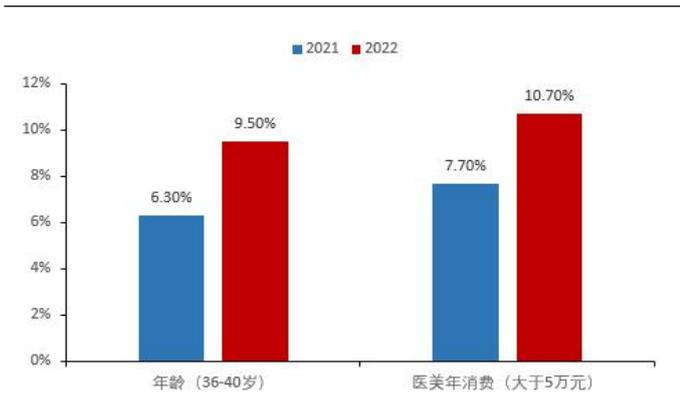
图 12: 2017-2025 年中国非手术类医美市场规模 (亿元, %)



数据来源: 艾瑞咨询, 华龙证券研究所

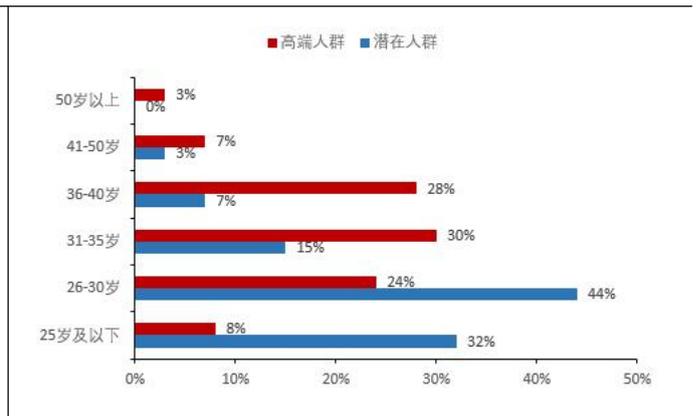
**医美消费意愿持续攀升。**据德勤数据, 医美年均消费大于 5 万元和 36-40 岁人群的医美消费意愿出现显著提升, 整体消费意愿呈现稳中有升格局, 而且消费需求表现更加多元化的同时, 消费者关注点也从局部逐渐拓展至全身。其中, 医美高端消费人群平均年龄为 34 岁, 高端人群中接近 70% 为 30 岁以上消费者, 高端消费人群平均家庭收入约 82 万, 2022 年平均医美支出占比家庭收入达到 11%, 而且消费群体本科学历以上占比 79%, 医美消费群体扩展及消费能力奠定市场潜力。

图 13: 医美消费意愿 (全年医美消费总额/全年家庭税收收入)



数据来源: 德勤, 华龙证券研究所

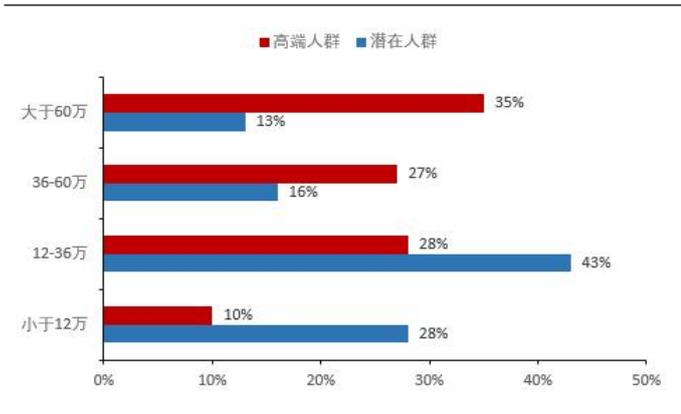
图 14: 医美潜在/高端消费群体年龄分布 (%)



数据来源: 德勤, 华龙证券研究所

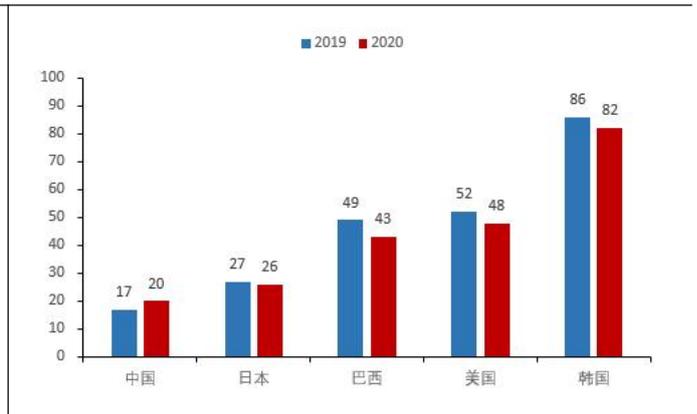
**医美渗透率存在较大提升空间, 是医美规模增长的主要驱动力之一。**弗若斯特沙利文数据显示, 2020 年国内每千人接受医美治疗次数为 21 次, 较 2019 年提升 4 次, 相较于巴西、美国、韩国均为我国 3 倍及以上的治疗量, 未来各个细分赛道渗透率均有望提升, 增长空间充足。

图 15: 医美潜在/高端消费群体家庭年收入分布 (%)



数据来源: 德勤, 华龙证券研究所

图 16: 各国医美渗透率 (每千人接受医美治疗的次数)



数据来源: 德勤, 华龙证券研究所

### 2.1.2 技术升级与扩展适应症主导玻尿酸行业趋势

全球透明质酸原料市场规模呈稳定增长态势。据沙利弗若斯特沙利文 2021 年全球透明质酸原料市场销量达到 720.0 吨, 同比增长 20%, 2017-2021 年复合增长率为 14.4%, 预计在未来五年全球透明质酸原料市场将保持 12.3% 的复合增长率, 在 2026 年达到 1285.2 吨的市场销量, 发展空间巨大。其中, 化妆品级透明质酸销量规模次于食品级市场, 随着消费群体的迭代, 个护领域需求逐渐增大, 化妆品原料应用愈加广泛, 预计 2026 年化妆品级原料销量可达到 424.1 吨, 2021 年销量达到 309.5 吨, 约占全球透明质酸钠销量的 43%, 2021-2026 年复合增长率将达到 6.5%。

图 17: 2017-2026E 全球透明质酸市场规模(吨, 按销量)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 华龙证券研究所

图 18: 2017-2027E 中国透明质酸原料市场规模及增速(亿元, %)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 华龙证券研究所

中国是全球最大的透明质酸原料生产销售国, 中国透明质酸的发酵技

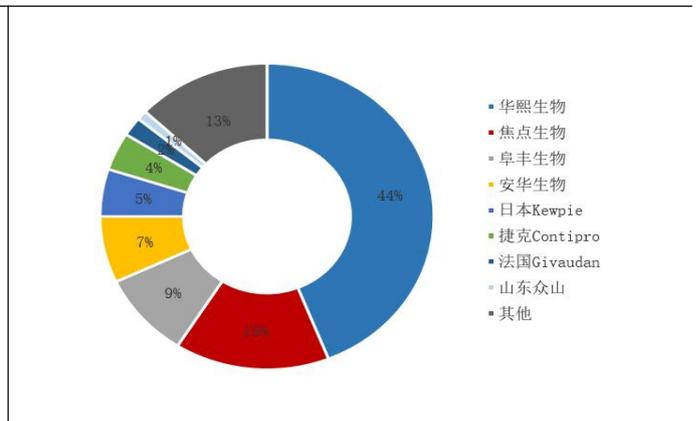
术水平、产量以及质量均已达到国际先进水平，更具竞争优势。根据沙利文数据，中国透明质酸原料市场销售额在过去5年保持持续增长，从2017年的26.5亿元人民币增长至2022年的39.0亿元人民币，年复合增长率达到8.0%。2022年中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的82.7%。预计未来市场规模将持续提升，2027年销售额将达到58.2亿元，CAGR为8.4%。伴随着国内企业技术、工艺水平的不断提高，国产医疗美容类透明质酸填充剂销量逐步增长。弗若斯特沙利文数据显示，2022年中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模达到77.7亿元人民币，并预计以24.9%的复合增长率在2027年达到236.6亿元人民币。

图 19：中国透明质酸终端产品市场规模及增速（亿元，%）



数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

图 20：2020 年全球透明质酸原料市场份额情况（按销量，%）



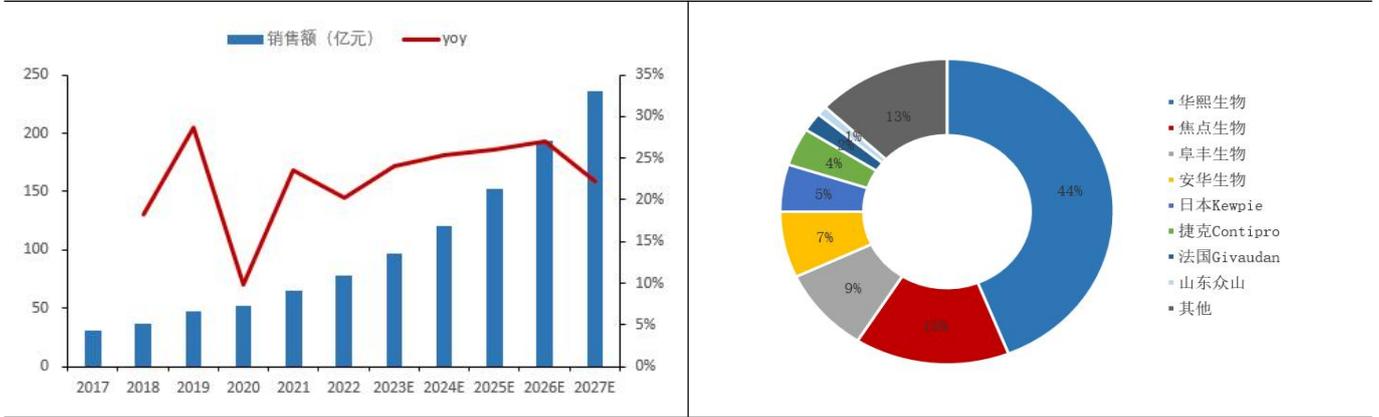
数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

行业集中度高，技术壁垒高，龙头企业竞争优势显著。一是从全球市场份额占比来看，销量口径下，中国企业均占据全球销量排名前列。全球透明质酸原料市场前四大企业均来自中国，分别为华熙生物、焦点生物、阜丰生物、安华生物，CR4 高达 75%。二是国内透明质酸竞争格局呈现出“一超多强”的竞争格局。第一梯队以华熙生物、爱美客及昊海生科为代表，拥有较为强劲的技术研发优势，透明质酸原料产品覆盖领域全且种类多，终端产品拥有自主品牌；第二梯队以焦点生物、阜丰生物及安华生物为代表，原料产品覆盖领域较全，科研创新集中在某一特定领域。第三梯队以华东医药和蒙博润为代表，涉足透明质酸的业务多为自身或母公司医美业务的拓展，规模较小。

供给端突破引领应用端加速渗透和应用范围不断扩展。近年来随着轻医美的发展，玻尿酸人气持续增长，逐年攀升的关注体量有望带来新的市场增量，刺激玻尿酸需求持续上涨，从而赋予玻尿酸市场未来更广阔的成长空间。目前玻尿酸终端产品主要涵盖注重填充性及抗衰的交联玻尿酸与注重保湿提亮的非/微交联玻尿酸（水光针），未来终端产品扩展适应症将进一步刺激多元需求释放。新

氧数据显示，透明质酸用于抗衰需求从2021年的23%上升至2022年的40%，在透明质酸三大功效需求中占比最高。而且，随着各大品牌商产品对技术创新力的争夺，供给端技术突破带动用户需求越来越精细化。

图 21：透明质酸品类功效需求转变占比（消费端，%） 图 22：2022 年医美人群最喜爱的玻尿酸细分项 TOP10（%）



数据来源：新氧,华龙证券研究所

数据来源：新氧, 华龙证券研究所

表 4：国内市场主要玻尿酸注射产品种类梳理

公司	品牌	型号	交联技术	分子类型 (大 / 中 / 小)	填充部位	产品特点	终端价格 (元 / ml)	获批 时间	
进口	美国艾尔建 乔雅登	极数	单相交联玻尿酸 / Hylacross 交联技术	中	面部 SMAS 深层	填充沟壑	8000	2015	
		雅致	单相交联玻尿酸 / Hylacross 交联技术	中	面部 SMAS 浅层	抚平皱纹	6000	2016	
		车颜	双相交联玻尿酸 / Vycross 交联技术	大、小	面颊部深层	填充塑性	12000	2019	
		缇额	双相交联玻尿酸 / Vycross 交联技术	中	额部、口周	动态纹填充	11000	2020	
		质额	双相交联玻尿酸 / Vycross 交联技术	小	唇部	唇部塑性	15000	2021	
韩国 LG	伊婉	大 / 中 / 小分子	双相交联玻尿酸 / HICE 交联技术	大 / 中 / 小	面部	填充塑性与改善细纹	2000-6000	2015	
韩国 Humedix	艾莉薇	Deep Line	单相交联玻尿酸	中	面部	填充塑性与改善细纹	3500-6800	2015	
瑞典 Q-Med	瑞蓝	铂金 / 2 号	双相交联玻尿酸	中	中胚层	静态纹填充与塑性	2000-4000	2017	
		唯琨	双相交联玻尿酸	小	手背真皮层 深层	改善细纹	3000-5000	2019	
		丽多	双相交联玻尿酸 / NASHA 交联技术	大	下巴、眉弓、太阳穴	填充塑性	6000-8000	2020	
国产	爱美客	逸美	小金 / 大红	单相交联玻尿酸	小 / 大	面部	除敏 / 塑性	3000-4000	2009

公司	品牌	型号	交联技术	分子类型 (大/中/小)	填充部位	产品特点	终端价格 (元/ml)	获批 时间	
华熙生物	嗨体	嗨体	非交联玻尿酸	小、中	颈部真皮层	纠正颈部中重度皱纹	1500-5000	2016	
	冬活泡泡	冬活泡泡	非交联玻尿酸	小、大	颈部真皮层	纠正颈部皱纹, 提亮	3000-4000	2021	
	爱芙莱	大/中/小分子	单相交联玻尿酸	大/中/小	面部	填充塑性与改善细纹	1000-3000	2015	
		白紫	双相交联玻尿酸	小	面部	改善细纹、填充凹陷	200-700	2012	
		星耀	双相交联玻尿酸	中	面部	改善细纹、填充凹陷	600-1500	2019	
	润百颜	黑金	双相交联玻尿酸	大	眉骨、山根、 隆鼻	填充、轮廓塑性	500-2800	2020	
		月盈	双相交联玻尿酸	大	眉骨、山根、 隆鼻	填充、轮廓塑性	1200-3000	2019	
		海薇	大/中/小分子	单相交联玻尿酸	大/中/小	面部	填充塑性	300-1500	2014
	昊海生科	姣兰	姣兰	单相交联玻尿酸	小	面部	填充	3000-4000	2017
		海魅	海魅	单相交联玻尿酸/无颗粒化交联技术	大	面部	填充与精准雕饰	8000-12000	2020
蒙博润生物	舒颜	大/中/小分子	双相交联玻尿酸/异相桥式全双联技术	大/中/小	面部	塑性填充、去皱	500-2000	2014	
科妍生物	法思丽	法思丽	双相交联玻尿酸	大	面部	塑性填充	2000-3000	2014	
协和医疗	欣菲聆	欣菲聆	双相交联玻尿酸	中	面部	塑性填充、去皱	880-2800	2015	

数据来源: 新氧, 更美, 公司官网, 华龙证券研究所 (备注: 终端价格或因下游机构折扣、促销活动等原因而上下浮动)

### 2.1.3 轻医美有望成为市场主导, 能量源医美市场前景广阔

**精准化和精细化的光电治疗强化消费认知, 未来市场空间巨大。**  
 光电医美又称能量源医疗美容, 通常指运用激光/强脉冲光/射频/聚焦超声/冷冻溶脂等光电技术作用于皮肤。从工作原理来看, 不同能量源技术可到达不同皮肤层, 进而实现不同医美功效。从消费端的需求来看, 主要有美白、嫩肤、抗衰、塑形等四大类的需求, 能量源医美器械均可满足。

据蛋壳研究院数据, 激光医美器械市场规模从 2019 年的 27.93 亿元增长至 2021 年的 33.32 亿元, 2022 年已近 40 亿元, 占光电医美项目的 60%。创伤小、恢复期短、风险低的轻医美项目相比手术类项目很大程度上降低了消费者的决策成本, 越来越受到消费者的青睐, 未来轻医美市场占比将进一步提升, 将成为中国医美市场的主力市场。激光医美器械作为能量源医美器械行业最大的子行业, 未来的市场想象空间非常大。强脉冲光 (IPL) 又称光子嫩肤, 作为国内较为热门的医美项目之一, 脉冲光医美器械市场规模也呈现稳定增长的向好态势。2020 年由于疫情影响, 中国脉冲医美器械市场规模稍有下降, 水货山寨产品 1.1 亿元, 合规产品 6.9 亿元,

合计 8 亿元，同比下降 1.2%。预计 2025 年我国脉冲光医美器械合规市场规模将达到 11.7 亿元。中国正规射频医美市场规模接近 10 亿，未来两年，射频医美市场增长的驱动力主要来自市场下沉的设备需求、渗透率提升带来的耗材需求等，预计 2024 年将开启新的成长周期。

图 23：2015-2022 年中国激光医美器械市场规模（亿元，%）

图 24：2016-2025 年中国脉冲医美器械市场规模（亿元，%）

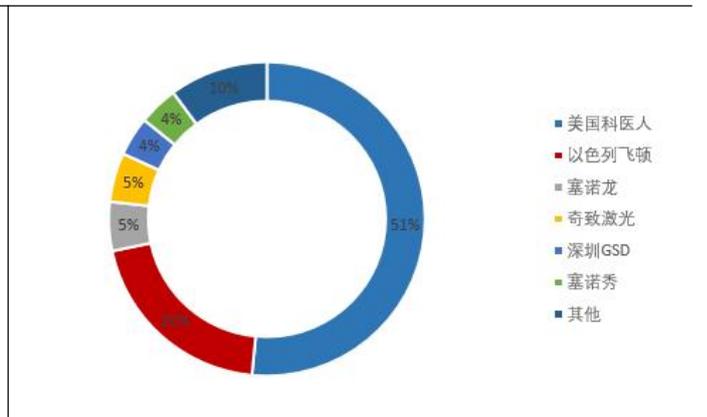
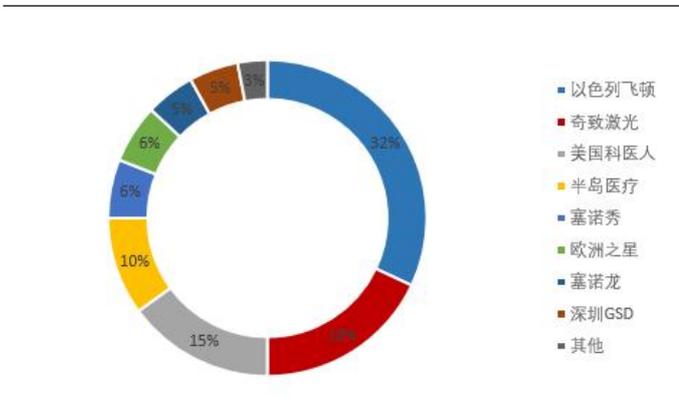


数据来源：蛋壳研究院,华龙证券研究所

数据来源：蛋壳研究院,华龙证券研究所

图 25：2020 年中国激光类医美器械市场格局（%）

图 26：2020 年中国脉冲医美器械龙头市占份额（%）



数据来源：Medical Insight, 蛋壳研究院, 华龙证券研究所

数据来源：蛋壳研究院, 华龙证券研究所

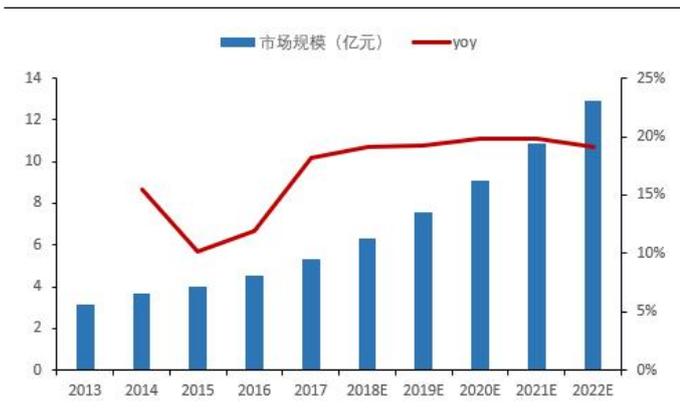
国产设备发力追赶，市场竞争力不断增强。根据 Medical Insight 数据显示，2020 年中国激光类医疗美容器械品类中，CR4 市占率高达 75%，行业集中度较高。其中以色列飞顿 (Alma) 排名第一，占比为 32%，奇致激光及美国科医人排名紧随其后，占比分别为 18% 和 15%。中国强脉冲光医美器械市场主要依赖进口，占比达到 80%，其中，科医人占比 51%，飞顿（复锐医疗收购）占比 20%，以色列赛诺龙占比 5%，美国赛诺秀占比 4%。随着国产企业不断突破技术壁垒，后续将陆续实现 NMPA 获批拿证，未来国产设

备在医美激光领域高端市场的竞争力也将不断增强，打破进口垄断局面，实现国产替代。

### 2.1.4 人表皮生长因子应用场景广泛，市场规模稳步扩大

我国 rhEGF 市场规模稳步扩大。在烧伤创面修复、供皮区皮肤修复、糖尿病溃疡足等疾病的创面护理以及医美微整形后皮肤损伤修复中，外用重组人表皮生长因子产品可发挥很好的临床功效。2017 年外用重组人表皮生长因子 (rhEGF) 被调入全国乙类医保药品目录，有利于提高其在终端医院使用率，受益于此未来市场规模将稳步扩大。据南方医药经济研究所及标点医药数据，2013-2017 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模从 3.16 亿元增长至 5.32 亿元，CAGR 13.91%，2022 年，市场规模将达到 12.94 亿元，2017-2022 年 CAGR 19.46%。根据标点医药统计及预测，2027 年将增至 18.13 亿元，2022-2027 年年复合增长率约为 17.11%。

图 27：我国 rhEGF 市场规模 (亿元，%)



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

图 28：外用重组人表皮生长因子 (商品名：康合素)



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

## 2.2 昊海生科：自研+并购布局医美领域，未来增长可期

### 2.2.1 布局三大管线全方位满足医美需求

公司通过自研与并购发展实现了三大医美管线业务布局，全方位满足终端客户消费需求。相较国内医美行业竞争者，昊海生科医疗美容与创面护理业务涵盖玻尿酸、射频及激光设备、人表皮生长因子三大细分板块，其中玻尿酸及人表皮生长因子主要为自研产品，射频及激光设备主要通过收购实现布局。终端产品实现覆盖医疗美容、生活美容和家用美容三个关键领域，满足终端客户对于表皮、真皮和皮下组织的全方位医美需求。目前除多款玻尿酸产品、重组人表皮生长因子产品、及光电医美设备产品持续贡献医美板块业绩高速增长外，公司仍在储备、积极布局新一代玻尿酸产品、广电设备、

肉毒素产品、胶原蛋白产品，持续丰富公司医美板块产品矩阵，构筑具备产品竞争力及满足全方位需求的业务版图，我们看好公司医美板块业务未来增长空间。

### 玻尿酸：迭代产品矩阵满足差异化需求，高端产品放量可期

技术持续迭代，丰富产品矩阵卡位不同功效及价格带，满足多层次需求。目前公司拥有海薇、娇兰、海魅三大已上市的玻尿酸品牌，低中高端产品体系梳理完整，低端品牌海薇以高性价比切入国内市场，后产品迭代不断向高端人群覆盖，中高端娇兰和高端海魅功能区分，满足多元化消费需求。未来，公司自主研发的第四代有机交联玻尿酸产品已进入注册申报阶段，子公司欧美华科旗下薄层交联玻尿酸产品 Cytosial 正在推进国内注册上市。

表 5：公司玻尿酸产品布局梳理

产品名称	上市年份/上市进度	核心技术	定位	获批适应症	零售价
海薇（一代）	2014 年	单相交联	大众普及入门型	塑形（品适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟）	900-1800 元
已上市 娇兰（二代）	2017 年	低温二次交联	中高端	动态填充（适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹；用于唇红体和唇红缘的皮下（或粘膜下）注射填充唇部以达到增加唇部组织容积的目的）	3500 元
海魅（三代）	2020 年	线性交联	高端	精准雕饰（用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。）	8800 元
第四代有机交联	注册申报	氨基酸交联剂			
未上市 Cytosial 玻尿酸	已于欧盟上市,正推进国内注册上市	薄层交联技术			

数据来源：： Wind，公司公告，华龙证券研究所

顺应国货医美品牌崛起，公司凭借产品突破式创新，突围玻尿酸红海市场，提升竞争优势。近年来国产品牌陆续推出系列玻尿酸针剂，产品质量在市场培育和经受检验中渐渐获得消费者认可。此前凭借先导优势占据国内市场主导地位的国外产品份额逐步受到挤压，国产玻尿酸技术不断突破，并已实现满足全方位需的供给格局，同时国产品牌更具性价比，更能对接当下医美年轻化消费趋势和下沉市场群体的消费能力，未来市场份额增长空间乐观。公司产品市占份额演变来看，在一/二代产品期间，2016-2018 年市占率在 7%-8% 区间中，2019 年及 2020 年市占率下降至 6.5%、3.0%。而随着高端产品“海魅”推出后，凭借无颗粒化、精准雕饰功能、持久效果性获得市场高度认可，公司营收及市占率在 2021 年均有所

改善，并且产品持续放量，业绩贡献高增长延续至今。未来，随着第四代玻尿酸产品及 Cytosial 玻尿酸产品上市，市占份额有望进一步提升，竞争优势获得强化。

**利润空间、产品效果及品牌影响力形成三大核心竞争力，市占率进一步提升具备空间。**公司玻尿酸收入呈现显著增长，主要基于三大核心影响因素。一是“姣兰”适应症拓展，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，产品步入快速放量通道。二是相较同类产品具备较大利润空间，竞争力显著。海魅的产品供货价 1500 元/支左右，终端售价 8800 元/支左右，比较乔雅登丰颜的产品供货价为 4000 元/支左右，终端售价在 12800 元/支左右来看，渠道或机构存在 3-4 倍的利润空间，有望进一步挤占市场份额。从影响力角度来看，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，有助于品牌力进一步提升。

在水光领域，昊海生科拥有完整的水光产品链，打造花迹、海伊龄、术可唯三大品牌，并且在术可唯系列打造了经典、术可唯+（补水）、术可唯 x（精准部位）三款产品，多个水光产品在规格、浓度、分子量等领域进行区分，水光系列与玻尿酸注射产品形成产品组合。

图 29：国内玻尿酸品牌市场份额（按销售额，%）

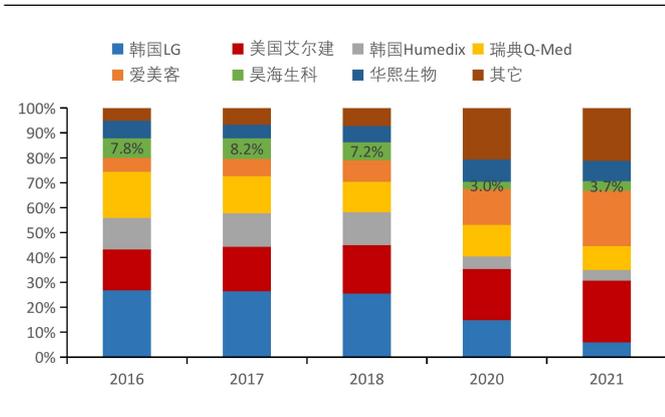
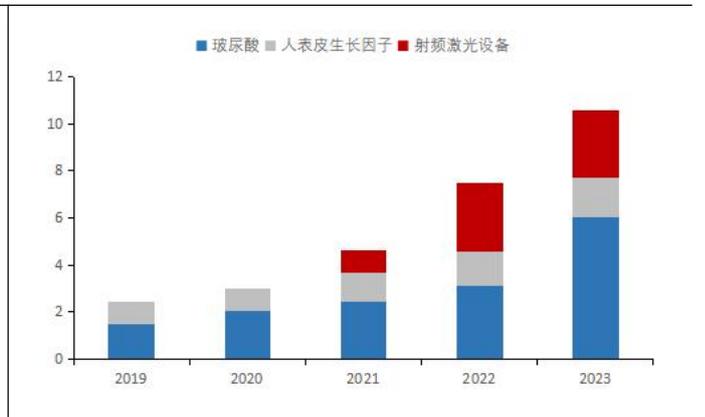


图 30：公司医美板块业务收入变化（亿元）



数据来源：Wind，爱美客招股说明书，华龙证券研究所 数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

### 射频激光医美：全方位布局光电医美，增厚业绩贡献

2021 年 2 月，昊海生科签署股权转让及增资协议，以合计 2.05 亿元获得欧华美科 63.64% 股权，将其旗下应用于皮肤治疗、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公司医美版图。欧华美科旗下控股/投资多家公司：（1）以色列上市公司 EndyMed（48.98% 股权）：从事家用及医用射频美容仪器设备的研发、生产及销售业务，旗下 EndyMed Pro、Pure 专

业射频美容仪、Newa 家用美容仪系列产品已在国内市场上市销售。

(2) Bioxis (当前持有 35.65% 股权, 欧华美科持有两期认购期权, 行权后持股比例达 52.34%) : 主要研发玻尿酸及几丁糖生物应用材料, 正在开展玻尿酸 Cytosial 国内的注册上市工作。(3) 镭科光电 (55% 股权) : 销售激光芯片及仪器设备, 其中 VCSEL 可用于激光美容以及激光脱毛等功能, 激光嫩肤设备已获得欧盟 CE 医疗器械认证并在海外销售, 与此同时公司也正在推进激光嫩肤、皮秒激光等美容设备在中国和美国的注册上市。2022 年公司射频及激光设备实现收入 2.90 亿元, 同比增长 205.49%, 占医美业务收入占比的 38.72%。

### 人表皮生长因子: 产品具备稀缺性, 市占份额持续攀升

国内第二大外用表皮生长因子生产商, 政策叠加产品稀缺驱动市占份额稳步扩大。在创面护理领域, 公司是国内第二大外用表皮生长因子生产商, 生产的外用表皮生长因子“康合素”为国内唯一与人体天然 EGF 拥有完全相同的氨基酸数量、序列以及空间结构的表皮生长因子产品, 亦是国际第一个获得注册的外用表皮生长因子产品, 在创面护理治疗领域疗效显著。根据标点医药数据, 昊海生科外用表皮生长因子产品市场占有率从 2016 年的 16.44% 提升至 2021 年的 25.95%, 稳居市场份额第 2 位。同时, 公司康合素产品有望凭借公司自身光电医美术后需求而进一步增厚业绩贡献。公司“康合素”产品收入稳步提升, 从 2016 年的 0.38 亿元增长至 2022 年的 1.51 亿元, CAGR 达到 21.79%。

图 31: 公司“康合素”产品的市场份额 (%)



图 32: 公司“康合素”产品营收情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 爱美客招股说明书, 华龙证券研究所数据来源: Wind, 公司公告, 华龙证券研究所

### 2.2.2 积极布局肉毒素及胶原蛋白, 拓展医美产品矩阵

肉毒素在消除皱纹上有显著效果, 在医美上应用广泛, 深受求美者和医美机构的追捧。作为毒性最强烈的生物毒素之一, 其面临

严格的监管制度，审批流程漫长，因此供给端层面有所受限，已获牌照的企业具备明显的先发优势。2020 年以前，市场上仅有保妥适和衡力两款产品，2020 年伴随吉适和乐提葆的上市，供给端逐步丰富，推动肉毒素渗透率快速提升，未来在供给产品进一步丰富和医美强监管背景下，国内肉毒素产品规模有望实现快速增长。2021 年 3 月投资 Eirion 公司，将获得 Eirion 的创新外用涂抹型 A 型肉毒素产品 ET-01、经典注射型肉毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02 三款产品在中国地区的研发、销售、商业化的权利。2022 年 ET-01 已经在美国完成两期临床实验，临床数据显示产品与艾尔建的保妥适等效，预计 2023 年下半年国内将与美国同时开展 III 期临床实验。

公司旗下欧华美科产品思妥欣 III 型酵母胶原蛋白，打破了胶原蛋白不易吸收的技术阻碍，通过基因重组技术，提取人体三型胶原基金的优质片段，再由工程菌发酵，所获取的胶原蛋白组织相容性好，透皮能力强，活性更高，作用力更强。思妥欣推出精华液、面膜、颈膜、保湿乳等多款产品。

### 3 眼科：全产业链布局眼科领域，打造综合性眼科产品生产商

#### 3.1 眼科市场：眼科赛道患者基数庞大，呈现需求蓝海

##### 3.1.1 刚性需求，前景广阔

眼科疾病种类繁多且广泛，需求刚性特征显著，未来市场空间广阔。眼科包括眼外科和视力保健两大领域，其中眼外科包括各类眼外科手术（白内障手术、玻璃体视网膜手术、青光眼手术、屈光手术等）的产品、耗材和设备，视力保健包括各种眼镜。市场份额来看，人工晶状体/眼科激光/眼科粘弹装置/青光眼手术设备占比依次为 75%/12%/8%/5%。眼疾病来看，致盲类疾病包括白内障、青光眼及眼底相关疾病，与人类健康和生活质量密切相关。白内障是其中的第一大类疾病，也是致盲的首要病因。而非致盲类疾病则包括屈光不正（近视、远视、散光、老化等）、干眼症、结膜炎等。眼科领域拥有庞大的患者群体，且患病率在逐渐提升，需求刚性且强烈，是拥有广阔发展空间的黄金赛道。《世界视觉报告》数据显示，全球近视/老花眼/老年性黄斑病变/糖尿病视网膜病变/青光眼的患病人数分别达到 26 亿/18 亿/1.96 亿/1.46 亿/0.76 亿。《柳叶刀·全球健康》显示，2020 年全球范围大约有 11 亿人因患眼疾而遭受不同程度的视力损伤，其中视力受损情况最为严重的盲症患者人数达到了 4,300 万。弗若斯特沙利文预测 30 年后的 2050 年全球将有约 17 亿视力损伤患者，盲症患者人数将增至 6,100 万。

国内而言，根据中国卫健委数据，2021 年我国眼科专科医院入院人次达 237.4 万人次，近 10 年 CAGR 达 15.35%，2020 年我国儿

童青少年总体近视率是 52.7%；根据中华医学会眼科学分会统计的数据显示，我国老年人群白内障发病率约为 80%，达 2.2 亿人患病。与美国相比，我国虽然拥有更广阔的患者基数，但眼科器械及药物的市场规模仅有其八分之一到五分之一。我国眼科市场诊断及治疗渗透率极低，未来具备较大增长潜力。

图 33：全球各类眼部疾病患者人数（亿人）

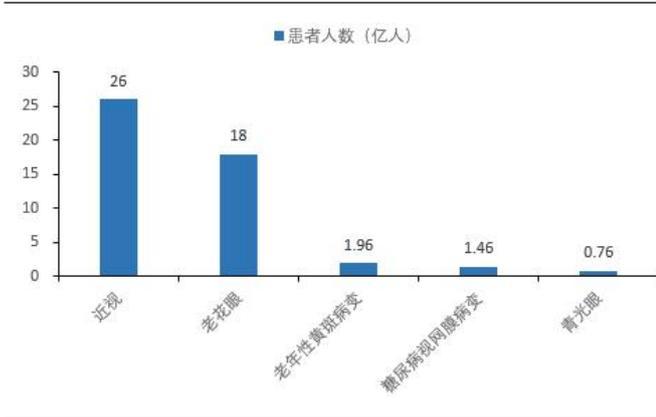
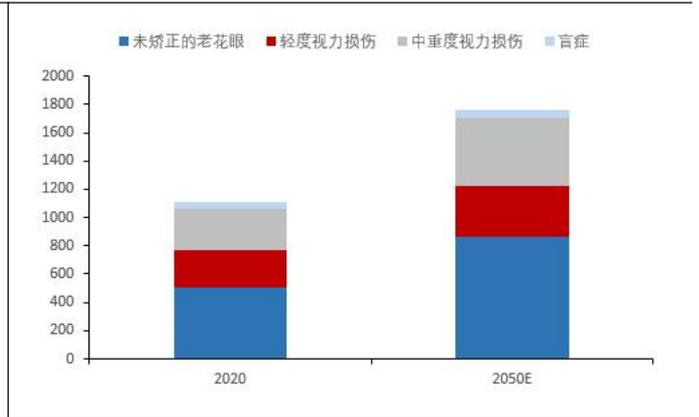


图 34：全球视力受损者人数估计（百万人）



数据来源：世界视觉报告，弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

**刚需需求叠加低渗透率驱动眼科医疗服务市场需求量稳步增长。**据 Frost&Sulliva 数据，中国眼科医疗服务市场规模 2022 年大致在 1863 亿元。2015 年到 2019 年的市场增速 (CAGR=15%) 为基准，取 10% 复合增速，预计 2025 年将达到 2479 亿元，增长空间广阔。其中，未来 5 年眼科医疗器械将维 17% 的复合增长率，预计 2025 年规模达到 283 亿元，2026 年到 2030 年市场将维持 12% 的增速，预计 2030 年规模接近 500 亿元。细分领域来看：

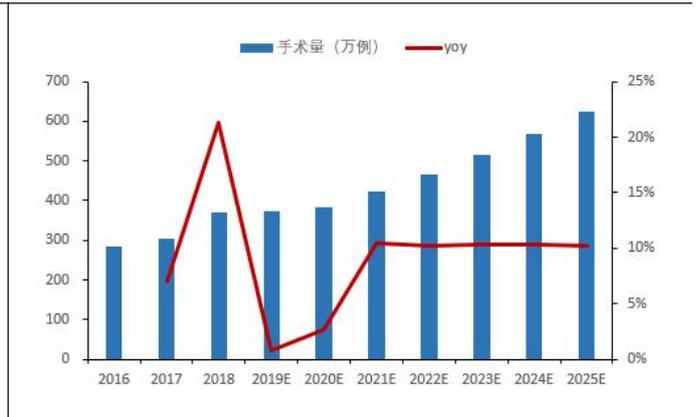
(1) **白内障手术渗透率提高，市场容量扩大。**根据中国防盲治盲网数据，2012 至 2018 年我国白内障手术量年均复合增长率约为 16.90%。通过白内障手术植入人工晶状体是白内障唯一有效的治疗手段，随着现代社会对白内障手术后视觉质量不断提高，作为白内障手术核心耗材，市场成长空间广阔。假设 2019 年、2020 年 CSR 与 2018 年持平，2021 年之后恢复正常增长率，增长率保守按照 10%/年计算，2025 年白内障手术量将达到 625 万例，人工晶状体市场规模有望达到 34.15 亿元。

图 35：中国眼科医疗服务市场规模（亿元，%）



数据来源：弗若斯特沙利文，蛋壳研究院，华龙证券研究所

图 36：2016-2025 年我国白内障手术量（万例，%）



数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

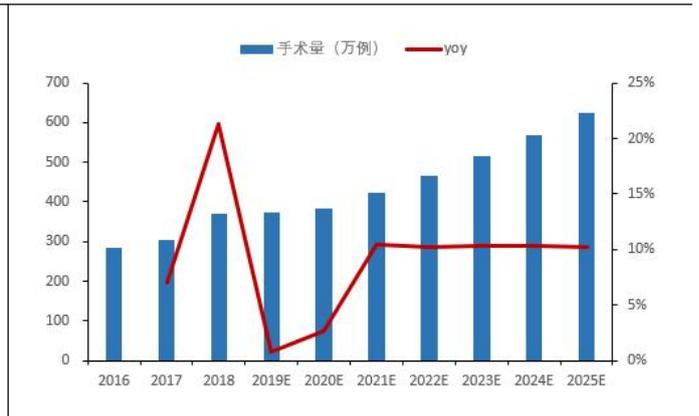
(2) 随着国内眼科手术治疗覆盖率的不断增加，眼科粘弹剂产品的需求逐年提升。眼科粘弹剂被广泛应用于白内障手术、青光眼手术、白内障角膜移植联合手术以及眼外伤等显微眼科手术，已成为多种眼内手术的重要软性医用耗材，2017 年透明质酸钠凝胶在我国眼科粘弹剂的市场中占据超过 90% 以上的市场份额。我国眼科粘弹剂市场规模也将保持稳健的增长态势。根据南方医药经济研究所及标点医药预测，预计 2022 年我国眼科粘弹剂市场规模将达到 26.18 亿元，2017 年至 2022 年年均复合增长率达 12.97%。

图 37：2016-2025 年中国人工晶状体市场规模（亿元，%）



数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

图 38：2013-2022 年我国眼科粘弹剂市场规模（亿元，%）



数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

(3) 角膜塑形镜（OK 镜）是目前为止防控近视最有效的方法之一，具有非常大的发展空间。《The World Market for Vision Correction 2005-2020》报告，2005 年至 2020 年世界人口预期增长 16.8%，需要戴眼镜和进行视力矫正手术的人数将增 78.9%，是人口增长速度的 4.7 倍。根据美国眼科学会预计到 2050 年近视人

口将增至 47.58 亿，占世界人口 49.8%。据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会统计，2015 年我国角膜塑形镜销量达到 64.30 万副，2011 年至 2015 年复合增长率约为 44.11%，预测 2025 年市场规模将达到 46.67 亿元。

图 39：2018-2025 年近视人群数量及渗透率（万人，%）



数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

图 40：2018-2025 年国内角膜塑形镜市场规模（亿元，%）

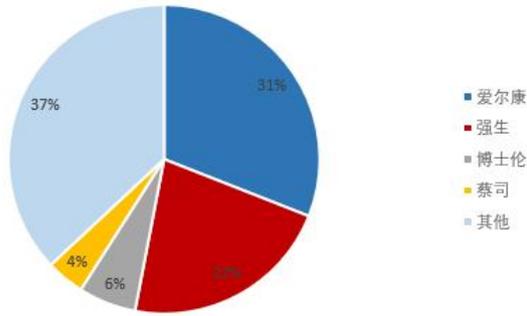


数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

### 3.1.2 竞争格局重塑，集采加持国产化加速

带量采购以价换量，中低端产品份额有望继续提高。目前，人工晶状体主要的先进技术由国际四大眼科医疗器械公司，包括爱尔康（美国）、强生（美国）、博士伦（美国）、蔡司（德国）掌握，这四大公司也占据国际人工晶状体市场的主要份额。根据爱尔康公司的报告及估算，2017 年全球人工晶状体市场中，爱尔康市场份额占 31%，强生占 22%，博士伦占 6%，蔡司占 4%，以上四家共占 63% 全球市场份额。国内行业格局而言，中低端产品占据人工晶状体主要市场。根据爱博医疗调研结果，中端和低端（进院价格区间分别为 1600~4500 元，800~1600 元）分别占据了 50% 和 30% 的市场，而高端（进院价格区间为 4500~23000 元）则仅有 10% 的市场占有率。随着带量采购等国家高值耗材的限价措施逐步在国内大范围推出，将推动国内人工晶状体市场规模不断增长。中低端价格产品份额未来有望持续提高，占据主要国内市场。

图 41：2017 年全球人工晶状体市场份额占比 (%)



数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

图 42：昊海生科人工晶状体系列产品



数据来源：公司官网，华龙证券研究所

表 6：不同档次的人工晶状体产品价格及市场占有率

人工晶体	进院价格区间(元)	主要进院价格/平均进院价格(元)	市占率
高端	4500-23000	12000	10%
中端	1600-4500	3050	50%
低端	800-1600	1200	30%
基础	100-500	300	10%

数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

### 3.2 昊海生科：聚焦全球眼科领先技术，投资整合+自研奠定竞争优势

公司聚焦全球眼科领域的领先技术，通过自主研发与投资整合并重的方式，致力于加速中国眼科产业的国产化进程，目标成为国际知名的综合性眼科产品生产商。公司通过收购或整合，完成从上游原材料制备、中游研发设计与工艺生产到下游专业市场营销的眼科全产业链布局。包括收购 Contamac 布局人工晶状体的原料研发及配套；河南宇宙、Aaren、珠海艾格、河南赛美视、ODC 等子公司布局人工晶状体系列产品及配套设备；收购爱晶伦完成屈光产品研发及产销；收购亨泰视觉、河北鑫视康，布局角膜塑形镜和软性接触镜业务；收购其胜生物、建华生物等公司布局 PRL、眼科粘弹剂等业务；获得南鹏光学 51%的股权，获得角膜塑形镜“亨泰 Hiline”、硬性角膜接触镜等产品在中国大陆地区的独家代理经销权等。

公司眼科产品涵盖两大管线四大细分领域。包括人工晶状体、眼科粘弹剂、视光材料、视光终端产品及眼表用药，并已在眼底病治疗领域布局多个在研产品。2023 年，公司眼科业务总收入从 2016 年的 1.21 亿增至 2023 的 9.28 亿元，CAGR 达 33.8%。其中，2023 年，工晶状体/眼科粘弹剂/视光材料/视光终端产品收入分别为

3.82/1.15/2.09/1.92 亿元，分别同比增长 37%/29.05%/20.17%/-6.34%。

图 43：2016-2023 年公司眼科业务收入及增速(亿元,%)图 44：2016-2023 年公司眼科细分产品结构（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

### 3.2.1 白内障产品线：产品矩阵丰富，差异定位满足多元需求

国内人工晶状体市场的主要供应商，实现从普通球面单焦点人工晶状体到多焦点人工晶状体的全系列产品覆盖。（1）公司技术储备丰富。公司依托“十三五”国家重点研发计划的支持，联动公司在中国、美国、英国的眼科研发创新平台，已积极开展散光矫正、多焦点、EDOF 等功能型高端人工晶状体产品的研发工作，同时掌握有别于传统车铣工艺的一次模注成型工艺，实现人工晶状体高端材料、复杂光学性能、创新加工工艺的全面布局。（2）公司产品矩阵丰富。公司根据患者需求推出不同性能（诸如球面、非球面、多焦点）、不同材质（诸如疏水性、亲水性、PMMA、Silicone）的人工晶状体产品，目前人工晶状体品牌包括河南宇宙、美国 Aaren、法国 HexaVision 及 Lenstec 等，实现全系列人工晶状体产品组合布局，基于产品多元化满足不同临床需求。（3）业绩加速修复。收入端，子公司河南宇宙自主生产的人工晶状体产品以及深圳新产业代理的 Lenstec 人工晶状体产品的销量均较上年度有显著增长。其中，高端区域折射双焦点人工晶状体产品 SBL-3 的销量较上年度增长 69.37%，显著增厚人工晶状体产品线业绩。

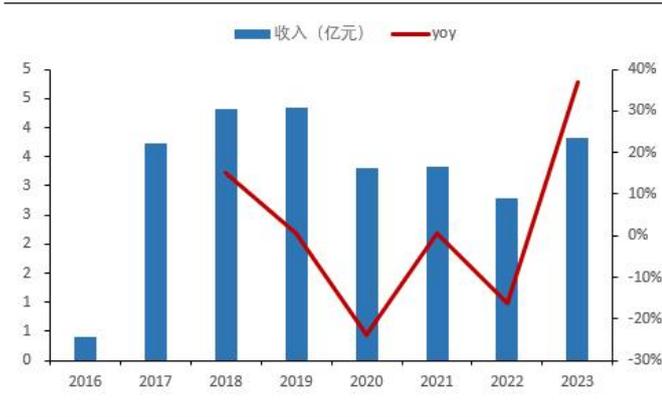
表 7：公司眼科产品技术研发储备及进展情况

项目名称	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
房水通透型有晶体眼后房人工晶状体	临床试验	国内领先	一款用于矫正近视的可植入人工晶状体,能够实现近视、尤其是高度近视人群的摘镜需求,且无需做虹膜周切手术,就能实现房水的自然流通。
高透氧巩膜镜	注册检验	国际领先	通过巩膜接触设计的眼表透镜,可以用于比角膜接触镜更广泛人群的屈光矫正,高透氧特性有助于提舒适性,减少并发症。
疏水模注散光矫正非球面人工晶状体	临床试验生	国际领先	开发一种具有矫正角膜散光功能的新型人工晶状体。
亲水非球面多焦点人工晶状体	临床试验	国际领先	获得一种新型的基于衍射光学原理的多焦点人工晶状体,使患者在术后获得良好的全程视力,提高术后完全脱镜率。
疏水模注非球面三焦点人工晶状体	临床试验	国际领先	依托全球领先的材料技术,采用独有模注工艺,获得一种新型的基于衍射光学原理的全球领先三焦点人工晶状体。
眼内填充用生物凝胶	临床试验	国际领先	采用新型交联剂制备出线性交联多糖凝胶,应用于视网膜孔源裂孔的封闭。
新型人工玻璃体产品	注册检验	国际领先	以天然多肽为交联剂,粘多糖为主要原料,通过物理交联和化学交联相结合的技术手段得到人工玻璃体替代物。

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

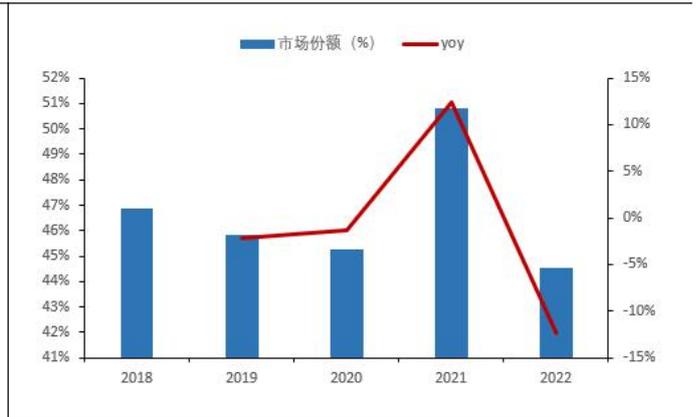
**三因素影响公司人工晶状体业绩呈现下滑。**2020-2022 年年公司人工晶状体收入出现下滑，主要原因在于：一是受到集采影响，销售单价下降导致业绩承压；二是代理的海外产品口 Lenstec 品牌上游供给受到疫情影响出现短缺，以及受 Aaren 品牌经销协议终止及重新整合影响，导致收入下滑；三是疫情期间白内障手术量下滑所致。我们认为此前因疫情影响导致供需两端受到抑制的因素已然消化，随着需求端白内障手术量回归正常化水平，业绩修复可期。中长期而言，公司人工晶状体产品系列在经历了过去两轮的省级集中带量采购后依然维持了相对稳定的价格体系，而且在中标国家集采背景下，公司有望利用多品牌全产品线优势、渠道优势、成本优势巩固进一步提高人工晶状体产品的市场占有率，未来业绩快速修复确定性较强。

图 45：2016-2023 年公司人工晶状体收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 46：公司眼科粘弹剂市场份额占比情况（%）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

国内第一大眼科粘弹剂产品的生产商，连续十六年位居中国市场份额首位。眼科粘弹剂是一种被广泛应用于白内障、青光眼等多种眼内手术过程中的重要软性医用耗材，主要作用是固定和保护眼部组织以提高检查或手术的准确性和安全性。2023 年，公司眼科粘弹剂产品实现营业收入 1.15 亿元，较上年同比增长 29.05%，创造了该产品线收入的历史新高。根据标点医药的研究报告，受到 2022 年月至 5 月期间上海地区公司生产发货停滞的影响，眼科粘弹剂产品 2022 年的市场份额从 2021 年的 50.83% 下降到 44.52%，主要原因是受到受到 2022 年月至 5 月期间上海地区公司生产发货停滞的影响，但依然连续十六年位居中国市场份额首位。2024 年，我们认为消费回暖，疫后眼科手术需求回补等将带动眼科粘弹剂产品消费回暖。同时，公司在研多款新技术产品具备市场竞争优势，例如盐酸莫西沙星滴眼液（用于眼表及眼底治疗领域）、盐酸利多卡因眼用凝胶（用于眼科手术局部麻醉）等产品处于申报阶段，眼内填充用生物凝胶产品在临床试验，新型人工玻璃体产品正注册检验。随着储备新产品逐步上市，未来公司产品占份额有望进一步提升并保持。

### 3.2.2 近视防控与屈光矫正产品线：贡献眼科业绩第二增长曲线

收购全球最大视光材料生产商布局屈光业务，高成长性可期。视光产品主要指角膜塑形镜，俗称 OK 镜。OK 镜采用与角膜表面几何形态相逆反的特殊设计，对角膜实施合理的、可调控的、可逆的程序化塑形，改变角膜的屈光力，不会引起额外的调节反射和眼轴伸长，从而达到矫正近视的作用。公司收购 Contamac、亨泰视觉、厦门南鹏，及并购杭州爱晶伦后，形成具备眼科原材料、PRL 产品线，及“迈儿康 myOK”、“亨泰 Hiline”、“贝视得”，RGP 等代理产品的全产业链布局。2023 年，公司视防控与屈光矫正产品线共实现营收 4.01 亿元，同比增长 5.82%。其中，由英国子公

司 Contamac 主要负责运营的视光材料业务收入 2.09 亿元,同比增长 20.17%;公司视光终端产品实现营业收入 1.92 亿元,同比下降 6.34%,主要原因系出售河北鑫视康 60%股权后不再纳入合并报表所致。当前中国近视防控和屈光矫正渗透率处于低位,叠加国家政策方针重视青少年近视防控工作,未来视光材料及产品有望保持较高增速发展。公司的子公司 Contamac、上海亨泰等原材料优势凸显,技术实力深厚,PRL 及 OK 镜产品具备稀缺性,新技术产品储备丰富,未来进一步增厚眼科业绩空间可期。

图 47: 2016-2023 年公司视光材料收入及增速 (亿元, %)

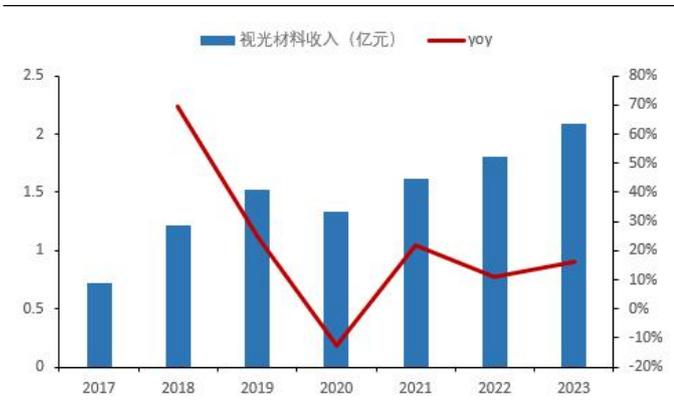
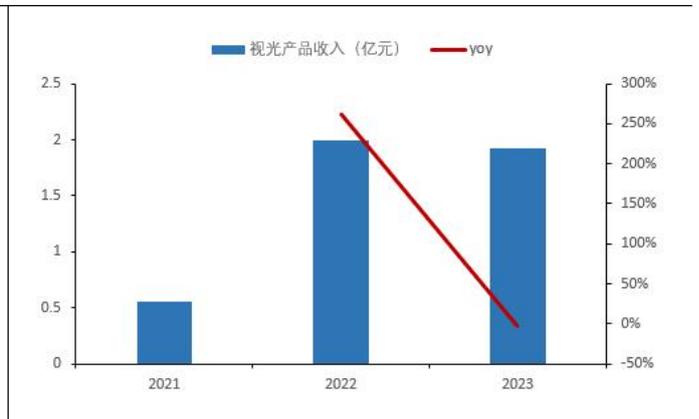


图 48: 2016-2023 年公司视光产品收入及增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 公司公告, 华龙证券研究所

数据来源: Wind, 公司公告, 华龙证券研究所

积极布局分享赛道快速增长红利, 差异化定位满足多层次需求。公司屈光矫正产品优质, 且够为全年龄段人群提供从防控到矫正的多样化近视解决方案。“myOK 迈儿康”定位进口高端, 产品采用透氧系数 DK 值达 141 的高透氧材质, 有效保障戴镜后的角膜氧代谢水平、眼部舒适与健康, 并已获 7 项中国专利授权; “亨泰 Hiline”定位进口大众型产品, 产品在中国市场销售已超过十年, 拥有极高的行业声誉和品牌口碑。自研 OK 镜产品“童享”利用公司自主研发的光学设计系统, 基于公司控股子公司 Contamac 的高透氧材料研制的新型角膜塑形用硬性透气接触镜产品, 适用于近视度数在 -1.00D 至 -4.00D 之内 (包含 -1.00D 和 -4.00D), 散光度数不超过 1.50D 的配戴者近视的暂时矫正, 进一步彰显公司自研技术水平, 并丰富屈光产品矩阵。子公司杭州爱晶伦自主研发的依镜悬浮型有晶体眼后房屈光晶体 (PRL) 屈光矫正范围为 -10.00D 至 -30.00D, 且产品属于国内上市两款产品中唯一的国产产品, 是 1,800 度以上超高度近视患者的唯一选择, 具有高度稀缺性和良好的成长前景。另外, 第二代 PRL 产品房水通透型有晶体眼后房人工晶状体已完成注册检验, 并于 2022 年 8 月启动临床试验, 相较前一代产品, 该产品性能更优。具备高透氧性、材料牢固性以及矫正质量高特点的硬性角膜接触镜 (RGP) 能够有效的控制散光和

近视度数，P 适用范围较广，无患者年龄限制。贝视得暖暖镜专注解决儿童远视、弱视视力管理，以及贝视得跳跳乐针对运动型儿童进行近视管理。

表 8：截至 2023 年 5 月底国内 18 款已获批角膜塑形镜产品梳理

注册公司	品牌名称	产地	进氧系数	产品首次获批时间
欧普康视	DreamVision、梦戴维	中国境内	100	2005/2/25
爱博医疗	普诺瞳	中国境内	125	2019/3/25
乐普医疗	菁眸	中国境内		2023/4/12
天津视达佳	视达佳	中国境内		2021/8/18
浙江天瞳	天瞳 TTOS	中国境内	100	2022/6/28
北京博视顿	XOOK	中国境内	100	2022/9/5
昊海生科控股子公司		中国境内		
-深圳新产业	童享		125	2022/12/23
阿途发	Alpha	中国境内	104	2022/11/23
	Alpha	日本	104	2011 年
Euclid	Euclid	美国	85	2007 年
Procornea	DreamLite	荷兰	100	2013 年
台湾鹰视	鸥博	中国台湾	85	2021/9/28
PARAGON	CRT(依视路代理)	美国	100	2016 年
昊海生科独家代理	亨泰 Hiline	中国台湾	85	2011 年
-亨泰光学	迈尔康 myOK	中国台湾	141	2019/9/23
日立康 Menicon		日本		2022/6/28
韩国露晰得	Lucid	韩国	100	2011 年

数据来源：国家药监局，各公司公告及官网，华龙证券研究所

## 4 骨科&防粘连及止血产品：细分龙头，稳健增长

### 4.1 骨科骨科&防粘连及止血市场

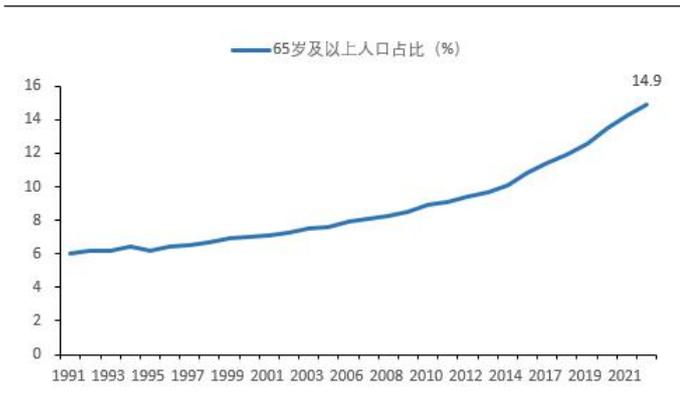
#### 4.1.1 骨科：深度老龄化人口结构催化需求稳定增长

老龄化进程加速，需求持续增长，潜在空间巨大。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炎，是一种中老年人群中的常见病、多发病。目前治疗骨关节炎常用的病程改善类药物有三种：非体抗炎药(NSAIDS)、骨科关节腔粘弹补充剂及类固醇类激素，其中关节腔粘弹补充剂(包括玻璃酸钠注射液和医用几丁糖)已获证实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和提高生活质量。数据显示，1990 年全球骨关节炎患者数量为 2.56 亿，2020 年这一数字猛增至 5.95 亿，30 年间增幅高达 132%，到 2050 年，全球预计有近 10 亿人受骨关节炎困扰。数据统计显示我国骨关节

炎患者已超 1.4 亿，50 岁以上人群骨质疏松患病率接近 20%，低骨量率接近 50%。

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，骨科关节腔注射用凝胶需求有望持续增长。根据南方医药经济研究所及标点医药预测，未来我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模将呈稳定增长趋势，预计至 2022 年骨科关节腔粘弹补充剂市场规模可达 32.14 亿元左右，2017 年至 2022 年年均复合增长率达 11.51%。

图 49：我国 65 岁及以上人口占比情况 (%)



数据来源：Wind，国家统计局，华龙证券研究所

图 50：2016-2022E 我国骨关节腔粘弹剂市场规模 (亿元, %)



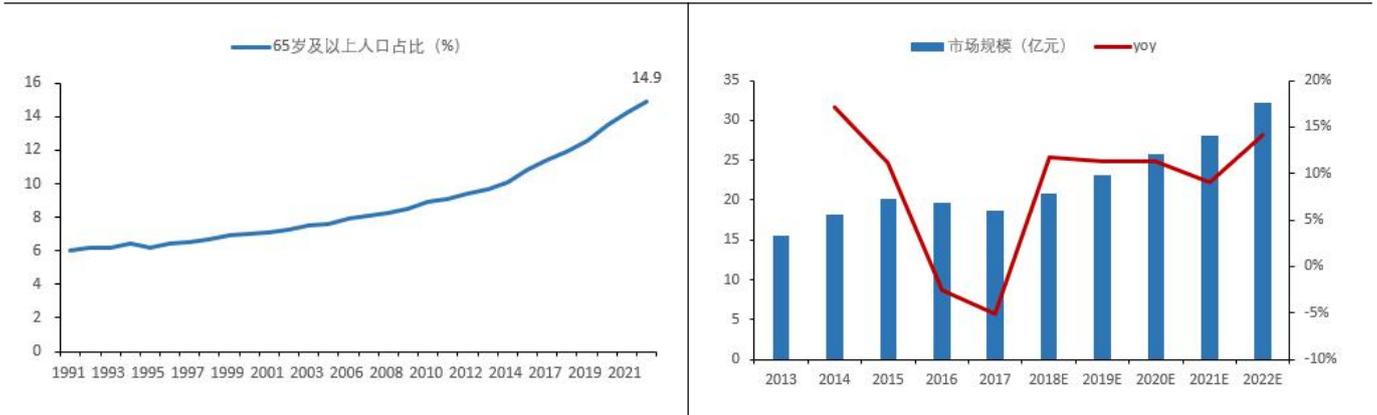
数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

#### 4.1.2 防粘连及止血：需求不断增加，产品导向明显

医疗政策持续完善，国内手术量增加带动手术防粘连产品市场的持续扩张。粘连是外科手术中由于组织的创伤使结缔组织纤维带与相邻的组织或器官结合在一起形成的异常结构，是一种常见的病理反应。目前，我国防粘连剂按照有效成份主要包括六大类，即医用几丁糖类、医用透明质酸钠类、中药类、聚乳酸类、壳聚糖类及纤维素类。其中医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶已得到临床的广泛认可，逐渐成为防粘连剂的主要产品。

据国家卫计委数据，2021 年我国医疗机构住院病人手术人次达 7573.84 万人次，呈现逐年递增趋势。我国手术量的不断增加带动手术防粘连产品市场的持续扩张，防粘连剂市场规模由 2013 年的 15.13 亿元增长至 2017 年的 25.07 亿元，CAGR 13.46%，表现山良好的成长性。其中，医用几丁糖市场规模由 2013 年的 6.86 亿元增长至 2017 年的 10.51 亿元，CAGR 11.26%；透明质酸钠市场规模由 2013 年的 5.54 亿元增长至 2017 年的 9.54 亿元，CAGR 14.55%。根据南方医药经济研究所及标点医药数据预测，2022 年我国手术防粘连剂市场可达 51.97 亿元，CAGR 15.70%。

图 51：2005-2021 我国住院病人手术人次及增速（千万人，%） 图 52：2013-2022E 我国手术防粘连剂市场规模（亿元，%）



数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

#### 4.2 昊海生科：骨科细分领域领先，业绩呈现稳健增长

国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，市占率居首。公司在骨科关节腔粘弹补充剂领域拥有玻璃酸钠注射液和医用几丁糖（关节腔注射用）两类产品，是国内唯一拥有 2ml、2.5ml、3ml 全系列规格骨科玻璃酸钠注射液产品的生产企业。其中，医用几丁糖（关节腔内注射用）产品为公司独家品种，其所应用的水溶性几丁糖技术为公司独家专利技术，具有体内留存时间长、治疗效果持久等特点。是我国唯一以三类医疗器械注册的关节腔粘弹补充剂产品。公司两类产品实现协同发展、优势组合，进一步强化细分领域的核心竞争优势，市占率持续国内领先。同时，公司实施自主产销与委托加工，在提升产能的同时，促进产品线稳定增长。2023 年，公司骨科业务收入 4.76 亿元，同比增长 22.56%。其中，玻璃酸钠注射液产品收入 3.14 亿元，医用几丁糖产品收入 1.62 亿元。据标点医药，2022 年公司骨科关节腔粘弹补充剂产品的中国市场份额为 46.54%，连续 9 年位居市场首位。

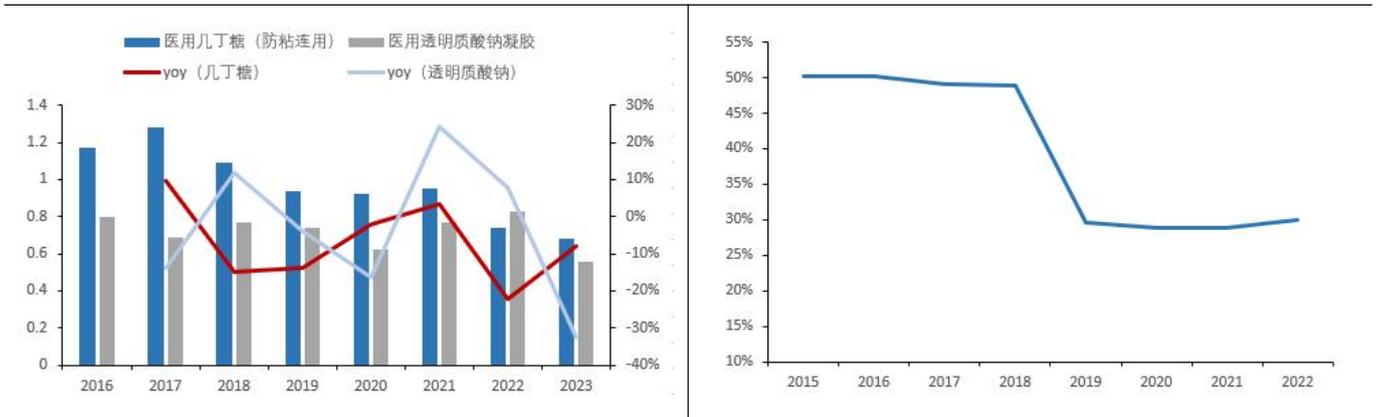
图 53：2016-2023 年公司骨科业务收入及增速(亿元,%)图 54：公司骨科业务市占率 (%)



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 55：2016-2023 年公司防粘连业务收入及增速 (亿元, %) 图 56：公司防粘连业务市占率 (%)



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

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、猪源纤维蛋白粘合剂生产商之一。在防粘连领域，公司自主研发的医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶防粘连产品，已在临床中得到广泛应用。公司的医用胶原蛋白海绵产品“奇特邦”可用于止血、各类组织和器官空腔填充以消除残腔，以缩短手术时间并促进术后伤口及组织愈合。2021年3月30日，公司猪源纤维蛋白粘合剂获得国家药监局批准注册上市。获批后，公司又对猪源纤维蛋白粘合剂产品进行工艺更新，优化生产，新的工艺变更已获得国家药品监督管理局的批准。在国内市场中，截至目前仅有4家企业取得上述产品的产品注册证书，集中度较高。2023年，公司防粘连及止血业务收入1.46亿元。据标点医药数据，2022年，公司防粘连材料的市场份额为29.90%，连续14年稳居市场首位，国内绝对龙头位置持续得到巩固。公司在透明质酸钠、医用几丁糖、胶原蛋白等领域持续进行研发投入，开发新技术产品，并以新技术高性能产品获得更多市场份额，进一步提升自身竞争优势。

表 9：公司骨科&amp;防粘连及止血领域新技术产品储备情况

项目名称	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
医用交联几丁糖凝胶	临床前研究	国际领先	采用独有的医用几丁糖为原材料,提高水光产品的推注性能和体内降解时间。
有机交联透明质酸钠凝胶	注册申报	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,提高了产品使用的安全性。
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。
新型玻璃酸钠注射液(制剂)	临床前研究	国内领先	使用发酵法原料制备玻璃酸钠注射液,用于骨关节炎治疗。
大规格玻璃酸钠注射液	申报临床	国内同等	解决骨关节炎多次治疗导致临床依从性差的问题。
长效交联玻璃酸钠注射液	临床前研究	国际领先	可以延长玻璃酸钠关节腔内滞留时间及骨关节炎治疗疗效。
发酵法生产几丁质及壳聚糖的工艺研究	工艺研究	国际领先	实现发酵法规模化生产医用几丁糖及壳聚糖原料。
线性交联几丁糖关节腔注射液	申报临床	国际领先	以水溶性医用几丁糖为主要原料和天然氨基酸为交联剂,制备线性交联几丁糖关节腔注射液。

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 关键假设与盈利预测

公司作为医用生物材料领域头部企业,聚焦差异化发展为企业战略,专注于眼科、医疗美容及创面护理、骨科、外科四大快速发展的治疗领域,通过与国内外知名研发机构合作、自主研发及技术引进并举,持续保持公司技术的领先地位,并不断扩张完善产品线、整合产业链,各系列细分产品获得市场高度认可。随着外部经营环境的稳定,公司及附属公司的生产经营和销售情况平稳恢复并持续向好。综合预计公司 2024-2026 年营业收入为 33.4/40.68/48.17 亿元,对应增速分别为 25.85%/21.80%/18.41%。对应各个业务板块产品收入预测为:

(1) **医美业务:** 公司医美产业链布局基本完成,旗下“海薇”、“姣兰”、“海魅”三大品牌差异化定位,覆盖人群广泛,并处于快速增长阶段。高端产品“海魅”放量仍然可期;第四代有机交联玻尿酸产品进入注册申报阶段,技术突破进一步提升产品的安全性及功效性,产品吸引力较强;子公司欧华美科旗下法国 Bioxis 的 Cytosial 三款玻尿酸产品上市在即;光电医美领域布局多款产品,

EndyMed Pro、Pure 专业射频美容仪可满足多元需求，Newa 美容仪进入家用场景，市场空间广阔，业绩有望实现高增长；人表皮生长因子产品“康合素”具有技术壁垒，未来维持稳定增长可期；肉毒素部分外用涂抹型与注射型产品获得授权，产品放量 29 量 28.5 在即。随着医美领域产品矩阵逐步丰富，市占份额有望进一步提升，增厚业绩空间预期积极。预计 2024-2026 年公司医美板块实现营收 14.69/19.39/24.43 亿元，对应增速分别为 39%/32%/26%。随着高毛利率的医美业务营收贡献逐渐提升，且高端产品“海魅”持续放量，叠加第四代产品落地在即，整体价格带水平有望抬高，带动医美板块毛利率上行，预计毛利率分别为 77%/78%/78%。

(2) **眼科业务**：公司眼科业务已完成全产业链构建和全年龄段产品布局，包括 涵盖 PMMA、亲水性和疏水性等各主要材质、光学设计及附加功能品类的全系列人工晶状体产品组合。眼部疾病患者增加，白内障手术逐年增高，需求持续提升带来人工晶体市场持续增长格局；考虑到公司已拥有的 OK 镜、隐形眼镜等高复购率产品仍将保持较高景气度，未来巨大的市场潜力有望拉动公司视光产品延续强劲增长。虽然短期人工晶状体价格受到集采影响，但是中长期有望进一步提升市场份额，从而对冲集采带来的价格冲击影响。预计 2024-2026 年公司眼科板块实现营业收入分别为 10.95/12.49/13.98 亿元，对应增速分别为 18%/14%/12%。预计眼科业务受集采影响，毛利率将呈现小幅下行，分别为 59%/58%/58%。

(3) **骨科业务**：公司是国内唯一拥有全系列规格玻璃酸钠注射液产品企业，独家拥有医用几丁糖（关节腔内注射用）产品技术，具备产品稀缺性，未来有望延续销量驱动增长格局，营收贡献稳步抬升。预计骨科业务 2024-2026 年实现营收 5.48/6.19/6.81 亿元，对应增速分别为 15%/13%/10%。预计毛利率基本稳定在 82%。

(4) **防粘连及止血业务**：国内防粘连材料龙头地位稳固，自主研发的医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶防粘连产品，已在临床中得到广泛应用，是国内医用胶原蛋白海绵、猪源纤维蛋白粘合剂产品的主要供应商。预计防粘连及止血板块 2024-2026 年实现营收 1.70/1.89/2.04 亿元，对应增速分别为 16%/11%/8%。预计毛利率基本稳定在 68%。

(5) **其他产品和业务**：主要系部分低值医疗耗材及原材料。预计其他产品 2024-2026 年实现营收 0.45/0.53/0.61 亿元，对应增速分别为 20%/18%/15%。

表 10：公司业务收入拆分及预测

单位：百万元		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入		1766.99	2130.28	2654.04	3340.11	4068.22	4817.23
	yoy		20.56%	24.59%	25.85%	21.80%	18.41%
	毛利率	72.10%	68.98%	70.50%	71.07%	71.60%	71.93%

单位：百万元		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
医疗美容与创面护理产品	销售收入	463.38	748.14	1056.86	1469.04	1939.13	2443.30
	yoy		61.45%	41.27%	39.00%	32.00%	26.00%
	毛利率	77.40%	73.11%	77.45%	77.00%	78.00%	78.00%
眼科产品	销售收入	674.45	769.88	928.21	1095.29	1248.63	1398.47
	yoy		14.15%	20.57%	18.00%	14.00%	12.00%
	毛利率	60.74%	58.83%	59.11%	59.00%	58.00%	58.00%
骨科产品	销售收入	402.07	388.45	476.09	547.50	618.68	680.54
	yoy		-3.39%	22.56%	15%	13%	10%
	毛利率		82.19%	80.07%	82.00%	82.00%	82.00%
防粘连及止血产品	销售收入	192.92	177.17	146.49	169.92	188.62	203.70
	yoy		-8.17%	-17.32%	16.00%	11.00%	8.00%
	毛利率	73.25%	67.78%	68.42%	68%	68%	68%
其他产品	销售收入	26.41	30.53	37.42	44.90	52.99	60.93
	yoy		15.62%	22.55%	20%	18%	15%
	毛利率	77.17%	60.31%	39.90%	50%	50%	50%

数据来源：iFind，华龙证券研究所

费用端预测：1) 销售费用：考虑到公司规模效应逐渐显现，且随着具备高投入产出比的三代高端玻尿酸占比有望进一步提升，预计销售费用率将呈现略降趋势，预计2024-2026年销售费用率分别为30.5%/29.0%/28.5%；2) 管理费用：受规模效应影响，预计2024-2026年管理费用率分别为15.5%/15%/14.5%；3) 研发费用：2023年年报显示，公司全部业务板块在研储备项目达到19项，且公司注重自主研发维持竞争优势，预计研发投入逐年增长，预计2024-2026年研发费用率分别为8.5%/8.6%/8.7%。

表 11：公司期间费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
管理费用率	15.99%	18.88%	15.74%	15.50%	15.00%	14.50%
研发费用率	9.48%	8.55%	8.29%	8.50%	8.60%	8.70%
销售费用率	34.65%	31.90%	30.69%	30.50%	29.00%	28.50%

数据来源：iFind，华龙证券研究所

## 5.2 相对估值分析

考虑到公司存在多条业务板块布局，且医美产品管线贡献占比逐年提升，目前已超越眼科业务贡献居首，形成主要以眼科产品及医美产品为主要贡献的业务格局。因此有必要采用分部估值法对各业务板块进行估值。（1）医美业务板块我们选取医美医疗器械赛道具备代表性爱美客、华熙生物、华东医药作为估值参考，2024年可比公司平均估值为25X；（2）眼科业务板块选取与公司具有较高眼科业务相似性的欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药作为可比公司，

2024年可比公司平均估值为33X。

**综合考虑昊海生科估值：**（1）医美产品矩阵丰富，价格带可满足多层次需求，玻尿酸+肉毒素+光电终端业务布局基本完成，未来规模收入可期，且高端玻尿酸产品持续放量，第四代高端玻尿酸产品上市在即，有望持续增厚业绩贡献；（2）人工晶状体受集采影响有限，且有望促进人工晶状体业务市占份额进一步提升，叠加公司积极布局OK镜业务，公司整体眼科业务有望延续稳定增长，并有望完成眼科全产业链构建，强化竞争优势；（3）公司通过自研+并购持续拓展业务空间，新产品研发储备丰富，在更多以供给主导的医美市场上，技术迭代中具备差异化优势的新品推出有望提升单品价格和疗程数，进而持续增厚公司业绩空间，战略并购不仅拓宽公司产品管线，而且有望助力公司海外业务的长远战略布局，赋能未来增长；（4）骨科及防粘连业务常年稳居国内之首，未来竞争格局有望延续，保持稳定增长。我们预计昊海生科2024-2026年实现营收33.37/40.61/48.01亿元，对应增速分别为25.75%/21.67%/18.24%；EPS为2.85/3.31/3.61元/股，按当前收盘价对应PE为32.3/27.8/25.5倍。综上多维度考量，公司眼科和医美市场前景广阔，给予昊海生科2024年PE为34倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 12：昊海生科可比公司估值情况（截至 2024 年 6 月 18 日）

证券代码	证券简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS(元/股)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300896.SZ	爱美客	189.07	571.82	8.60	8.23	10.77	13.45	29.0	23.0	17.6	14.1
688363.SH	华熙生物	59.92	288.62	1.62	1.73	2.15	2.59	45.4	34.6	27.8	23.1
000963.SZ	华东医药	30.44	534.02	1.93	1.92	2.23	2.55	18.1	15.8	13.6	12.0
	行业平均							30.8	24.5	19.7	16.4
300595.SZ	欧普康视	17.03	152.78	0.75	0.85	0.97	1.12	22.3	20.1	17.5	15.1
688050.SH	爱博医疗	74.66	141.36	1.23	2.12	2.76	3.51	43.0	35.3	27.1	21.3
300573.SZ	兴齐眼药	178.60	311.52	2.89	4.08	6.13	7.98	122.0	43.8	29.1	22.4
	行业平均							62.4	33.0	24.6	19.6
688366.SH	昊海生科	91.88	139.70	2.47	2.85	3.31	3.61	37.3	32.3	27.8	25.5

数据来源：华龙证券研究所(可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测)

## 6 风险提示

**市场竞争加剧的风险：**国内眼科和医美行业市场潜力大，更多参与者的进入将使行业竞争越发激烈，若公司未能及时应对，可能导致公司技术水平落后，从而导致竞争力下降，会对公司经营产生不利影响。

**产品研发上市进度不及预期风险：**公司产品多为医疗器械类，研发壁垒高、周期长、投入大，若不能形成相应成果或开发新产品

不及市场预期，甚至成功研发无法成功获批等风险均影响公司经营。

**行业政策风险：**我国医药卫生体制改革正逐步深入，重大行业政策陆续出台。如果公司没有根据行业新规及时调整，可能导致公司合规成本增加、产品需求减少等风险。

**宏观环境风险：**公司处于生物医用材料领域，若该领域整体增速放缓，可能会对公司业绩造成不利影响。此外，公司收购多家境外公司，若境外公司所在国家或地区发生法律法规、政治经济、关税贸易等因素的变化，可能对公司造成不利影响。

**医疗事故风险：**公司产品主要为医疗用途，存在医疗事故的可能性。

**引用数据来源发布错误数据风险：**本报告数据来源于公开或已购买数据库，若这些来源所发布数据出现错误，将可能对分析结果造成影响。

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3,532	3,750	5,273	5,672	7,299	<b>营业收入</b>	2,130	2,654	3,337	4,061	4,801
现金	2,545	2,741	3,446	4,193	4,958	营业成本	661	783	985	1,198	1,416
应收票据及应收账款	382	328	892	482	1,083	税金及附加	14	15	22	26	30
其他应收款	12	22	21	32	31	销售费用	680	815	1,044	1,258	1,495
预付账款	59	52	87	82	118	管理费用	402	418	556	683	818
存货	485	526	746	802	1,028	研发费用	182	220	299	358	416
其他流动资产	50	81	81	81	81	财务费用	-74	-62	-74	-72	-72
<b>非流动资产</b>	3,360	3,355	3,672	3,959	4,204	资产和信用减值损失	-70	-5	-2	-4	-6
长期股权投资	3	3	5	7	9	其他收益	40	42	37	38	39
固定资产	759	767	1,075	1,361	1,605	公允价值变动收益	-8	2	-1	-2	-2
无形资产	784	729	728	706	695	投资净收益	6	1	26	24	14
其他非流动资产	1,815	1,856	1,864	1,885	1,896	资产处置收益	0	1	-0	0	0
<b>资产总计</b>	6,892	7,105	8,945	9,632	11,503	<b>营业利润</b>	235	507	566	666	744
<b>流动负债</b>	511	716	731	687	878	营业外收入	2	2	1	2	2
短期借款	5	10	13	10	11	营业外支出	1	1	2	1	1
应付票据及应付账款	55	55	83	85	113	<b>利润总额</b>	236	508	566	666	745
其他流动负债	451	651	634	592	754	所得税	45	96	84	104	128
<b>非流动负债</b>	479	372	345	317	288	<b>净利润</b>	190	412	482	563	617
长期借款	44	157	130	102	73	少数股东损益	10	-4	1	4	8
其他非流动负债	435	215	215	215	215	<b>归属母公司净利润</b>	180	416	481	558	609
<b>负债合计</b>	990	1,088	1,076	1,003	1,166	EBITDA	514	769	822	963	1,090
少数股东权益	388	367	369	373	381	EPS (元)	1.07	2.47	2.85	3.31	3.61
股本	174	171	240	240	240						
资本公积	3,003	2,981	2,912	2,912	2,912						
留存收益	2,458	2,818	3,115	3,462	3,838						
归属母公司股东权益	5,515	5,650	5,959	6,361	6,805						
<b>负债和股东权益</b>	6,892	7,105	8,945	9,632	11,503						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	231	634	-86	982	118
净利润	190	412	482	563	617
折旧摊销	184	176	163	207	259
财务费用	-74	-62	-74	-72	-72
投资损失	-6	-1	-26	-24	-14
营运资金变动	-168	76	-634	303	-679
其他经营现金流	104	34	4	5	8
<b>投资活动现金流</b>	-682	-377	-455	-473	-491
资本支出	317	267	478	493	502
长期投资	-431	-146	-2	-2	-2
其他投资现金流	67	37	25	22	12
<b>筹资活动现金流</b>	-288	-258	-299	-111	-121
短期借款	-20	5	3	-4	1
长期借款	34	113	-27	-28	-29
普通股增加	-2	-3	69	0	0
资本公积增加	-88	-22	-69	0	0
其他筹资现金流	-213	-351	-275	-79	-94
<b>现金净增加额</b>	-725	10	-839	398	-494

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.56	24.59	25.75	21.67	18.24
营业利润(%)	-38.82	116.30	11.55	17.70	11.68
归属于母公司净利润(%)	-48.76	130.58	15.47	16.21	9.01
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	68.98	70.50	70.50	70.50	70.50
净利率(%)	8.93	15.53	14.44	13.86	12.85
ROE(%)	3.22	6.85	7.62	8.36	8.59
ROIC(%)	4.57	7.96	9.12	9.77	9.92
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	14.36	15.31	12.02	10.42	10.13
净负债比率(%)	-37.88	-39.03	-51.40	-59.84	-67.09
流动比率	6.91	5.24	7.22	8.26	8.31
速动比率	5.78	4.36	6.01	6.90	6.95
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.31	0.38	0.42	0.44	0.45
应收账款周转率	5.67	7.48	6.06	6.40	6.65
应付账款周转率	13.11	14.28	35.73	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.07	2.47	2.85	3.31	3.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	3.76	-0.51	5.82	0.70
每股净资产(最新摊薄)	32.69	33.49	35.32	37.71	40.34
<b>估值比率</b>					
P/E	85.9	37.3	32.3	27.8	25.5
P/B	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	39.29	26.07	23.31	19.09	16.15

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046