



增持（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：59.64

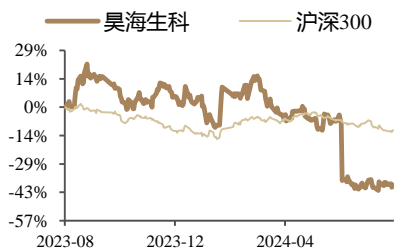
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.23	-10.86	-8.25
相对涨幅(%)	4.22	-5.47	0.79

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《昊海生科：23年业绩符合预期，玻尿酸延续高增，静待新品获批》，2024.3.10
- 《昊海生科：23Q3盈利能力持续提升，玻尿酸放量+医美矩阵丰富》，2023.10.26
- 《昊海生科(688366.SH)：23H1业绩超预期，高端玻尿酸放量》，2023.8.18

昊海生科：24H1 业绩符合预期，关注新品海魅月白动销

投资要点

- **24H1 归母净利润+14.64%，符合预期。(1) 24H1**：营收 14.04 亿/+6.97%、归母净利润 2.35 亿/+14.64%，归母扣非净利润 2.30 亿/+22.66%，业绩符合预期。**(2) 24Q2**：营收 7.58 亿/+8.10%、归母净利润 1.38 亿/+11.03%。
- **销售结构调整+集采终端降价，毛利率稳定，净利率同比上升。(1) 毛利率**：24H1 为 70.51%/-0.5pcts，高毛利的玻尿酸营收占比提升带动综合毛利率提升，但眼科产品处于集采实施阶段，终端价下降，冲抵玻尿酸带来的毛利率提升；**(2) 期间费用**为 50.90%、同比下降 1.66pcts，其中销售费率 28.86%/-3.21pcts，管理费率 14.85%/-0.29pcts；归母净利率为 16.8%、同比提升 1.1pcts。
- **医美业务延续高增长趋势，第四代玻尿酸海魅月白获批。(1) 整体经营**：24H1 医美业务实现营收 6.34 亿/+25.72%、延续高增态势，其中玻尿酸营收为 4.17 亿/+51.3%、人表皮生长因子为 0.81 亿/+8.11%、射频及激光设备为 1.36 亿/-11.54%；**(2) 第四代玻尿酸海魅月白获批**：24 年 7 月，公司自主研发第四代玻尿酸海魅月白获批，为全球首款有机交联玻尿酸产品，具有更好的远期安全性、更长效、可刺激局部胶原蛋白增长等特性，未来与“海魅”“海魅韵”共同组成高端玻尿酸矩阵，预期高产品力、细分赛道高需求驱动销售放量；**(3) 新品规划**：1) 医用交联几丁糖凝胶（水光）产品于 24 年 2 月进入临床试验；2) 利用新规窗口，推进生活美容级产品美迪迈的三类械注册申报工作。
- **眼科集采全面实施、单价降低导致营收下降，骨科恢复性增长。(1) 眼科业务**：24H1 营收为 4.52 亿/-6.02%，1) 白内障业务：营收为 2.32 亿/-10.7%，集采带动销量上升，预装类非球面产品及区域折射双焦点产品销量增长 25%/12%，但集采导致价格较大幅度下降，销售同比下降，预计未来集采影响持续，中高端销量继续突破，通过产品内部结构优化带动销售收入增长，24 年 2 月疏水模注散光矫正非球面人工晶状体产品进入注册申报阶段；2) 近视防控与屈光矫正产品线：营收为 2.01 亿/-2.44%，视光材料业务 1.08 亿/-2.6%，主要由下游厂家对原材料备货的周期性影响有关；视光终端产品 0.94 亿/-2.26%，消费疲态、竞争激烈导致角膜塑形镜收入下降，产品结构方面，Hiline 受冲击明显，但迈儿康与童享凭借高透氧率材料及先进设计，处方片收入增长 48.6%/189.9%，预期未来细分需求驱动产品结构调整持续；**(2) 骨科业务**：24H1 营收 2.33 亿/+0.42%，医用几丁糖（关节腔内注射用）实现 2.65% 营收增长，骨关节腔注射产品连续 10 年位居全国首位。
- **投资建议**：昊海生科为生物医用材料龙头企业，搭建“注射填充+光电仪器+肉毒+胶原”等管线，人工晶状体集采“以价换量”，看好“医美+医药”双轮驱动。调整 24-26 年营业收入至 29.85 亿/33.92 亿/38.16 亿，归母净利润至 4.95 亿/5.99 亿/7.21 亿，同增 19%/21%/20%，对应 PE 为 28X/23X/19X，维持“增持”评级。
- **风险提示**：宏观经济恢复低预期；医美市场竞争加剧；产品获批不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	235.49
流通 A 股(百万股):	194.05
52 周内股价区间(元):	56.94-119.41
总市值(百万元):	14,044.62
总资产(百万元):	7,242.19
每股净资产(元):	24.15

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,130	2,654	2,985	3,392	3,816
(+/-)YOY(%)	20.6%	24.6%	12.5%	13.6%	12.5%
净利润(百万元)	180	416	495	599	721
(+/-)YOY(%)	-48.8%	130.6%	18.9%	21.1%	20.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.77	1.77	2.10	2.55	3.06
毛利率(%)	69.0%	70.5%	70.8%	71.2%	71.6%
净资产收益率(%)	3.3%	7.4%	8.4%	9.6%	11.0%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.44	2.10	2.55	3.06
每股净资产	32.98	24.92	26.45	27.81
每股经营现金流	3.70	3.07	3.79	4.54
每股股利	0.40	0.85	1.02	1.70
价值评估(倍)				
P/E	44.38	28.38	23.43	19.47
P/B	3.28	2.39	2.26	2.14
P/S	3.85	4.78	4.20	3.74
EV/EBITDA	24.86	14.26	11.57	9.59
股息率%	0.4%	1.4%	1.7%	2.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	70.5%	70.8%	71.2%	71.6%
净利润率	15.5%	16.7%	17.9%	19.1%
净资产收益率	7.4%	8.4%	9.6%	11.0%
资产回报率	5.9%	6.8%	7.7%	8.9%
投资回报率	5.7%	7.1%	8.2%	9.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.6%	12.5%	13.6%	12.5%
EBIT 增长率	102.3%	27.9%	22.4%	20.7%
净利润增长率	130.6%	18.9%	21.1%	20.3%
偿债能力指标				
资产负债率	15.3%	14.9%	14.6%	14.5%
流动比率	5.2	5.4	5.5	5.5
速动比率	4.3	4.4	4.6	4.6
现金比率	3.8	3.9	4.1	4.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	48.1	40.0	36.0	33.0
存货周转天数	232.6	220.0	200.0	180.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	3.5	3.4	3.6	3.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	416	495	599	721
少数股东损益	-4	5	6	7
非现金支出	203	237	272	303
非经营收益	-71	4	4	4
营运资金变动	90	-17	9	35
经营活动现金流	634	723	891	1,070
资产	-265	-368	-371	-423
投资	-146	-2	-2	-2
其他	35	3	3	4
投资活动现金流	-377	-367	-370	-421
债权募资	298	0	0	0
股权募资	121	-77	0	0
其他	-676	-208	-248	-408
融资活动现金流	-258	-285	-248	-408
现金净流量	10	71	274	241

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,654	2,985	3,392	3,816
营业成本	783	872	977	1,083
毛利率%	70.5%	70.8%	71.2%	71.6%
营业税金及附加	15	21	24	27
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	815	866	967	1,069
营业费用率%	30.7%	29.0%	28.5%	28.0%
管理费用	418	454	502	553
管理费用率%	15.7%	15.2%	14.8%	14.5%
研发费用	220	239	265	286
研发费用率%	8.3%	8.0%	7.8%	7.5%
EBIT	455	582	712	859
财务费用	-62	-33	-34	-38
财务费用率%	-2.3%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-7	-2	-2	-2
投资收益	1	3	3	4
营业利润	507	616	748	900
营业外收支	1	1	-0	-0
利润总额	508	617	748	899
EBITDA	652	816	982	1,160
所得税	96	117	142	171
有效所得税率%	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%
少数股东损益	-4	5	6	7
归属母公司所有者净利润	416	495	599	721

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,741	2,812	3,085	3,326
应收账款及应收票据	328	335	343	357
存货	526	540	546	537
其它流动资产	155	152	171	178
流动资产合计	3,750	3,839	4,146	4,398
长期股权投资	3	5	7	9
固定资产	767	868	941	1,032
在建工程	636	625	616	609
无形资产	729	767	795	823
非流动资产合计	3,355	3,491	3,592	3,714
资产总计	7,105	7,330	7,737	8,112
短期借款	10	10	10	10
应付票据及应付账款	55	66	64	68
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	651	641	685	727
流动负债合计	716	717	759	805
长期借款	157	157	157	157
其它长期负债	215	215	215	215
非流动负债合计	372	372	372	372
负债总计	1,088	1,090	1,131	1,177
实收资本	171	239	239	239
普通股股东权益	5,650	5,868	6,228	6,549
少数股东权益	367	372	378	386
负债和所有者权益合计	7,105	7,330	7,737	8,112

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。