



昊海生科 (688366.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期，集采价量转换蓄势中；创新品种值得期待

业绩简评

2024年10月25日，公司发布2024年三季度报，2024年前三季度实现营收、归母和扣非归母净利润分别为20.75/3.41/3.21亿元，同比增长4.69%/4.31%/5.53%；3Q24单季度实现营收、归母和扣非归母净利润分别为6.70、1.06和0.91亿元，同比增长0.22%、-13.13%和-22.02%。业绩低于预期。

点评

眼科，集采价格因素有待消化，放量在望；创新模注产品获批在即。

(1) 业绩：公司2024年单三季度归母净利润1.06亿元，相较于2023年第三季度的1.22亿元，同比下降13.13%；我们认为，主因为眼科集采降价因素和单三季度研发投入0.63亿元，同比增长18.9%。(2) 放量在望：根据公司2024年中报披露，公司眼科人工晶状体、眼科粘弹剂及骨科玻璃酸钠注射液等产品在报告期内处于新一轮的国家或省级集采实施阶段，产品销售价格有所下降，基本冲抵了玻尿酸产品销售增长对整体毛利率增长的贡献。我们预计三季度延续了前述态势，而集采放量所带来的营收增长，可能需要更长的放量爬坡时间。尤其公司在中高端人工晶状体产品的销量上将有所突破，并将通过产品的内部结构优化带动销售收入的增长。(3) 管线后劲：公司在研的疏水模注散光、多焦点、三焦点和亲水连续视程人工晶状体等创新品种值得期待。

医美，创新驱动，“海魅月白”或推动玻尿酸更高增长。公司2024上半年，在整体消费承压的大环境下，凭借创新玻尿酸产品“海魅”的持续发力，玻尿酸板块4.17亿元营收，已取得过51%的同比增速。下半年，随着公司第四代有机交联玻尿酸“海魅月白”的生产许可申报等工作推进，我们预计公司四代玻尿酸品牌组合将会有更好的营销进展；而高毛利玻尿酸板块的营收上升，将带来公司更高的利润端增长。

盈利预测、估值与评级

考虑到2023年的国家人工晶体集采降价后的放量，仍需逐步兑现的过程中，我们下调公司2024/25/26年营收12.50%/16.88%/15.93%至28/32/38亿元，下调归母净利润14.30%/20.21%/20.12%至4.41/5.07/6.13亿元。我们认为，公司在眼科和医美领域的全球产业链布局完善，创新驱动，未来成长力确定。维持“买入”评级。

风险提示

医疗政策相关风险、市场竞争风险、新品推进不及预期等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

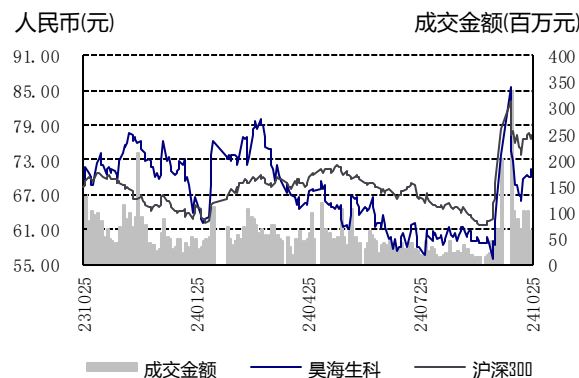
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：71.45元

相关报告：

- 《昊海生科公司点评：创新玻尿酸同比高增长51%，眼科放量蓄势中》，2024.8.18
- 《昊海生科公司点评：“海魅”放量持续，业绩重回高成长通道》，2023.10.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,130	2,654	2,800	3,200	3,800
营业收入增长率	20.56%	24.59%	5.50%	14.29%	18.75%
归母净利润(百万元)	180	416	441	507	613
归母净利润增长率	-48.76%	130.58%	6.08%	14.76%	20.95%
摊薄每股收益(元)	1.036	2.429	1.878	2.156	2.607
每股经营性现金流净额	1.15	3.62	1.75	2.39	2.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.27%	7.36%	7.42%	8.10%	9.25%
P/E	94.11	44.59	38.04	33.15	27.40
P/B	3.08	3.28	2.82	2.69	2.54

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,767	2,130	2,654	2,800	3,200	3,800
增长率	20.6%	24.6%	5.5%	14.3%	18.8%	
主营业务成本	-493	-661	-783	-840	-960	-1,140
%销售收入	27.9%	31.0%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利	1,274	1,470	1,871	1,960	2,240	2,660
%销售收入	72.1%	69.0%	70.5%	70.0%	70.0%	70.0%
营业税金及附加	-13	-14	-15	-15	-17	-20
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-612	-680	-815	-756	-800	-912
%销售收入	34.7%	31.9%	30.7%	27.0%	25.0%	24.0%
管理费用	-283	-402	-418	-392	-403	-456
%销售收入	16.0%	18.9%	15.7%	14.0%	12.6%	12.0%
研发费用	-168	-182	-220	-224	-240	-285
%销售收入	9.5%	8.6%	8.3%	8.0%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	199	192	404	573	780	987
%销售收入	11.3%	9.0%	15.2%	20.5%	24.4%	26.0%
财务费用	85	74	62	-20	-156	-231
%销售收入	-4.8%	-3.5%	-2.3%	0.7%	4.9%	6.1%
资产减值损失	4	-70	-5	-11	-2	-2
公允价值变动收益	0	-8	2	0	0	0
投资收益	62	6	1	1	1	1
%税前利润	16.2%	2.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	383	235	507	543	624	754
营业利润率	21.7%	11.0%	19.1%	19.4%	19.5%	19.9%
营业外收支	-1	1	1	1	1	1
税前利润	383	236	508	544	625	755
利润率	21.7%	11.1%	19.2%	19.4%	19.5%	19.9%
所得税	-35	-45	-96	-103	-118	-143
所得税率	9.2%	19.3%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
净利润	347	190	412	441	507	613
少数股东损益	-5	10	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	352	180	416	441	507	613
净利率	19.9%	8.5%	15.7%	15.8%	15.8%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	347	190	412	441	507	613
少数股东损益	-5	10	-4	0	0	0
非现金支出	159	274	203	153	145	146
非经营收益	-164	-95	-71	-107	1	1
营运资金变动	0	-168	76	-77	-89	-117
经营活动现金净流	342	201	620	411	564	643
资本开支	-272	-317	-265	-103	-71	-121
投资	-23	-417	-146	0	0	0
其他	146	52	35	1	1	1
投资活动现金净流	-148	-682	-377	-102	-69	-119
股权募资	5	1	121	34	0	0
债权募资	-58	18	298	-235	0	0
其他	-179	-307	-676	-181	-206	-249
筹资活动现金净流	-231	-288	-258	-381	-206	-249
现金净流量	-44	-755	-4	-72	288	275

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,901	2,545	2,741	2,658	2,939	3,209
应收款项	390	394	350	392	448	533
存货	355	485	526	532	608	722
其他流动资产	67	109	133	122	131	143
流动资产	3,713	3,532	3,750	3,705	4,126	4,606
%总资产	53.4%	51.2%	52.8%	53.0%	56.2%	59.0%
长期投资	625	671	607	607	607	607
固定资产	1,189	1,278	1,403	1,453	1,403	1,401
%总资产	17.1%	18.5%	19.7%	20.8%	19.1%	18.0%
无形资产	1,198	1,203	1,147	1,179	1,160	1,143
非流动资产	3,238	3,360	3,355	3,289	3,218	3,196
%总资产	46.6%	48.8%	47.2%	47.0%	43.8%	41.0%
资产总计	6,950	6,892	7,105	6,994	7,344	7,802
短期借款	42	34	217	0	0	0
应付款项	302	289	240	266	292	341
其他流动负债	143	188	260	230	257	303
流动负债	487	511	716	496	549	645
长期贷款	10	44	157	157	157	157
其他长期负债	393	435	215	24	17	12
负债	890	990	1,088	677	723	814
普通股股东权益	5,713	5,515	5,650	5,949	6,253	6,621
其中：股本	176	174	171	235	235	235
未分配利润	2,310	2,370	2,729	2,993	3,297	3,665
少数股东权益	347	388	367	367	367	367
负债股东权益合计	6,950	6,892	7,105	6,994	7,344	7,802

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.003	1.036	2.429	1.878	2.156	2.607
每股净资产	32.496	31.670	32.977	25.316	26.609	28.174
每股经营现金净流	1.947	1.155	3.620	1.747	2.394	2.729
每股股利	0.700	0.400	1.000	0.750	0.860	1.041
回报率						
净资产收益率	6.17%	3.27%	7.36%	7.42%	8.10%	9.25%
总资产收益率	5.07%	2.62%	5.86%	6.31%	6.90%	7.85%
投入资本收益率	2.88%	2.52%	5.00%	7.18%	9.33%	11.20%
增长率						
主营业务收入增长率	32.61%	20.56%	24.59%	5.50%	14.29%	18.75%
EBIT 增长率	115.20%	-3.60%	110.72%	41.78%	36.07%	26.55%
净利润增长率	53.10%	-48.76%	130.58%	6.08%	14.76%	20.95%
总资产增长率	10.35%	-0.83%	3.09%	-1.57%	5.00%	6.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.7	64.4	48.8	48.8	48.8	48.8
存货周转天数	225.8	232.0	235.8	235.8	235.8	235.8
应付账款周转天数	27.5	27.8	25.6	25.6	25.6	25.6
固定资产周转天数	169.3	130.0	105.5	87.0	64.7	44.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.20%	-41.90%	-39.67%	-39.91%	-42.32%	-43.96%
EBIT 利息保障倍数	-2.3	-2.6	-6.5	28.6	5.0	4.3
资产负债率	12.81%	14.36%	15.31%	9.69%	9.85%	10.44%

来源：公司年报、国金证券研究所



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	0	1	5	12
增持	0	1	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.83	1.62	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-30	买入	74.55	N/A
2	2022-12-28	买入	100.84	N/A
3	2023-07-23	买入	85.81	N/A
4	2023-08-18	买入	92.56	N/A
5	2023-10-26	买入	96.93	N/A
6	2024-08-18	买入	59.64	N/A

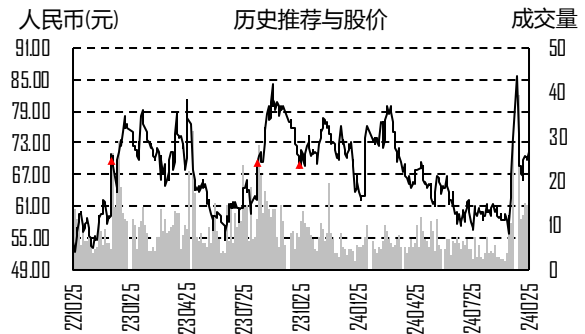
来源：国金证券研究所

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究