

昊海生科(688366.SH)

医用材料龙头，医美板块驱动长期增长

推荐（首次）

股价：59.23元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.3healthcare.com
大股东/持股	蒋伟/28.41%
实际控制人	蒋伟,游捷
总股本(百万股)	233
流通A股(百万股)	194
流通B/H股(百万股)	39
总市值(亿元)	125
流通A股市值(亿元)	115
每股净资产(元)	24.31
资产负债率(%)	16.7

行情走势图



证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
倪亦道	投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn
王钰畅	投资咨询资格编号 S1060524090001 WANGYUCHANG804@pingan.com.cn

平安观点：

- **玻尿酸和人工晶体为公司两大核心产品。**公司产品主要覆盖眼科、医疗美容及创面护理、骨科、外科四大快速发展的治疗领域，医疗美容与创面护理、眼科、骨科、和防粘连及止血产品等，2023年收入分别为10.6亿元、9.3亿元、4.8亿元和1.5亿元，占营收比重为39.8%、35%、17.9%和5.5%。2023年公司玻尿酸收入6.0亿元（+95.5%），人工晶状体收入3.8亿元（+37%），为公司两大核心产品。
- **公司玻尿酸产品具备自主研发实力，爆款“海魅”持续快速放量。**公司三款在售玻尿酸产品海薇、姣兰、海魅分别定位入门型、中端、高端玻尿酸产品。海魅具有线性无颗粒特征，注射后不易变形移位且维持效果更加持久自然，主打精准雕饰功能，定位高端，上市后快速放量，2023年海魅销售额超2.3亿元（+129.3%）。在海魅的带动下，2023年海薇和姣兰销售额也分别同比增长94.1%和57.7%。此外，公司共3个玻尿酸产品在研项目，分别覆盖不同具体应用场景，为未来公司继续深入高端玻尿酸产品市场提供支撑。
- **人工晶体市场潜力大，高端产品存在进口替代空间。**人口老龄化加剧，白内障手术需求将呈长期增长趋势，人工晶体市场规模仍有较大提升空间。带量采购加速进口替代，昊海生科旗下4家人工晶体公司产品在第四批国家组织高值医用耗材集采中中标，其中河南宇宙采购量最多。
- **投资建议：**公司作为国内优质医疗器械企业，两大主营产品为人工晶体和玻尿酸填充材料，选取爱博医疗、爱美客、华熙生物作为可比公司，2025年可比公司平均估值28倍，我们预计公司2024/2025/2026年分别实现归母净利润4.2、5.2、6.4亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济修复不及预期；2) 竞争格局加剧风险；3) 政策风险等。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,130	2,654	2,698	3,051	3,468
YOY(%)	20.6	24.6	1.6	13.1	13.7
净利润(百万元)	180	416	420	524	641
YOY(%)	-48.8	130.6	1.0	24.8	22.3
毛利率(%)	69.0	70.5	70.0	70.8	71.6
净利率(%)	8.5	15.7	15.6	17.2	18.5
ROE(%)	3.3	7.4	7.1	8.3	9.5
EPS(摊薄/元)	0.77	1.78	1.80	2.25	2.75
P/E(倍)	76.5	33.2	32.9	26.3	21.6
P/B(倍)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

正文目录

一、昊海生科：生物医用材料创新型领导者	4
二、医美赛道为公司第二成长曲线	6
2.1 国产玻尿酸市占率超 30%，仍有提升空间	6
2.2 昊海生科玻尿酸产品矩阵丰富	7
三、人工晶体市场潜力大，高端产品存在进口替代空间	8
3.1 白内障手术需求增长迅速，驱动人工晶体市场持续扩容	9
3.2 高端人工晶体市场仍以进口品牌为主	10
3.3 人工晶体集采加速进口替代	10
四、骨科和防粘连及止血产品	11
4.1 骨科关节腔注射产品市占率高	11
4.2 防粘连及止血产品	12
五、盈利预测和估值评级	12
5.1 盈利预测	12
5.2 相对估值和评级	13
六、风险提示	14

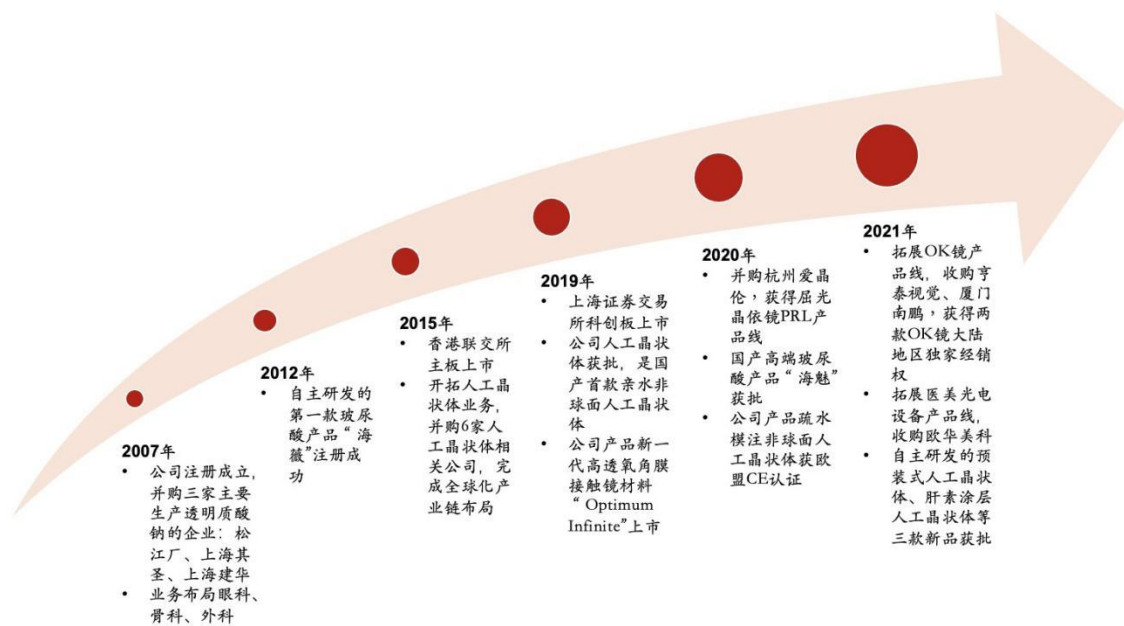
图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 昊海生科股权结构	4
图表 3 公司 2023 年主营业务收入结构情况	5
图表 4 公司历年主营业务收入结构情况	5
图表 5 公司营业收入及增速	5
图表 6 公司归母净利润及增速	5
图表 7 公司历年人工晶体和玻尿酸销量及增速	6
图表 8 公司历年人工晶体和玻尿酸产品销量（万支）	6
图表 9 2017-2024Q3 年公司四费率变化	6
图表 10 2017-2024Q3 公司毛利率和净利率变化	6
图表 11 2021 年国内玻尿酸医美注射产品市场份额	7
图表 12 公司玻尿酸产品发展历史	8
图表 13 公司在售玻尿酸产品矩阵	8
图表 14 人工晶体治疗白内障手术示意图	9
图表 15 2004-2024 年中国 65 岁以上人口数量，增速及占比	9
图表 16 2015-2025E 年中国白内障患者人数统计及预测	9
图表 17 2016-2022 年中国人工晶体市场规模	10
图表 18 我国人工晶体行业部分相关政策	11
图表 19 公司历年骨科产品收入（百万元）及 yoy	12
图表 20 公司历年骨科产品销量（万支）及 yoy	12
图表 21 公司历年防粘连及止血产品收入（百万元）及 yoy	12
图表 22 公司历年防粘连及止血产品销量（万支）及 yoy	12
图表 23 公司分业务收入及毛利率（百万元）	13
图表 24 可比公司估值（PE）	14

一、昊海生科：生物医用材料创新型领导者

昊海生物科技成立于 2007 年，是国内专注于医用生物材料研发、生产及销售的高科技生物医药创新性领军企业。目前公司产品主要覆盖眼科、医疗美容及创面护理、骨科、外科四大快速发展的治疗领域，完成了人工晶状体、近视防控与屈光矫正及眼表用药、医用透明质酸钠/玻璃酸钠、医用几丁糖等生物医用材料的行业重组。公司是国内人工晶状体的主要供应商。

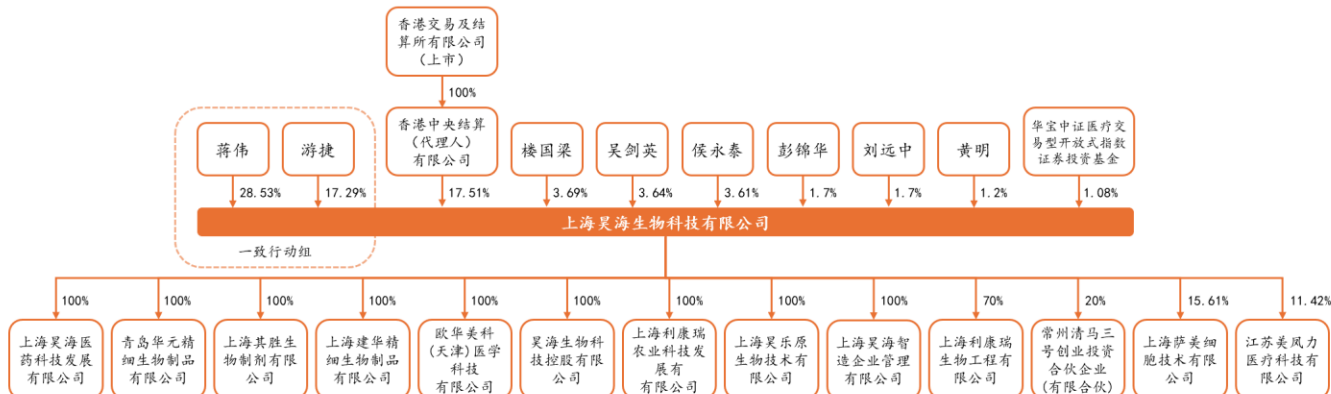
图表1 公司发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司股权集中稳定。截止 2025 年 2 月 14 日，蒋伟和游捷为一致行动组，合计持股比例为 45.82%，楼国梁、吴剑英、侯永泰分别持股 3.69%、3.64%、3.61%，公司股权结构集中且稳定。

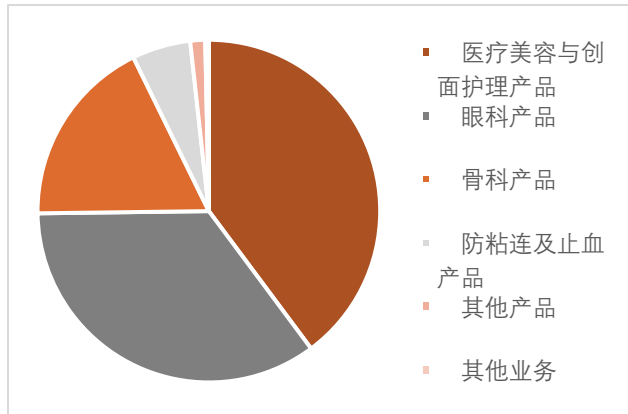
图表2 昊海生科股权结构



资料来源：iFinD，平安证券研究所 备注：更新至 2025 年 2 月 14 日

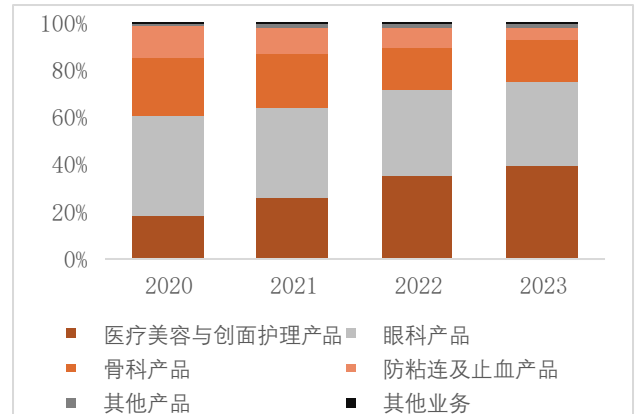
公司主营业务和主要产品：公司主营业务包括医疗美容与创面护理、眼科、骨科、和防粘连及止血产品等，2023 年收入分别为 10.6 亿元、9.3 亿元、4.8 亿元和 1.5 亿元，占营收比重为 39.8%、35.0%、17.9%和 5.5%。其中医疗美容与创面护理主要覆盖玻尿酸、表皮修复基因工程制剂、射频及激光设备四大品类，2023 年玻尿酸产品收入 6 亿元(+95.5%)，占比 56.9%；眼科产品主要覆盖白内障治疗、近视防控与屈光矫正。其中白内障产品线占比 53.5%，包括人工晶状体(41.1%)和眼科粘弹剂(12.4%)。目前公司是国内第一大眼科粘弹剂产品的生产商；骨科产品包括玻璃酸钠注射液和医用几丁糖（关节腔内注射用）。公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，该产品主要应用于退行性骨关节炎；防粘连及止血产品包括医用几丁糖（防粘连用）、医用透明质酸钠凝胶和胶原蛋白海绵。

图表3 公司 2023 年主营业务收入结构情况



资料来源：wind，平安证券研究所

图表4 公司历年主营业务收入结构情况

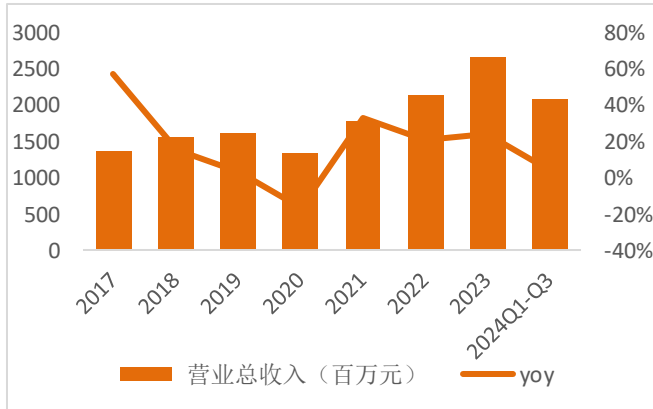


资料来源：wind，平安证券研究所

公司业绩情况：近年来公司核心产品销量逐步提升，业绩保持稳定增长。2017-2023 年公司营业收入从 13.5 亿元(+57.3%) 增加到 26.5 亿元(+24.6%)，2023 年归母净利润为 4.2 亿元，同比大幅增长 130.6%，业绩高成长主要系公司生产经营和销售情况平稳恢复并向好所致。2024Q1-Q3 公司收入 20.8 亿元，同比增长 4.7%，归母净利润 3.4 亿元，同比增长 4.3%。

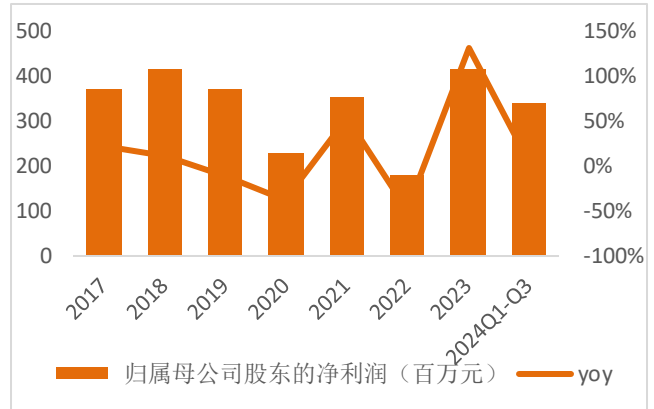
分业务看，玻尿酸和人工晶状体是公司前两大收入来源。2023 年公司玻尿酸收入 6.0 亿元(+95.5%)，人工晶状体收入 3.8 亿元(+37.0%)。公司玻尿酸产品快速放量，第三代玻尿酸产品“海魅”获得了市场的认可，销售收入同比增长 129.3%。人工晶状体收入增长主要受全国白内障手术恢复影响，且公司在两轮省级带量采购之后仍保持了稳定的价格体系。

图表5 公司营业收入及增速



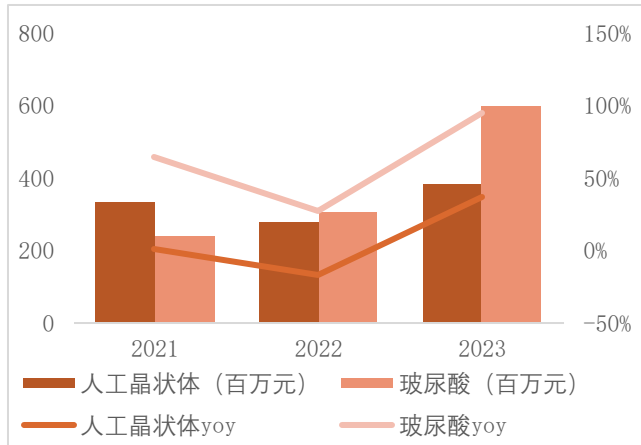
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表6 公司归母净利润及增速



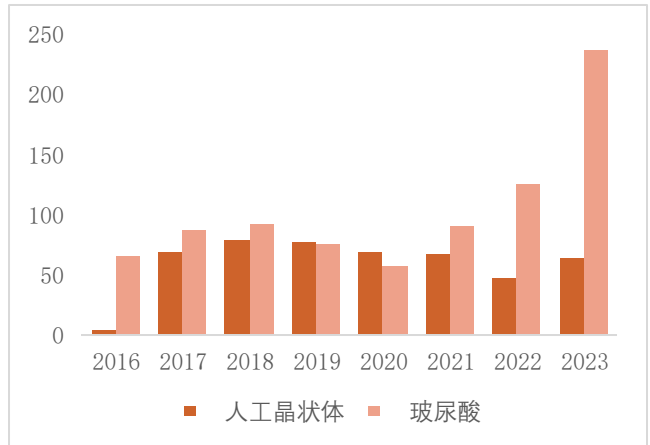
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表7 公司历年人工晶体和玻尿酸销量及增速



资料来源：2021-2023 年报，平安证券研究所

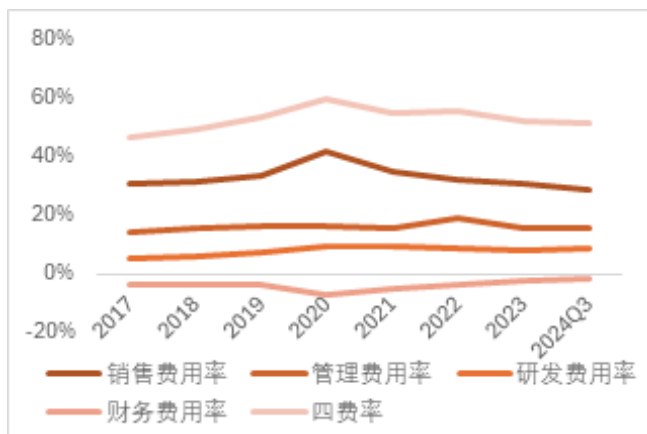
图表8 公司历年人工晶体和玻尿酸产品销量 (万支)



资料来源：昊海生科招股说明书、2019-2023 年报，平安证券研究所

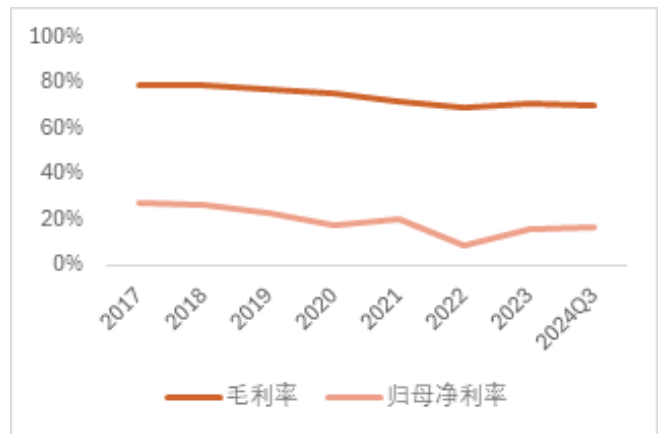
公司盈利能力：毛利率方面，2024Q1-Q3 同比下降 1.2pp，在“海魅”快速放量下，仍受人工晶体国采影响毛利率下降；从费用看，2024Q1-Q3 销售费用率为 28.7%，同比下降 3.0pp，2024Q1-Q3 管理费用率为 15.7%，同比下降 0.1pp，公司持续管控费用率。

图表9 2017-2024Q3 年公司四费率变化



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表10 2017-2024Q3 公司毛利率和净利率变化



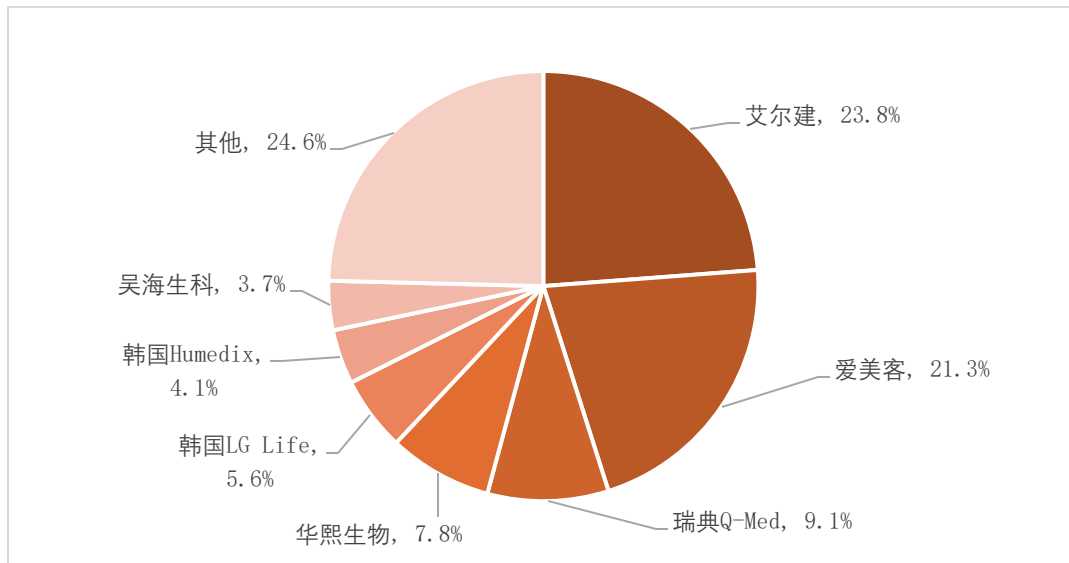
资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 医美赛道为公司第二成长曲线

2.1 国产玻尿酸市占率超 30%，仍有提升空间

国产玻尿酸注射产品市占率超 30%。弗若斯特沙利文数据显示，2021 年我国医美类玻尿酸注射产品市场 CR5 为 67.6%，其中，艾尔建占比 23.8%、爱美客占比 21.3%、Q-Med 占比 9.1%、华熙生物占比 7.8%、LG 占比 5.6%。

图表11 2021年国内玻尿酸医美注射产品市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文，平安证券研究所

中国玻尿酸市场发展前景向好。我国玻尿酸市场起步较晚，但随着郭学平教授在国内首创“生物发酵法”工业生产玻尿酸，玻尿酸商业化和产业化得以实现。至此之后，我国玻尿酸生产工艺逐渐成熟，技术向更安全、更高科技、更细分的方向发展。国内企业不断加强深化对玻尿酸医美市场终端产品的创新研发和市场化扩展，我国玻尿酸市场发展前景广阔，增长活力旺盛。

2.2 昊海生科玻尿酸产品矩阵丰富

公司玻尿酸产品四次迭代更新，具备自主研发实力。公司在医美与创面护理领域覆盖玻尿酸、表皮修复基因工程制剂、射频及激光设备四大业务，可满足终端客户针对表皮、真皮以及皮下组织的全方位医美消费需求。得益于国内医美需求的增加和公司产品的迭代创新，其中玻尿酸业务快速增长，2023年收入6亿元(+95.5%)，占比医疗美容与创面护理业务板块56.9%。公司自2013年推出第一代玻尿酸产品“海薇”以来，自主研发并掌握了单相交联、低温二次交联、线性无颗粒化交联以及有机交联等创新交联工艺。截止至2024年，公司海薇、姣兰、海魅、注射用修饰透明质酸钠凝胶共四代玻尿酸产品批准国内上市。2024年5月7日，公司下属全资子公司上海建华精细生物制品有限公司申报的注射用修饰透明质酸钠凝胶获NMPA批准上市，成为公司自主研发的第四代有机交联玻尿酸产品。

图表12 公司玻尿酸产品发展历史

时间	产品项目	主要内容
2013年	海薇	公司第一代玻尿酸产品“海薇”定位大众普及入门型玻尿酸，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
2016年	姣兰	公司第二代玻尿酸产品 Janlane 姣兰定位中高端玻尿酸，获得国家药监局三类医疗器械注册书
2020年	海魅	公司第三代玻尿酸产品“海魅”定位高端玻尿酸，获得国家药监局三类医疗器械注册证书
2023年	姣兰新适应症	公司第二代玻尿酸产品姣兰完成注册变更，在“面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹”适应症的基础上，增加“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”的新适应症，进一步扩大产品的临床应用场景
2024年	注射用修饰透明质酸钠凝胶	公司第四代有机交联玻尿酸产品成功获得 NMPA 批准上市，第四代产品使用天然产物为交联剂，降解产物为人体不能合成的必需氨基酸，比传统化学交联剂有更好的远期安全性
2024年	Cytosial 玻尿酸	公司旗下法国玻尿酸子公司 Bioxis 的 Cytosial 玻尿酸已在欧洲及中东市场销售，公司下属子公司欧美华科已获得该产品在中国市场的商业化权利，正在推该产品进在国内的上市

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司玻尿酸产品布局覆盖高、中、低端产品，产品功效互补。公司三款在售玻尿酸产品海薇、姣兰、海魅分别定位入门型、中端、高端玻尿酸产品。海薇主要功效为塑形支撑；姣兰主打动态填充功能的特性，且在“面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹”适应症的基础上，增加“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”的新适应症，进一步扩大了产品的临床应用场景；海魅具有线性无颗粒特征，注射后不易变形移位且维持效果更加持久自然，主打精准雕饰功能。根据 2023 年年报，海魅销售额超 2.3 亿元（+129.3%）。在海魅的带动下，2023 年海薇和姣兰销售额也分别同比增长 94.1%和 57.7%。公司旗下法国玻尿酸子公司 Bioxia 的 Cytosial 玻尿酸产品主要用于面部轮廓的注射填充，目前由公司下属子公司欧美华科负责推进该产品在国内的注册上市。公司玻尿酸产品布局在产品特点、

图表13 公司在售玻尿酸产品矩阵

产品名称	产品定位	主打功能	下属子公司
海魅：注射用交联透明质酸钠凝胶	高端	精准雕饰	其胜生物
姣兰：注射用修饰透明质酸钠凝胶	中端	组织填充	其胜生物
海薇：注射用交联透明质酸钠凝胶	大众普及入门型	塑形支撑	其胜生物
Cytosial 玻尿酸	-	面部轮廓注射填充	欧美华科

资料来源：公司公告，平安证券研究所

功效以及目标客户人群等方面优势互补，积极满足多元化、差异化的医美市场需求。

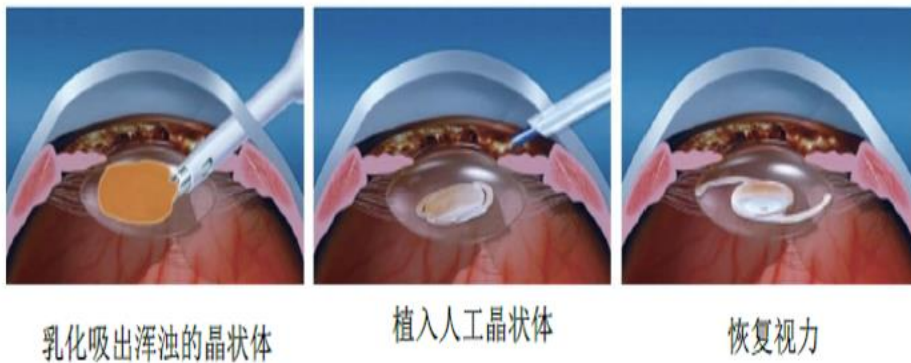
公司布局肉毒毒素产品，完善产品布局。截至 2023 年，公司已与美国 Eirion 达成股权投资和产品许可协议，获得 Eirion 的几款产品在中国大陆、香港和澳门特别行政区、台湾地区的独家研发、销售以及商业化的权利。Eirion 的产品包括 1) 创新外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、2) 经典注射型肉毒毒素产品 AI-09、3) 治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02，其中涂抹型肉毒毒素 ET-01 已在美国开展二期临床试验，该产品贯穿医美、生美及家用美容三大应用场景。

三、人工晶体市场潜力大，高端产品存在进口替代空间

3.1 白内障手术需求增长迅速，驱动人工晶体市场持续扩容

通过手术植入人工晶体是目前白内障治疗的有效手段。人工晶体是一种可植入眼内的人工透镜，形状功能类似于人眼晶状体，通常应用于屈光手术中治疗白内障或矫正其他视力问题，通过取代白内障手术中被摘除的天然晶状体达到治疗效果。

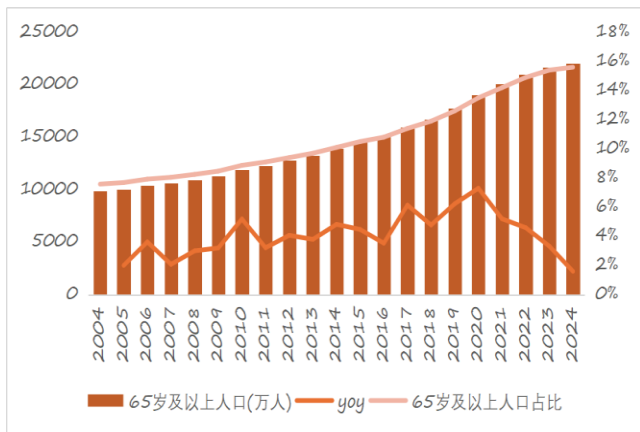
图表14 人工晶体治疗白内障手术示意图



资料来源：爱博医疗招股说明书，平安证券研究所

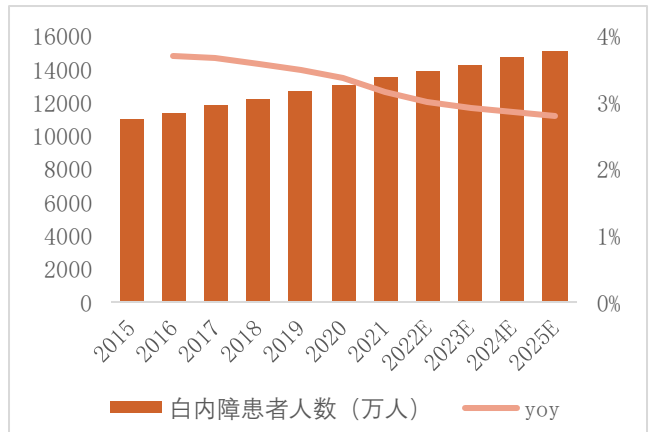
老龄化趋势加剧，白内障手术需求将呈长期增长趋势。随着我国人口寿命的提高，人口老龄化加剧，老龄人口占比持续提升。2013年我国65岁以上人口数量为1.3亿，同比增长3.8%，占总人口比例为9.7%；2024年我国65岁以上人口数量达到2.2亿，同比增长1.6%，占总人口比例提升至15.6%。老年人是白内障的高发群体，老龄人口数量的增长使得我国白内障患者数量逐年增加。2021年我国白内障患者人数约为1.3亿，同比增长3.1%。根据共研网数据预计到2025年，我国白内障患者人数将达到1.5亿，同比增长2.8%。老龄人口增长促进了白内障手术市场规模的扩张。

图表15 2004-2024年中国65岁以上人口数量，增速及占比



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

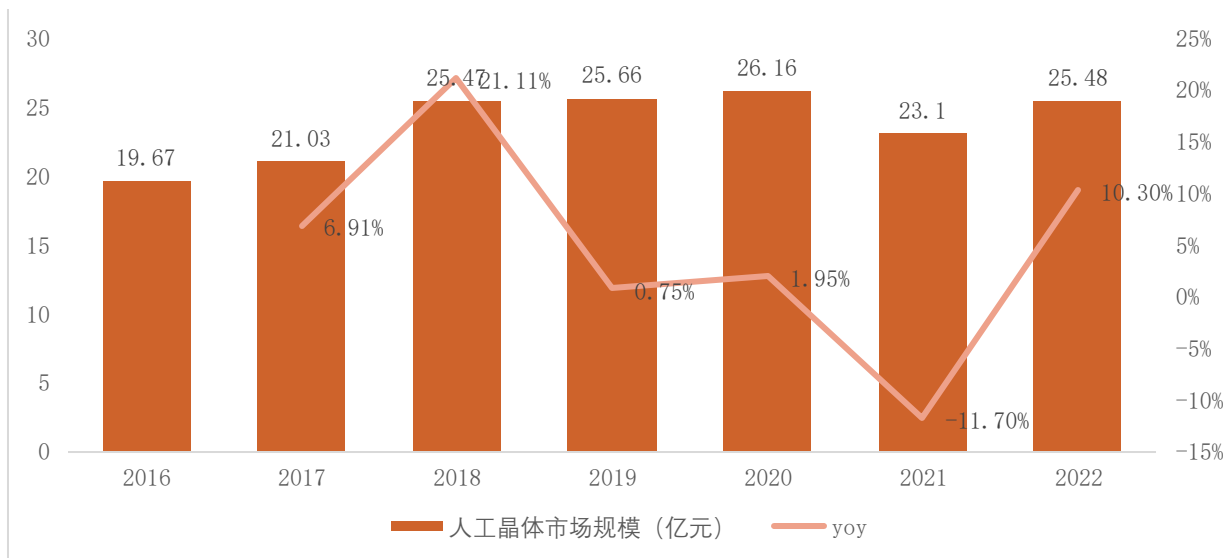
图表16 2015-2025E年中国白内障患者人数统计及预测



资料来源：共研网，平安证券研究所

我国人工晶体市场规模仍有较大提升空间。2022年，我国人工晶体市场规模达到25.5亿元，同比增长10.3%。2016年，我国人工晶体市场进入稳定增长阶段，2016-2020年，市场规模由19.7亿元提升至26.2亿元。2021年受集采影响，人工晶体市场规模出现小幅下滑，2022年恢复增长。

图表17 2016-2022年中国人工晶体市场规模



资料来源：贝壳社，华经产业研究院，平安证券研究所

3.2 高端人工晶体市场仍以进口品牌为主

人工晶体高端市场主要由国外品牌主导，存在进口替代空间。外资头部厂商主要为爱尔康、蔡司、强生和博士伦，国内人工晶体企业快速发展。我国人工晶体市场集中度较高，头部企业占据主要市场份额，产品注册证拥有量较为集中。产品定位方面，高端人工晶体以国外品牌为主，如爱尔康、强生和蔡司，国产品牌仅爱博医疗一家。中端产品由国产和外资品牌共同构成，如爱博医疗、博士伦、瑞纳等。普通产品以国有品牌为主，如昊海生科旗下河南宇宙和河南赛美视等。

软性人工晶体为主要盈利点和竞争领域，多焦点和叠加附加技术的高端产品仍以进口企业为主。人工晶体一般分成硬性人工晶体与软性人工晶体两大类。其中，硬性人工晶体价格较低，在几百元人民币左右；软性人工晶体较为高端，价格在万元人民币左右，目前软性人工晶体是各家医疗器械企业争相发展和竞争的领域。软性人工晶体可叠加抗散光（Toric）、景深延长（EDoF）等附加高端技术，且基本被欧美企业垄断，国产化率低。蔡司的ATLISA Tri Toric 939MP是国内患者三焦点抗散光（Toric）人工晶体的主要选择；强生的Tecnis Symphony也是国内患者单焦点景深延长（EDoF）人工晶体的选择之一。

3.3 人工晶体集采加速进口替代

带量采购加速进口替代。2022年1月，“十四五”全国眼健康规划（2021-2025）指出进一步提升白内障复明能力，到2025年，全国百万人口白内障手术率达到3500以上的目标。白内障治疗的唯一有效手段是植入人工晶体。人工晶体属于高值医用耗材，高值医用耗材的采购和使用管理是医疗改革重点领域之一。2023年9月，国家组织高值医用耗材集中采购办公室印发《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告》，第四批国家组织高值医用耗材集采正式启动。联盟地区有使用人工晶体类或运动医学类医用耗材的公立医疗机构均应参加。集中采购办公室将组织医疗机构填报采购需求量，并汇总采购需求量后按一定比例形成意向采购量，采购周期为2年。国家政策对白内障治疗的重视和人工晶体集采的推荐，总体上利好拥有自主知识产权与核心技术、产品质量较高、具有价格优势的中高端人工晶状体的国产制造商，促进国产品牌发展，加速进口替代。

图表18 我国人工晶体行业部分相关政策

发布时间	政策	主要内容
2019年7月	治理高值医用耗材改革方案的通知	责权定位, 设定时限; 完善价格机制; 制定器械统一编码(20年底前); 完善分类集中采购办法(鼓励带量谈判); 耗材零加成; 制定医保准入和报销标准。
2019年11月	关于药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知	在做好药品集中采购工作的基础上, 探索逐步将高值医用耗材纳入国家组织或地方集中采购范围。
2020年3月	关于深化医疗保障制度改革的意见	完善公平适度的待遇保障机制; 建立管用高效的医保支付机制; 协同推进医药服务供给侧改革(招采合一、量价挂钩)。
2021年8月	关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新的若干措施	允许具备条件的自由贸易试验区开展跨境电商零售进口部分药品及医疗器械业务。
2021年9月	“十四五”全民医疗保障计划	分布实施医疗器械唯一标识制度, 拓展医疗器械唯一标识在卫生健康、医疗保障等领域的衔接应用。
2021年12月	“十四五”市场监管现代化规划	深入开展无菌植入性医疗器械监督检查、切实规范药品、医疗器械、化妆品市场秩序
2021年12月	计量发展规划(2021-2035年)	加快医疗健康领域计量服务体系建设, 围绕疾病防控、生物医药、诊断试剂、高端医疗器械、康复理疗设备、可穿戴设备、营养与保健食品等开展关键计量测试技术研究和应用。
2022年1月	“十四五”全国眼健康规划(2021-2025)	推动眼科优质医疗资源扩容并下延。进一步提升白内障复明能力, 逐步提高基层医疗卫生机构对糖尿病视网膜病变等眼底疾病的筛查能力, 推动角膜捐献事业有序发展。到2025年, 全国百万人口白内障手术率达到3500以上, 有效白内障手术覆盖率不断提高。
2022年4月	“十四五”国民健康规划	稳步实施医疗器械唯一标识制度。
2023年2月	质量强国建设纲要	医疗器械审评审批提速、推动临床急需和罕见病治疗药品、加强药品和疫苗全生命周期管理等。
2023年9月	国家组织人工晶体类及运动类医用耗材集中带量采购公告	集中带量采购产品为人工晶体类及运动医学类医用耗材, 采购周期为2年。

资料来源: 国务院, 医保局, 平安证券研究所

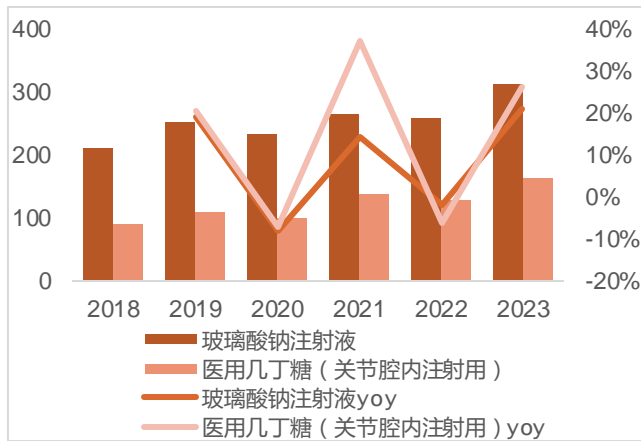
昊海生科旗下4家人工晶体公司产品在第四批国家组织高值医用耗材集采中中标。此次集采覆盖人工晶体、运动医学相关高值医用耗材30个品种, 拟中选产品平均降价70%左右, 市场规模约155亿元。其中, 人工晶体类耗材预计平均降价60%, 11个品种共1917103个人工晶体, 市场规模约65亿元。昊海生科旗下品牌AAREN新爱锐、HexaVision爱舒明、河南赛美视和河南宇宙在本次集采中中标, 主要中标产品类别为“人工晶体(含推注器)非球面-单焦点-非散光(非预装)”。昊海生科旗下品牌中, 河南宇宙采购量最多。

四、骨科和防粘连及止血产品

4.1 骨科关节腔注射产品市占率高

公司玻璃酸钠注射液持续放量, 带动骨科板块业务增长。公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商。骨科关节腔粘弹补充剂主要应用于退行性骨关节炎, 该病常见于中老年人群。2023年, 公司玻璃酸钠注射液收入3.1亿元(+20.8%), 占比骨科业务收入65.9%, 产品销量740.3万支, 同比增长44.6%; 公司医用几丁糖(关节腔内注射用)收入1.6亿元(+26.1%), 产品销量80万支, 同比增长21.4%。公司玻璃酸钠注射液和医用几丁糖(关节腔内注射用)产品实现了独特的产品疗效和组合优势, 凭借良好的定价体系持续扩大市场份额。2022年, 公司骨关节腔注射产品市场份额为46.5%, 连续9年国内骨关节腔注射产品市占率首位。

图表19 公司历年骨科产品收入(百万元)及yoy



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表20 公司历年骨科产品销量(万支)及yoy

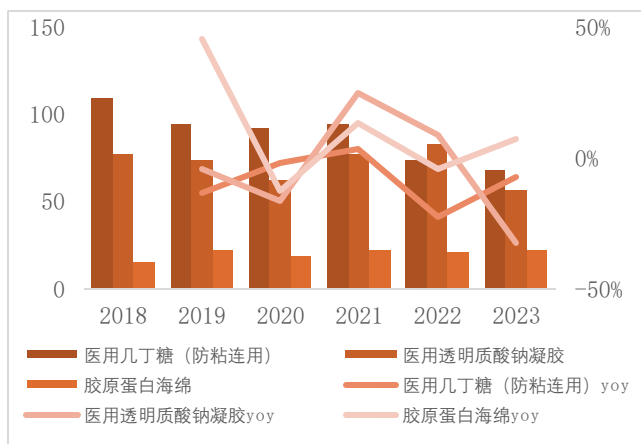


资料来源:公司公告,平安证券研究所

4.2 防粘连及止血产品

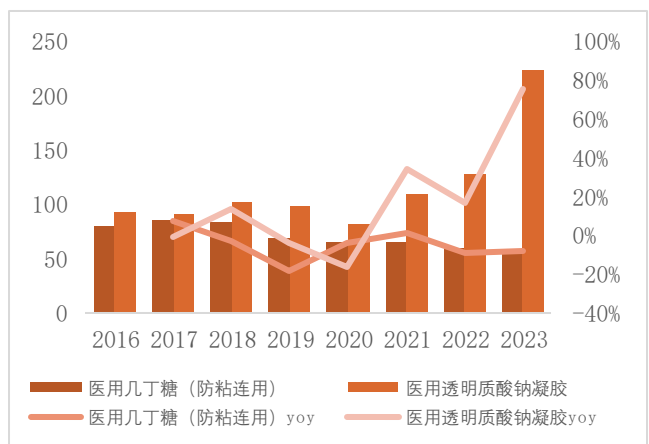
公司是国内第一大手术防粘连剂生产商及主要的医用胶原蛋白海绵、猪源纤维蛋白粘合剂生产商之一。2022年,公司防粘连产品市场份额为29.9%,居国内首位。2023年,受高值耗材控费控量等政策因素影响,公司防粘连及止血产品营收1.5亿元,同比下降17.3%。其中,医用几丁糖(防粘连用)、医用透明质酸钠凝胶和胶原蛋白海绵收入及增速分别为6829.6万元(-7.2%)、5622.1万元(-32.3%)和2197万元(+6.9%)。

图表21 公司历年防粘连及止血产品收入(百万元)及yoy



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表22 公司历年防粘连及止血产品销量(万支)及yoy



资料来源:公司公告,平安证券研究所

五、盈利预测和估值评级

5.1 盈利预测

关键假设:

假设1: 医美板块:“海魅”仍处于高速放量期,整体玻尿酸产品24-26年销量增速为15%/20%/20%;射频设备持续放量,预计24-26年销量增速0%/5%/5%;重组人表皮生长因子持续放量,预计24-26年销量增速0%/5%/5%;公司控价政策严格,预计出厂价保持不变,随着高客单价产品收入占比提升,预计24-26年毛利率77%/78%/79%。

假设 2: 眼科板块: 人工晶体国采后价格下降, 预计 24-26 年收入增速-30%/15%/15%, 毛利率下降; 屈光不正手术矫正材料预计 24-26 年收入增速 0%/5%/5%, 收入稳定增长, 毛利率不变; 眼科部分由于人工晶体国采影响毛利率, 但人工晶体降价后收入占比降低, 对整体眼科业务利润率影响变小, 预计 24-26 年眼科业务毛利率 56%/56%/56%。

假设 3: 骨科板块: 玻璃酸钠注射液销量维持稳定, 预计 24-26 年销量增速为 0%/20%/20%, 玻璃酸钠注射液已经是集采品种, 预计出厂价保持不变, 毛利率不变; 医用几丁糖销量稳定, 预计 24-26 年销量增速 7%/25%/25%, 出厂价不变, 毛利率不变; 预计骨科板块 24-26 年毛利率为 80%/80%/80%。

假设 4: 防粘连及止血板块: 医用透明质酸钠凝胶销量稳健增长, 24-26 年销量增速为 0%/10%/10%, 出厂价保持不变, 毛利率不变。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

图表 23 公司分业务收入及毛利率 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2654.04	2697.66	3051.39	3468.40
yoy	24.59%	1.64%	13.11%	13.67%
毛利	1871.19	1889.19	2160.79	2483.35
毛利率	70.50%	70.03%	70.81%	71.60%
整形美容与创面护理收入	1056.86	1161.21	1322.78	1513.14
yoy	41.27%	9.87%	13.91%	14.39%
毛利	818.58	894.13	1031.77	1195.38
毛利率	77.45%	77.00%	78.00%	79.00%
眼科收入	928.21	823.89	901.91	990.35
yoy	20.57%	-11.24%	9.47%	9.81%
毛利	548.70	461.38	505.07	554.60
毛利率	59.11%	56.00%	56.00%	56.00%
骨科产品收入	476.09	485.26	590.73	719.39
yoy	22.56%	1.93%	21.73%	21.78%
毛利	381.22	388.20	472.58	575.51
毛利率	80.07%	80.00%	80.00%	80.00%
防粘连及止血收入	146.49	180.91	189.58	199.13
yoy	-17.32%	23.49%	4.80%	5.03%
毛利	100.23	123.02	128.92	135.41
毛利率	68.42%	68.00%	68.00%	68.00%
其他收入	46.39	46.39	46.39	46.39
yoy	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	22.45	22.45	22.45	22.45
毛利率	48.40%	48.40%	48.40%	48.40%

资料来源: iFind, 平安证券研究所

5.2 相对估值和评级

公司作为国内优质医疗器械企业, 两大主营产品为人工晶体和玻尿酸填充材料, 爱博医疗为国内眼科医疗器械生产商, 人工晶体为核心产品, 与昊海生科具备可比性, 爱美客、华熙生物为注射类医美产品生产商, 医美用玻尿酸产品为核心产品, 与昊海生科具备可比性, 选取爱博医疗、爱美客、华熙生物作为可比公司, 2025 年可比公司平均估值 28 倍, 公司医美业务潜力空间大, 在研管线丰富, 产品海魅广受认可, 人工晶体产品布局中高端产品, 各业务线均可对标行业头部公司, 给予公司 28 倍 PE, 首次覆盖给予“推荐”评级。

图表24 可比公司估值 (PE)

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688050.SH	爱博医疗	99.3	188	5.13	6.68	8.01	37	28	23
300896.SZ	爱美客	183.44	555	21.02	25.17	29.80	26	22	19
688363.SH	华熙生物	50.16	242	4.92	7.02	8.61	49	34	28
平均值							37	28	23

资料来源：WIND，平安证券研究所 备注：根据2025年2月21日市值计算，可比公司归母净利润来源于wind一致预期

六、 风险提示

- 经济修复不及预期：**公司医美产品受消费力影响，为可选消费产品，受可支配收入影响大，若经济修复不及预期，则影响产品放量。
- 竞争格局加剧风险：**公司医美产品、眼科医疗器械行业国产品牌多，市场竞争格局可能加剧，影响市占率进而影响公司产品放量以及产品客单价。
- 政策风险：**公司医疗器械产品有集采降价风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,750	4,141	4,704	5,364
现金	2,741	2,955	3,382	3,884
应收票据及应收账款	328	461	521	592
其他应收款	22	22	25	29
预付账款	52	71	80	91
存货	526	573	631	698
其他流动资产	81	59	64	70
非流动资产	3,355	3,196	3,031	2,862
长期投资	3	27	50	73
固定资产	820	868	909	944
无形资产	729	608	486	365
其他非流动资产	1,803	1,694	1,586	1,481
资产总计	7,105	7,338	7,735	8,226
流动负债	716	697	769	854
短期借款	10	0	0	0
应付票据及应付账款	55	67	73	81
其他流动负债	651	630	696	773
非流动负债	372	327	281	236
长期借款	191	146	100	55
其他非流动负债	181	181	181	181
负债合计	1,088	1,024	1,051	1,090
少数股东权益	367	371	376	382
股本	171	233	233	233
资本公积	2,981	2,919	2,919	2,919
留存收益	2,498	2,790	3,155	3,602
归属母公司股东权益	5,650	5,943	6,308	6,754
负债和股东权益	7,105	7,338	7,735	8,226

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	612	390	621	729
净利润	412	424	529	647
折旧摊销	176	182	189	194
财务费用	-62	-2	-5	-9
投资损失	-1	-23	-23	-23
营运资金变动	76	-186	-63	-74
其他经营现金流	12	-6	-6	-6
投资活动现金流	-377	6	5	4
资本支出	481	0	1	2
长期投资	-146	-2	-2	-2
其他投资现金流	-712	8	6	4
筹资活动现金流	-258	-181	-200	-231
短期借款	5	-10	0	0
长期借款	107	-45	-46	-46
其他筹资现金流	-370	-126	-154	-186
现金净增加额	-12	215	427	502

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,654	2,698	3,051	3,468
营业成本	783	808	891	985
税金及附加	15	17	20	22
营业费用	815	820	885	971
管理费用	418	405	458	520
研发费用	220	216	244	277
财务费用	-62	-2	-5	-9
资产减值损失	-7	-7	-8	-9
信用减值损失	2	-4	-5	-5
其他收益	42	39	39	39
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	1	23	23	23
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	507	484	609	749
营业外收入	2	21	21	21
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	508	504	628	768
所得税	96	80	99	121
净利润	412	424	529	647
少数股东损益	-4	4	5	6
归属母公司净利润	416	420	524	641
EBITDA	622	684	813	954
EPS (元)	1.78	1.80	2.25	2.75

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	24.6	1.6	13.1	13.7
营业利润(%)	116.3	-4.5	25.8	23.0
归属于母公司净利润(%)	130.6	1.0	24.8	22.3
获利能力				
毛利率(%)	70.5	70.0	70.8	71.6
净利率(%)	15.7	15.6	17.2	18.5
ROE(%)	7.4	7.1	8.3	9.5
ROIC(%)	12.0	13.0	16.1	20.2
偿债能力				
资产负债率(%)	15.3	14.0	13.6	13.2
净负债比率(%)	-42.2	-44.5	-49.1	-53.7
流动比率	5.2	5.9	6.1	6.3
速动比率	4.3	5.0	5.1	5.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.1	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	14.2	12.2	12.2	12.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.78	1.80	2.25	2.75
每股经营现金流(最新摊薄)	2.63	1.67	2.66	3.13
每股净资产(最新摊薄)	24.23	25.48	27.05	28.96
估值比率				
P/E	33.2	32.9	26.3	21.6
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	25.8	16.1	13.0	10.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层