

短期业绩有所承压，眼科业务集采影响有望出清

核心观点

受集采及消费环境等因素影响，公司 2025 年上半年业绩出现阶段性下滑，业绩短期承压。展望 2025 年下半年，公司整体业绩有望恢复增长趋势。人工晶体集采影响逐渐消除，随着公司多款高端人工晶状体（如亲水非球面多焦点、疏水模注非球面三焦点等）和第二代房水通透型 PRL 等产品陆续进入或完成注册申报，产品组合有望持续优化升级，带动眼科板块企稳回升。医美业务将继续重点打造“海魅系列”高端品牌形象，“海魅月白”有望加速放量。外科领域将重点推动“康瑞胶”等创新产品的市场准入和进院工作，有望延续上半年的高增长态势。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

2025 年上半年营业收入 13.04 亿元，同比下滑 7.12%；归母净利润 2.11 亿元，同比下滑 10.29%；扣非归母净利润 2.04 亿元，同比下滑 11.35%。EPS 为 0.91 元。

动态信息评述

受集采及消费环境等因素影响，业绩短期承压

公司 2025 年上半年业绩符合预期，业绩出现阶段性下滑主要受眼科及医美两大核心业务板块的外部环境影响。眼科业务方面，人工晶状体及眼科粘弹剂产品因国家集采政策落地执行，产品销售单价大幅下调，叠加 DRG/DIP 支付方式改革对部分基础产品销量的影响，导致眼科板块收入同比下滑 18.61%。医疗美容业务方面，受消费环境等因素影响，玻尿酸产品需求阶段性减少，板块收入同比下滑 9.31%。上半年防粘连及止血业务收入实现同比 59.61% 的高速增长，主要由于新产品猪源纤维蛋白粘合剂“康瑞胶”快速放量的带动。

2025 年上半年公司整体毛利率为 70.17%，与上年同期基本持平。高毛利率的防粘连及止血新产品、高端医美产品对毛利率有正面贡献，但眼科、骨科等产品受集采降价影响，拉低了整体毛利率水平，两方面影响基本对冲。

昊海生科 (688366.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

刘慧彬

liuhuibin@csc.com.cn

010-56135307

SAC 编号:S1440523050001

发布日期：2025 年 10 月 12 日

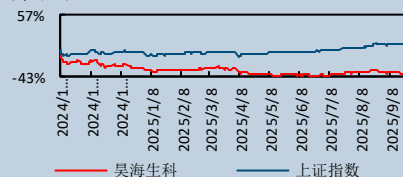
当前股价：52.18 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.15/-7.27	3.26/-10.66	-10.32/-45.99
12 月最高/最低价 (元)		85.98/49.45
总股本 (万股)		23,258.11
流通 A 股 (万股)		19,405.19
总市值 (亿元)		114.00
流通市值 (亿元)		104.50
近 3 月日均成交量 (万)		109.34
主要股东：蒋伟		28.53%

股价表现



相关研究报告

25.04.25 【中信建投医疗器械】昊海生科(688366): 医美玻尿酸维持高增长，眼科业务集采影响有望出清

拆分产品来看：

2025H1 医疗美容与创面护理产品收入 5.75 亿元（-9.31%），其中：玻尿酸产品收入 3.47 亿元（-16.80%），第一、二代产品因消费需求阶段性减少而下滑，但高端产品“海魅”延续增长态势，2024 年下半年上市的第四代有机交联产品“海魅月白”贡献一定增量，部分对冲了老产品的下滑。人表皮生长因子产品收入 0.92 亿元（+13.73%），延续稳健增长，并持续向多科室拓展。射频及激光设备收入 1.36 亿元（-0.07%），整体持平但销售结构有所变化，海外市场下滑，但国内医用级射频设备“EndyMed Pro”高频皮肤治疗仪及 Intensif 治疗头销售收入分别同比增长 53.15% 和 76.37%。

2025H1 眼科产品收入 3.68 亿元（-18.61%），其中：白内障产品线收入 1.65 亿元（-28.76%），其中人工晶体（-29.84%）和眼科粘弹剂（-24.87%）均受国家集采降价影响。公司通过优化销售结构应对，中端预装式非球面产品销量同比增长 73.82%，收入占比从 13.11% 提升至 29.36%。近视防控与屈光矫正产品线收入 1.86 亿元（-7.71%），视光终端产品收入下滑 16.06%，成熟产品“亨泰 Hiline”受市场竞争加剧影响下滑，但“迈儿康 myOK”和“童享”品牌凭借更高透氧率和先进设计，处方片销量分别同比增长 18.39% 和 86.01%，展现出较强韧性。

2025H1 骨科产品收入 2.27 亿元（-2.58%）。玻璃酸钠注射液收入增长 6.25%，通过以量补价及拓展对外委托加工服务，有效应对了省级集采降价影响。医用几丁糖（关节腔内注射用）收入下滑 18.52%，主要受增值税率调整及销售模式转变影响。

2025H1 防粘连及止血产品收入 1.10 亿元（+59.61%）。传统防粘连产品受控费政策影响下滑。增长主要由两大新品驱动：胶原蛋白海绵集采后放量显著，收入同比增长 27.88%；新型止血材料猪源纤维蛋白粘合剂“康瑞胶”实现收入 4401.28 万元，产品快速放量。

展望 2025 下半年，眼科业务在集采影响消除后有望企稳、公司整体业绩有望恢复增长趋势

展望 2025 年下半年，公司整体业绩有望恢复增长趋势。人工晶体集采影响逐渐消除，随着公司多款高端人工晶状体（如亲水非球面多焦点、疏水模注非球面三焦点等）和第二代房水通透型 PRL 等产品陆续进入或完成注册申报，产品组合有望持续优化升级，带动眼科板块企稳回升。医美业务将继续重点打造“海魅系列”高端品牌形象，“海魅月白”有望加速放量。外科领域将重点推动“康瑞胶”等创新产品的市场准入和进院工作，有望延续上半年的高增长态势。

在研产品管线丰富，着重扩充眼科和医美创新产品

公司持续进行研发创新，在研管线丰富。在医疗美容领域，无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶已进入注册申报阶段，加强型水光注射剂产品已完成临床试验出组。在眼科领域，疏水模注散光矫正非球面人工晶状体、预装式疏水模注散光矫正非球面人工晶状体已于 2025 年 1-2 月获批；亲水非球面多焦点人工晶状体、创新疏水模注非球面三焦点人工晶状体、第二代房水通透型 PRL 产品均已进入注册申报阶段；新型超高透氧（DK180）角膜塑形镜等多个重点项目临床试验顺利进行。丰富的在研管线为公司长期发展奠定坚实基础。

费用控制良好，财务指标基本正常

2025 年上半年公司综合毛利率为 70.17%，同比下降 0.34 个百分点，相对稳定。销售费用率为 30.08%，同比提升 1.22 个百分点，销售费用绝对金额同比有所下降；研发费用率为 7.54%，同比下降 1.39 个百分点，主要

由于部分核心研发项目进入临床后期或注册审评阶段，相关支出阶段性下降；管理费用率 15.68%，同比提升 0.83 个百分点，但管理费用绝对金额同比下降；财务费用为-0.31 亿元，主要为利息收入。经营活动产生的现金流量净额为 3.03 亿元，同比下降 7.80%；投资活动产生的现金流量净额为-5.64 亿元，主要由于公司为进行现金管理新增购买了大额银行存单；筹资活动产生的现金流量净额为-2.49 亿元，主要由于报告期内股份回购及子公司私有化支付现金增加。公司其他财务指标基本正常。

盈利预测与估值

短期来看，公司眼科业务集采影响已基本出清，业绩有望企稳；医美业务在高端玻尿酸等产品的带动下有望恢复增长；防粘连及止血新产品将持续贡献增量。中长期来看，公司在眼科和医美领域布局了丰富的高端创新产品管线，随着这些产品陆续获批上市，有望驱动公司重回稳健增长通道，并持续巩固行业优势地位。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入分别为 27.33、29.65 和 31.73 亿元，分别同比增长 1.32%、8.49%和 6.99%；归母净利润分别为 4.21、4.49 和 4.82 亿元，分别同比增长 0.15%、6.72%和 7.30%。维持“买入”评级。

风险提示

行业政策变化风险：人工晶体已进行国家层面集采，河北省也将 OK 镜纳入集采范围，未来不排除集采导致公司部分产品降价幅度超过市场预期，影响相关业务盈利能力；部分国内政策及海外汇率或地缘政治等因素有不可预测性，我们的盈利预测有达不到的风险，如医疗行业合规加强等政策因素可致部分地区招标需求延后。

新产品推广进度不及预期：公司多款重磅产品在研发注册过程中，后续按照规划将陆续上市推广销售，新产品市场推广本身存在一定的不确定性，若推广进度不及预期，将影响公司业务增长的持续性。

市场竞争加剧：眼科、医美产品布局的厂家越来越多，未来行业面临竞争加剧的风险。

表 1: 财务摘要 (百万元)

会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2130.28	2654.04	2697.66	2733.28	2965.46	3172.89
增长率(%)	20.56%	24.59%	1.64%	1.32%	8.49%	6.99%
归属母公司股东净利润	180.47	416.12	420.45	421.08	449.39	482.19
增长率(%)	-48.76%	130.58%	1.04%	0.15%	6.72%	7.30%
每股收益 EPS(元)	0.78	1.79	1.81	1.81	1.93	2.07
市盈率(P/E)	66.96	29.04	28.74	28.70	26.89	25.06

资料来源: iFind, 中信建投证券, PE 按照 2025/09/30 收盘价计算

表 2:财务报表 (百万元)

资产负债表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2544.59	2740.68	2630.21	2986.41	3687.91	4435.73
应收票据及账款	381.53	327.86	316.11	382.49	414.98	444.00
预付账款	58.64	52.25	52.79	60.85	66.01	70.63
其他应收款	12.16	22.33	45.06	28.09	30.47	32.60
存货	485.24	526.17	490.65	543.97	586.20	616.58
其他流动资产	49.96	80.85	123.45	144.55	148.67	152.35
流动资产总计	3532.12	3750.14	3658.27	4146.34	4934.24	5751.89
长期股权投资	3.03	3.47	4.47	6.12	7.77	9.42
固定资产	818.29	819.85	832.17	726.96	598.16	445.79
在建工程	518.98	635.61	903.04	752.54	602.03	451.52
无形资产	783.53	729.07	705.09	510.43	315.76	121.09
长期待摊费用	8.44	5.40	14.21	7.10	0.00	0.00
其他非流动资产	1228.00	1161.96	1004.13	1004.13	1004.13	1004.13
非流动资产合计	3360.28	3355.35	3463.12	3007.28	2527.85	2031.95
资产总计	6892.40	7105.50	7121.39	7153.62	7462.10	7783.85
短期借款	5.31	10.00	211.50	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	54.53	55.11	62.10	62.06	66.88	70.34
其他流动负债	451.43	650.84	592.30	604.01	653.19	690.97
流动负债合计	511.27	715.95	865.89	666.06	720.07	761.31
长期借款	83.88	191.32	142.74	91.47	43.57	-0.36
其他非流动负债	394.86	180.93	195.71	195.71	195.71	195.71
非流动负债合计	478.74	372.25	338.46	287.19	239.29	195.35
负债合计	990.01	1088.20	1204.35	953.25	959.36	956.66
股本	174.13	171.48	233.19	233.19	233.19	233.19
资本公积	3002.85	2980.94	2775.26	2775.26	2775.26	2775.26
留存收益	2337.63	2497.65	2566.80	2860.40	3173.74	3509.94
归属母公司权益	5514.61	5650.06	5575.26	5868.86	6182.19	6518.40
少数股东权益	387.77	367.23	341.78	331.51	320.55	308.78
股东权益合计	5902.38	6017.29	5917.04	6200.37	6502.74	6827.18
负债和股东权益合计	6892.40	7105.50	7121.39	7153.62	7462.10	7783.85
利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2130.28	2654.04	2697.66	2733.28	2965.46	3172.89
营业成本	660.76	782.85	812.63	811.78	874.81	920.14
税金及附加	13.77	14.70	17.55	16.86	18.29	19.57
销售费用	679.53	814.51	780.85	792.65	865.91	936.00

管理费用	402.27	417.81	442.70	420.93	468.54	501.32
研发费用	182.19	220.10	238.93	205.00	228.34	253.83
财务费用	-74.10	-62.22	-48.70	0.45	-8.41	-13.17
资产减值损失	-54.24	-6.74	-32.24	-13.67	-11.86	-9.52
信用减值损失	-15.52	1.97	2.23	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.81	1.14	1.00	2.65	2.65	2.65
公允价值变动损益	-7.78	2.30	25.92	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.18	0.63	-0.02	0.27	0.27	0.27
其他收益	40.28	41.82	44.16	42.09	42.09	42.09
营业利润	234.59	507.41	494.76	516.95	551.11	590.68
营业外收入	2.44	2.16	0.99	1.86	1.86	1.86
营业外支出	1.30	1.31	29.60	10.74	10.74	10.74
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	235.73	508.26	466.15	508.07	542.23	581.81
所得税	45.39	95.99	89.90	97.26	103.80	111.38
净利润	190.33	412.27	376.24	410.81	438.43	470.43
少数股东损益	9.86	-3.85	-44.20	-10.27	-10.96	-11.76
归属母公司股东净利润	180.47	416.12	420.45	421.08	449.39	482.19
现金流量表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	190.33	412.27	376.24	381.60	409.22	441.22
折旧与摊销	224.01	219.83	229.59	457.50	481.07	497.55
财务费用	-74.10	-62.22	-48.70	0.45	-8.41	-13.17
投资损失	-5.81	-1.14	-1.00	-2.65	-2.65	-2.65
营运资金变动	-167.75	76.05	121.10	-120.20	-32.40	-28.59
其他经营现金流	84.40	11.63	-4.29	35.86	35.86	35.86
经营性现金净流量	251.09	656.43	672.94	752.56	882.70	930.22
资本支出	285.59	481.16	348.71	0.00	-0.00	0.00
长期投资	-434.43	-145.95	531.23	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	38.21	250.46	99.76	-5.65	-5.65	-5.65
投资性现金净流量	-681.81	-376.65	282.28	-5.65	-5.65	-5.65
短期借款	-19.87	4.69	201.50	-211.50	0.00	0.00
长期借款	44.39	107.44	-48.58	-51.27	-47.90	-43.94
普通股增加	-1.69	-2.65	61.72	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-88.00	-21.92	-205.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-223.17	-345.29	-399.31	-127.94	-127.65	-132.82
筹资性现金净流量	-288.35	-257.73	-390.34	-390.71	-175.55	-176.75
现金流量净额	-704.90	32.10	567.95	356.20	701.50	747.82

资料来源: iFind, 中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

刘慧彬

中信建投证券医药分析师，北京大学预防医学本硕，3 年医院投资并购、学科运营经验，2021 年 8 月加入中信建投证券，主要研究医疗服务、医疗器械领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk