

昊海生科 688366.SH 新股分析

估值区间：77.4-103.2

2019年10月14日

眼科、医美全产业链布局的医用生物材料领先企业

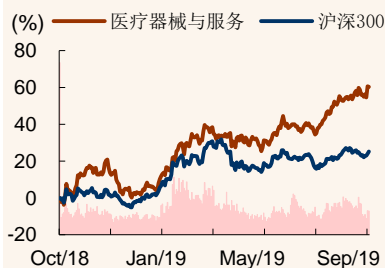
发行数据

发行前总股本(万)	16005
新发行股数(万)	1780
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	17785
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	2019-10-21
上市日期	

主要股东

	持股比例
蒋伟	27.77%
游捷	17.99%
楼国梁	5.94%
上海湛泽企业管理合伙	4.04%
侯永泰	3.75%

行业指数



资料来源：贝格数据、招商证券

漆经纬

qijingwei@cmschina.com.cn
 S1090519050001

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
 S1090517040001

昊海生科是我国医用生物材料的领先企业，主营业务涵盖眼科、医美、骨科与防粘连四大领域，其中眼科与医美为公司未来重点布局板块，内生外延均有完善规划，市场关注度高，未来发展空间大。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.58、3.05 和 3.72 元，结合公司未来预测成长性并参照可比器械公司估值，给予公司 2019 年 PE 30-40 倍，对应合理价格区间为 77.4 元-103.2 元。

- 公司是我国医用生物材料的领先企业，过去 3 年业绩持续快速增长。公司依托以医用透明质酸钠和医用几丁糖为代表的可吸收生物医用材料技术平台，在眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血四个主要业务领域取得了行业领先优势。2016-2018 年公司营收分别为 8.61 亿、13.54 亿和 15.58 亿，三年营收复合增速为 34.53%，公司经营整体呈现良好的发展趋势。
- 眼科领域布局全面，视光业务将成未来亮点。在眼科领域，公司是国内第一大眼科粘弹剂生产商及主要的人工晶状体生产商，子公司 Contamac 是全球最大的独立视光材料生产商之一。公司人工晶状体已占据国内 30% 的市场份额，且形成了从原材料制造到终端销售的人工晶状体的全产业链布局。青少年近视防控迫在眉睫，公司作为唯一拥有上游原材料生产能力的国产企业，OK 镜产品预计将于 3 年内上市，未来眼视光业务将成为新亮点。
- 医美业务国内领先，以差异化产品和服务应对行业整合。基于透明质酸钠技术平台，公司最先向市场推出国内首个面部皮肤填充用单相交联玻尿酸“海薇”以及拥有独家专利的低温二次交联玻尿酸“姣兰”产品，同时国内首创的第三代无颗粒玻尿酸产品正在研发中，预计将在 1-2 年内上市。受到行业整治影响，2018 年公司医美收入增速放缓，但从长远看，市场需要更加规范化的产品和服务，市场份额将更加向大品牌集中，利好公司长期发展。
- 盈利预测与估值。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.58、3.05 和 3.72 元，结合公司未来预测成长性并参照可比器械公司估值，给予公司 2019 年 PE 30-40 倍，市值 137.6-183.5 亿元，对应合理价格区间为 77.4 元-103.2 元。
- 风险提示：行业政策变化风险；终端降价风险；医疗事故风险；新产品上市进度不及预期的风险；生产场地出现变化的风险。

主要财务数据

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1354	1558	1769	2096	2536
同比增长	57%	15%	13%	19%	21%
营业利润(百万元)	462	527	584	691	844
同比增长	19%	14%	11%	18%	22%
净利润(百万元)	372	415	459	542	661
同比增长	6%	11%	11%	18%	22%
每股收益(元)	2.33	2.59	2.58	3.05	3.72
ROE	11.6%	11.5%	11.4%	12.1%	13.2%

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司是国内医用生物材料的领先企业.....	5
1、公司简介.....	5
2、公司近三年复合增速收入 49.19%，业绩快速增长.....	5
3、以医用生物材料为特长，并购内生扩大产品布局.....	7
4、募投项目分析.....	9
二、眼科：全产业链布局，视光业务为未来亮点.....	10
1、并购与内生结合，规模快速扩大，眼科成营收贡献最大的板块.....	10
2、人工晶状体形成全产业链布局，与眼科粘弹剂有协同效应.....	12
3、白内障行业空间广阔.....	13
4、依托子公司 Contamac，研发 OK 镜产品布局视光领域.....	15
5、OK 镜的渗透率未来有较大提升空间.....	15
6、眼科新产品布局广泛，不断向高端发展.....	16
三、医美：行业整改利好公司长期发展.....	18
1、产品差异化扩大公司在医美行业竞争优势.....	18
2、医美行业调整有利于规范的企业.....	20
四、骨科：患者群体庞大，极具开拓潜力.....	22
1、公司骨科产品发展稳健.....	22
2、骨科关节腔粘弹补充剂行业潜力超出市场预期.....	23
五、手术防粘连：需求稳定，增长稳健.....	24
六、盈利预测与估值分析.....	26
1、盈利预测.....	26
2、估值分析.....	27
七、风险因素分析：.....	31

图表目录

图 1：昊海生科股权结构图.....	5
图 2：昊海生科近年收入和净利情况（百万元）.....	6
图 3：昊海生科毛利率与净利率情况.....	6
图 4：昊海生科经营费用情况（单位：百万元）.....	6
图 5：昊海生科费用率情况.....	6

图 6: 昊海生科研发投入情况 (单位: 百万元)	7
图 7: 公司技术领域及产品市场地位	8
图 8: 昊海生科产品线	8
图 9: 昊海生科分产品收入情况 (亿元)	9
图 10: 昊海生科分产品收入占比	9
图 11: 2016-2018 昊海生科眼科收入和毛利及增速 (亿元)	11
图 12: 2016-2018 昊海生科眼科各产品收入占比	11
图 13: 2016-2018 昊海生科眼科各产品收入及增速 (亿元)	11
图 14: 2016-2018 昊海生科眼科各产品毛利率	11
图 15: 人工晶状体产业的全产业链布局	12
图 16: 昊海生科人工晶状体产品的差异化定位	13
图 17: 中国 2012-2017 年白内障手术数量 (万例) 及增速	14
图 18: 2017 年度不同国家白内障手术 CSR (例/每百万人口)	14
图 19: ok 镜控制近视进展的原理	15
图 20: 2018 年东亚地区 OK 镜占角膜接触镜配镜比重	16
图 21: 2018 年东亚地区角膜接触镜配戴率 (占总近视人口)	16
图 22: 2016-2018 昊海生科医美收入和毛利及增速 (亿元)	19
图 23: 2016-2018 昊海生科医美各产品收入占比	19
图 24: 2016-2018 昊海生科医美各产品收入及增速 (亿元)	19
图 25: 2016-2018 昊海生科医美各产品毛利率	19
图 26: 2015-2020E 年中国医疗美容行业市场规模 (亿元)	20
图 27: 2015-2020E 年中国医疗美容行业市场规模 (亿元)	20
图 28: 医美市场渗透率对比	20
图 29: 中国城镇居民人均年可支配收入 (元)	21
图 30: 2018 年我国医美消费者构成	21
图 31: 2013-2022E 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模 (亿元)	22
图 32: 2013-2022E 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模 (亿元)	24
图 33: 2013-2022E 年我国手术防粘连剂市场规模 (亿元)	26
图 34: 冠昊生物与昊海生科人工晶体产品营收对比 (百万元)	28
图 35: 昊海生科、爱美客与华熙生物产品营收对比 (亿元)	29
图 36: 昊海生科、冠昊生物与正海生物防粘连及止血产品营收对比 (亿元)	30

表 1: 募集资金用途	9
表 2: 松江项目投产后将显著提升公司产能	9
表 3: 昊海生科眼科类产品	10
表 4: 昊海生科眼科产品研究项目	17
表 5: 昊海生科整形美容与创面护理产品类产品	18
表 6: 昊海生科整形美容与创面护理产品类产品	18
表 7: 近期医美行业整治相关政策	21
表 8: 昊海生科骨科类产品	23
表 9: 昊海生科防粘连及止血类产品	25
表 10: 公司分业务盈利预测	26
表 11: 可比公司情况	27
表 12: 昊海生科骨科可比公司估值比较	29
表 13、FCFF 估值基本假设	30
表 14、FCF 计算, 单位: 百万元	31
表 15、敏感性分析, 单位: 元/股	31
附: 财务预测表	33

一、公司是国内医用生物材料的领先企业

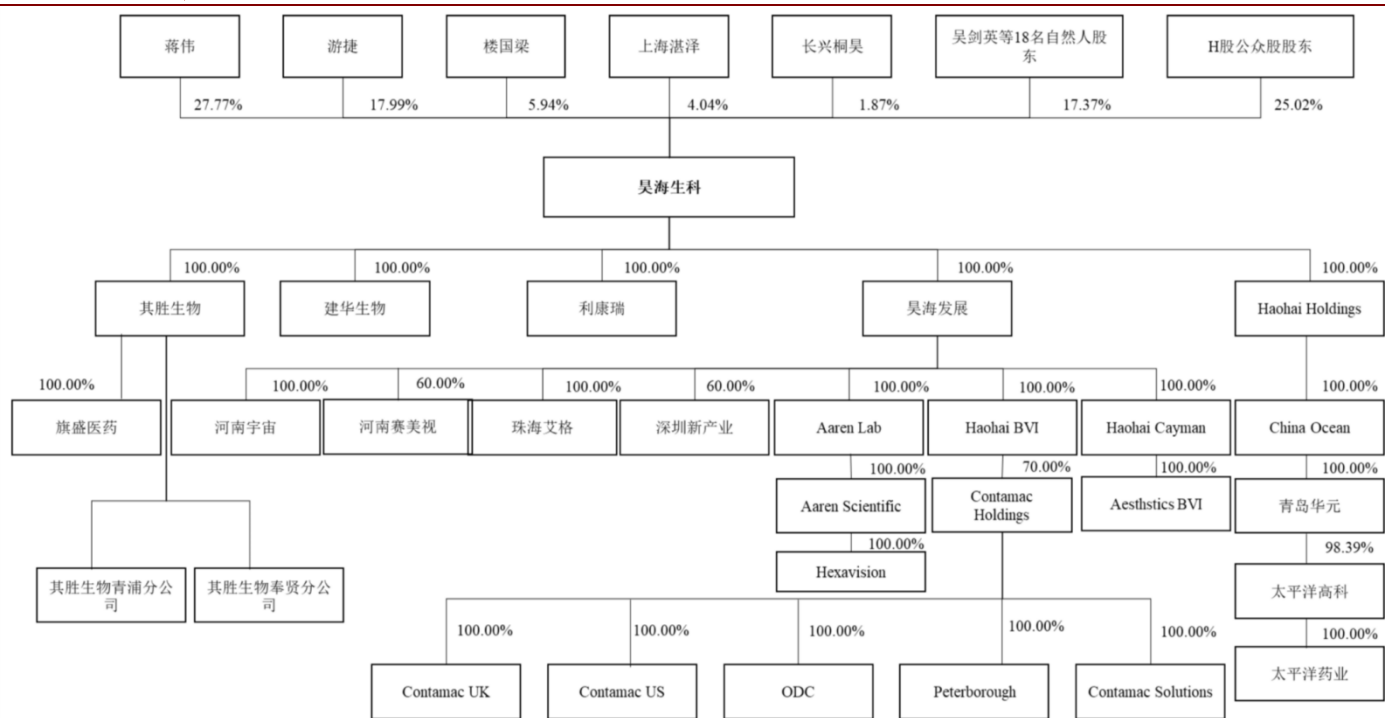
1、公司简介

昊海生科是国内医用生物耗材的领先企业，经过十余年不断自主创新和产业整合，公司完成了以医用透明质酸钠和医用几丁糖为代表的可吸收生物医用材料的行业重组，实现了创新基因工程药物重组人表皮生长因子的产业化，进而在眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血四个主要业务领域取得了行业领先优势。

蒋伟和游捷夫妇分别直接持有公司 27.77%、17.99%的股权，蒋伟通过上海湛泽间接持有公司 4.04%的股权，合计持有公司 49.81%的股权，为公司的控股股东和实际控制人。公司于 2015 年在港交所挂牌上市（昊海生物科技，6826.HK）。

公司本次科创板上市拟发行不超过 1780 万新股，发行后总股本数不超过 17785 万股。

图 1：昊海生科股权结构图

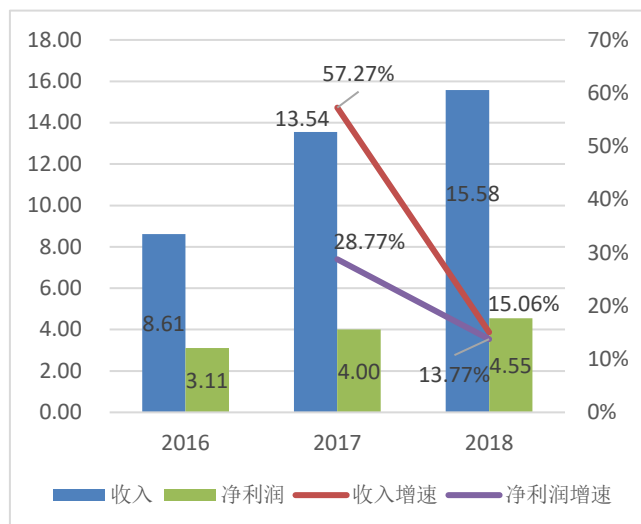


资料来源：招股说明书，招商证券

2、公司近三年复合增速收入 49.19%，业绩快速增长

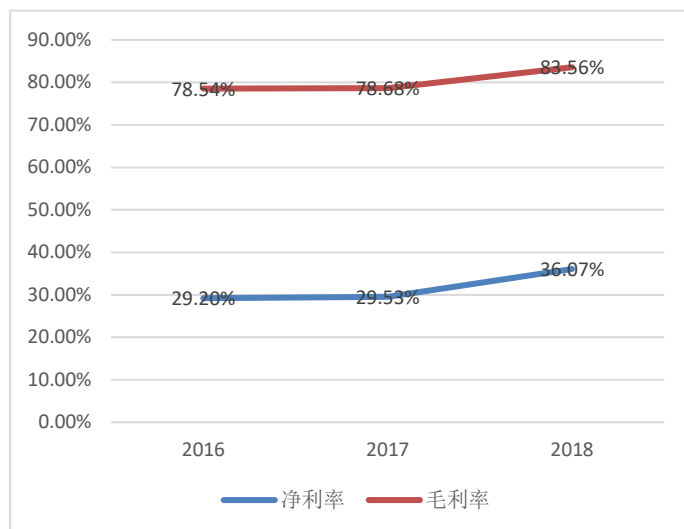
2016-2018 年公司营收分别为 8.61 亿、13.54 亿和 15.58 亿，三年复合增速为 34.53%，公司经营业绩整体呈现快速增长的趋势，由于并购使得营业收入实现快速增长，增速高于行业平均水平。归母净利润分别为 3.11 亿元、4.00 亿元和 4.55 亿元。营收与归母净利润下降主要是医美行业调整以及受到招标降价的影响。

图 2: 昊海生科近年收入和净利情况 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 3: 昊海生科毛利率与净利率情况

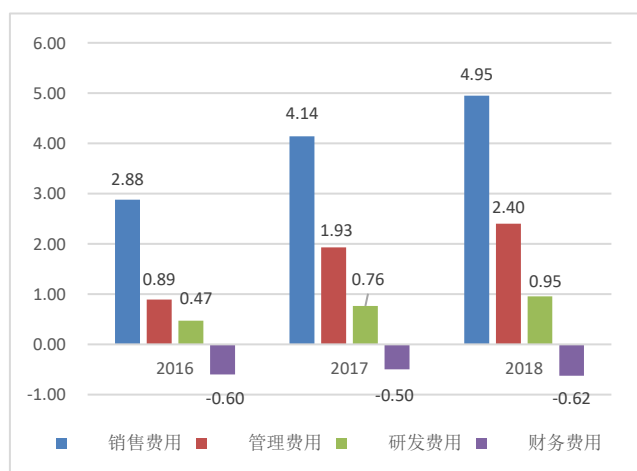


资料来源: 招股说明书, 招商证券

公司销售毛利率和净利率基本维持稳定。2016-2018 年公司毛利率分别为 78.54%、78.68%和 83.56%; 净利率分别为 29.20%、29.53%和 36.07%。2017 年由于公司眼科系列产品的合并, 公司销售毛利率和销售净利率相较 2016 年有所下降。

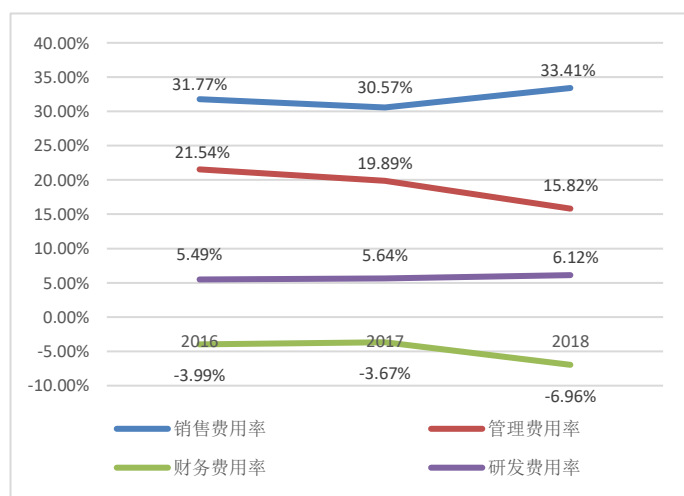
费用方面, 销售费用率呈现稳定上升趋势, 由 2016 年 31.77%提升至 2018 年的 33.41%。由于 Contamac 的客户主要是稳定的国内外视光产品的生产商, 其视光材料业务发生的市场营销活动较少、销售费用率相对较低, 导致 2017 年总体销售费用率降低。管理费用率持续下降, 管理费用 2017 年与 2018 年高于行业其他公司, 主要由于公司眼科人工晶 状体产业链收购产生的无形资产的摊销金额和中介机构费用的大幅增加; 同时, 公司业务规模和业绩的扩大导致公司行政管理人员的薪酬和办公租赁费用的大幅上升。财务费用为负, 且波动下降, 公司现金流情况较好, 利息收入持续高于利息支出和汇兑损失等。

图 4: 昊海生科经营费用情况 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

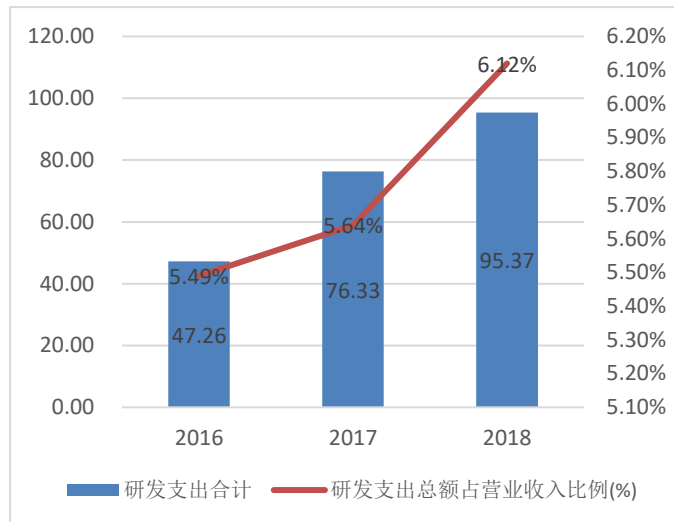
图 5: 昊海生科费用率情况



资料来源: 招股说明书, 招商证券

公司注重研发投入,拥有稳定的核心技术团队,公司主要核心产品均拥有自主知识产权。随着产品类型的增加,2018年研发费用投入为9537万元,同比增长25%,占营业收入比达到6.12%。自设立以来,公司自主搭建了人工晶状体及视光材料、医用几丁糖、医用透明质酸钠/玻璃酸钠和重组人表皮生长因子四大生物医用材料研发平台,陆续实现了部分生物医用材料产品在中国市场的国产替代。

图 6: 昊海生科研发投入情况 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

3、以医用生物材料为特长, 并购内生扩大产品布局

公司以医用生物材料为特长,根据产品治疗领域及主要临床应用,公司的主要产品可分为眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大板块。未来眼科的白内障和眼视光以及医美方面会有更多的外伸及内生布局,而稳定的骨科与防粘连板块为公司的稳健发展奠定了良好的基础。

图 7: 公司技术领域及产品市场地位

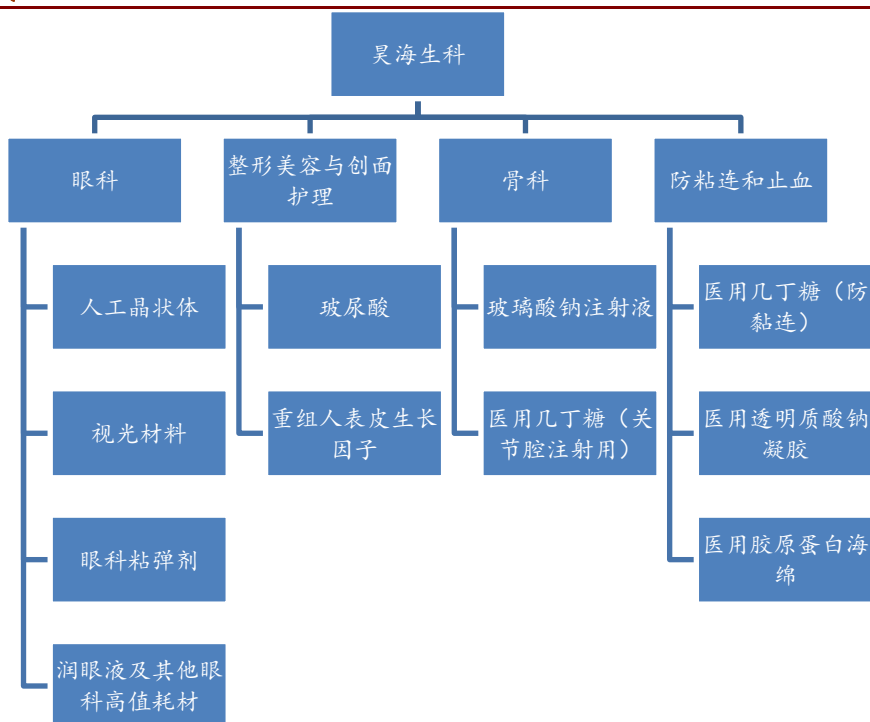
治疗领域	生物医用材料技术				基因工程技术
	▲△人工晶状体及视光材料	医用透明质酸钠/玻璃酸钠	医用几丁糖	△可降解快速止血材料	重组人表皮生长因子
眼科	国际知名人工晶状体生产商之一；全球最大的独立视光材料生产商之一	国内第一大眼科粘弹剂生产商（2017年以销售额计）			
整形美容与创面护理		知名国产玻尿酸生产商			国内第二大外用重组人表皮生长因子生产商（2017年以销售额计）
骨科		国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商（2017年以销售额计，含玻璃酸钠及几丁糖）			
防粘连及止血		国内第一大手术防粘连剂生产商（2017年以销售额计，含透明质酸钠及几丁糖）		国内主要医用胶原蛋白海绵生产商之一	

▲ 《“十三五”生物产业发展规划》重点发展 △ 《医药工业发展规划指南》重点发展

资料来源：招股说明书，招商证券

依据产品治疗领域及主要临床应用，公司的主要产品可分为眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大板块。

图 8: 昊海生科产品线

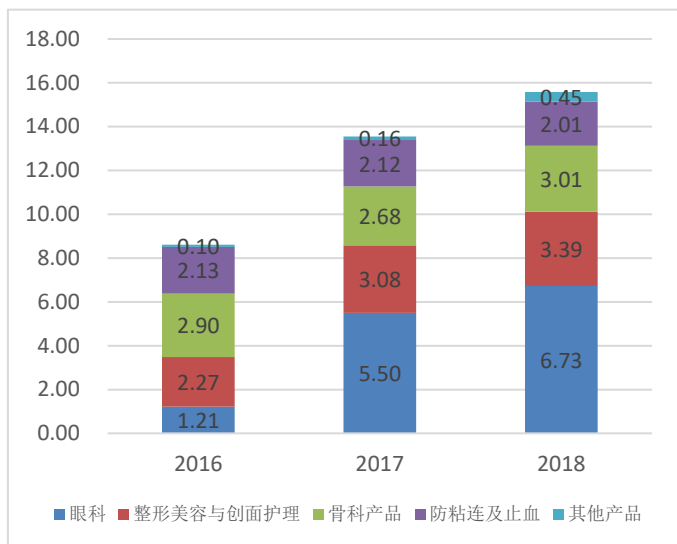


资料来源：招股说明书，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

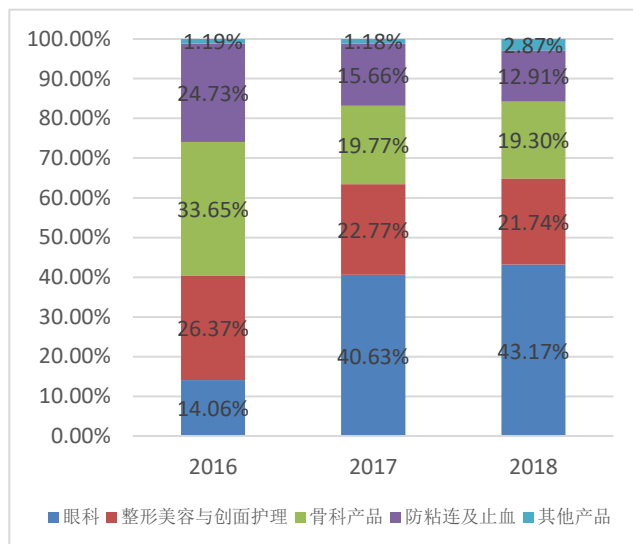
公司拥有眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连与止血四条生产线，成为有关生物医用材料领域的领军企业。其中眼科与医美为公司贡献最大，2018 年的营收占比分别为 43.17%、21.74%，且增速持续提高，眼科通过一系列并购构建人工晶状体全产业链，增速非常快，未来将继续通过并购与内生增长扩大布局。

图 9: 昊海生科分产品收入情况 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 10: 昊海生科分产品收入占比



资料来源: 招股说明书, 招商证券

4、募投项目分析

公司本次在科创板挂牌上市所募集的资金将主要用于建设上海昊海生科国际医药研发及产业化项目，部分募集资金将用于补充公司流动资金。

表 1: 募集资金用途

项目名称	投资总额	拟用募集
上海昊海生科国际医药研发及产业化项目	216520	128413
补充流动资金	20000	20000
合计	236520	148413

资料来源: 招股说明书, 招商证券

上海昊海生科国际医药研发及产业化项目位于上海市松江区，建成后将主要用于产品生产及新产品研发，建成后将大幅扩充医用透明质酸钠、医用几丁糖、外用重组人表皮生长因子等产品的产能，解决现有生产线产能饱和的限制，满足公司长期发展的需要。

表 2: 松江项目投产后将显著提升公司产能

产品类型	适用科室	设计产能 (万支 (瓶) / 年)	现有产线年产量 (万支 (瓶) / 年)
医用透明质酸钠	眼科 (粘弹剂)	255	276
	手术防粘连及止血	150	108
	整形美容及创面护理 (玻尿酸)	400	103

医用几丁糖	骨科（关节腔粘弹补充剂）	160	347
	手术防粘连及止血	210	98
外用重组人表皮生长因子	骨科（关节腔粘弹补充剂）	150	55
	整形美容及创面护理	200	157

资料来源：招股说明书，招商证券





二、眼科：全产业链布局，视光业务为未来亮点

1、并购与内生结合，规模快速扩大，眼科成营收贡献最大的板块

在眼科领域，公司是国内第一大眼科粘弹剂生产商及国际人工晶状体知名生产商之一，子公司 Contamac 是全球最大的独立视光材料生产商之一，按销量计算，公司旗下人工晶状体品牌占据中国人工晶状体 30% 的市场份额（含公司销售的非自有品牌人工晶状体）。

公司在 2016-2017 年收购了眼科五个项目，目前眼科业务变成公司最大的板块，收入占比达到 43%。公司目前主要生产及销售的四类眼科产品，分别为人工晶体（对应白内障治疗）、眼视光（OK 镜及镜体原材料）和原有的粘弹剂（主要用于白内障等眼科手术）业务，目前人工晶体增速最快。

表 3：昊海生科眼科类产品

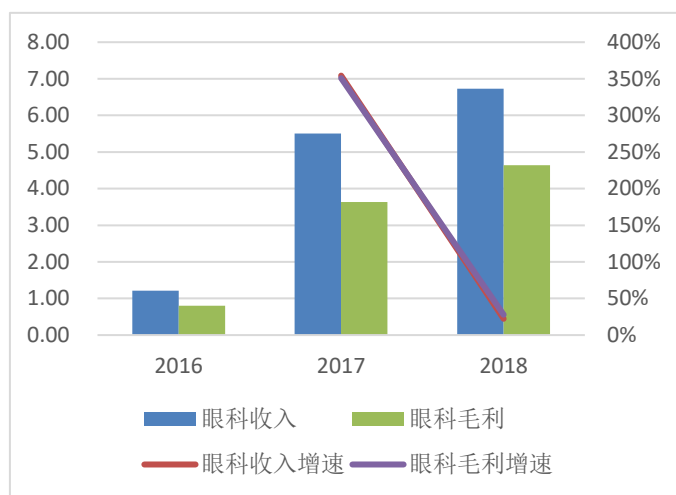
治疗领域	产品名称	产品类别	公司	产品图示	产品功能及用途
眼科产品	人工晶状体	III 类医疗器械	河南宇宙、珠海艾格、Aaren、深圳新产业		材料包括聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）、亲水性丙烯酸及疏水性丙烯酸。用于白内障致盲的治疗，通过手术用人工晶状体替换原混浊的眼内晶体，解决因白内障致盲问题。
	视光材料	医疗器械原材料	Contamac		材料为高分子聚合物，主要用于生产人工晶状体、角膜接触镜等视光产品。
	眼科粘弹剂	III 类医疗器械	昊海生科、其胜生物、河南宇宙、建华生物等		有效成份为透明质酸钠凝胶或眼用羟丙基甲基纤维素，在眼科手术中可以起到缓冲垫作用，加深前房，便于手术操作，保护眼内组织及角膜内皮细胞，提高成功率，减少手术后并发症。
	润眼液	III 类医疗器械	其胜生物		主要成份为医用几丁糖，用于隐形眼镜佩戴前后缓解眼干涩、疲劳。

资料来源：招股说明书，招商证券

眼科产品线收入增长较快。2018 年实现收入 6.72 亿元，同比增长 22%，毛利率为 69%。目前收入占比最大的为人工晶状体和视光材料，分别占比为 64%、18%，近几年通过

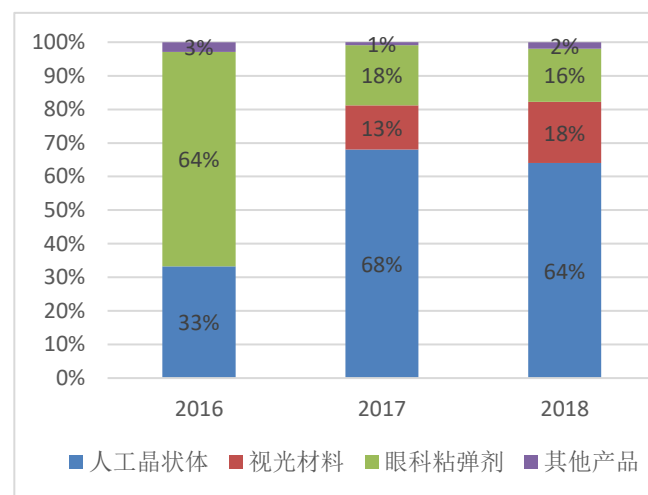
并购项目,人工晶状体在2017年开始占比大幅提高,已形成完整产品线,收购 Contamac 后 2018 年视光材料占比提高,开始逐步进入眼视光领域。近年来眼科业务中收入增速较快的为眼视光和其他眼科产品,而人工晶体和眼科粘弹剂已完成初步整合,近几年保持稳健增长。眼科产品的快速增长原因主要是收购公司纳入合并报表范围以及销量的持续增长。眼科产品毛利率稳定,各产品毛利率持续提升,主要来自销量的增长以及规模效应的呈现。

图 11: 2016-2018 昊海生科眼科收入和毛利及增速(亿元)



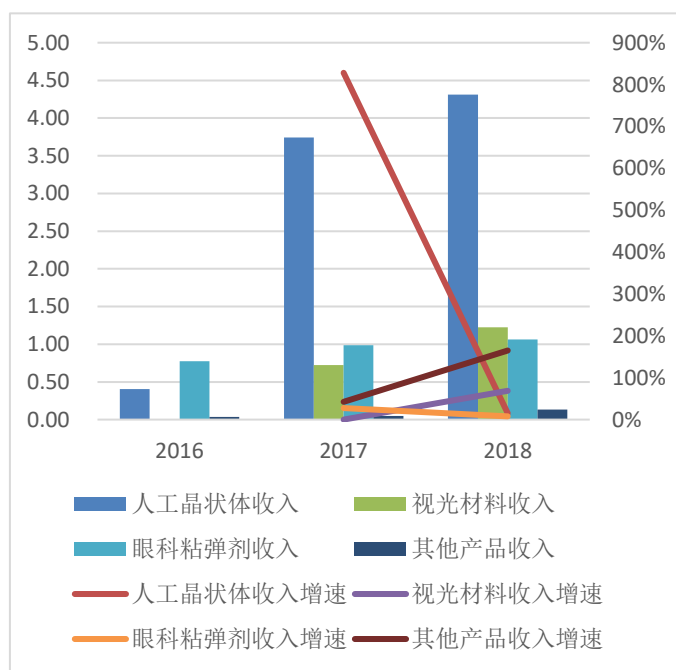
资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 12: 2016-2018 昊海生科眼科各产品收入占比



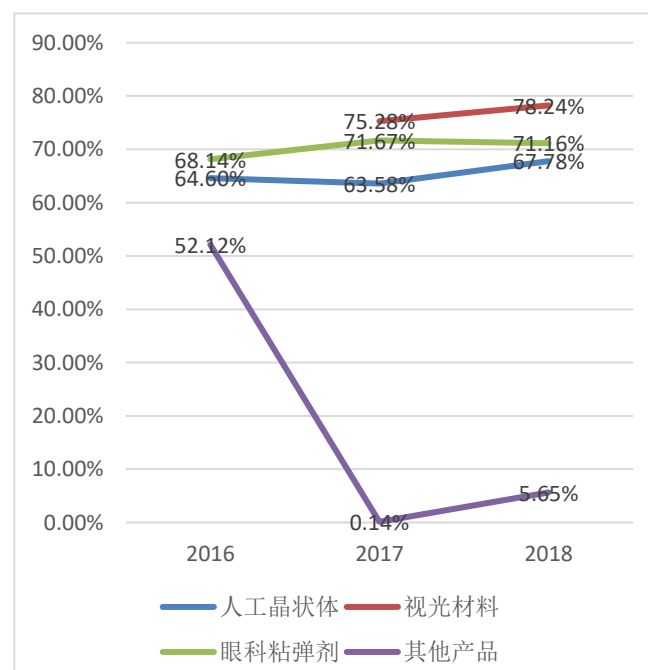
资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 13: 2016-2018 昊海生科眼科各产品收入及增速(亿元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 14: 2016-2018 昊海生科眼科各产品毛利率



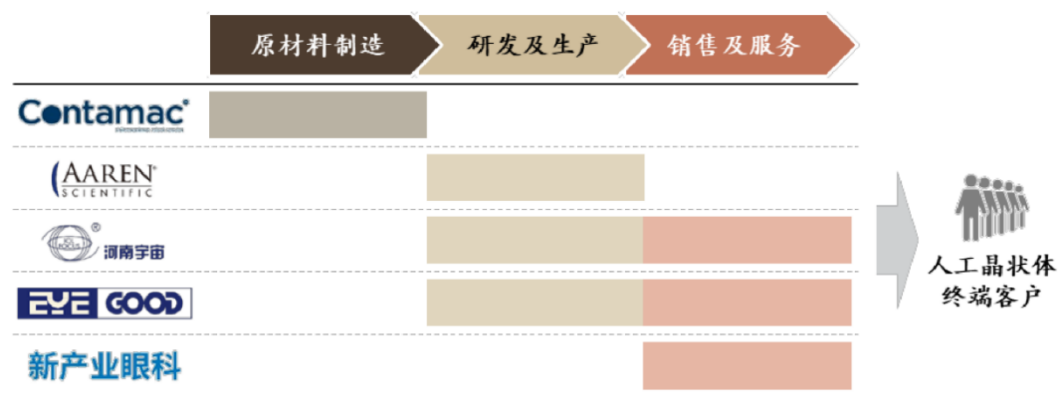
资料来源: 招股说明书, 招商证券

2、人工晶状体形成全产业链布局，与眼科粘弹剂有协同效应

公司是国际著名人工晶状体生产商之一，覆盖各主要材质、光学设计及附加功能品类的全系列人工晶状体。公司生产及经销的人工晶状体材质包括 PMMA、亲水性丙烯酸和疏水性丙烯酸；光学基面包括球面和非球面，光学设计包括单焦点、可调节和多焦点产品；附加功能包括防紫外线、增加生物相容性以降低术后炎症反应的肝素表面改性产品以及预装式设计等。

公司通过并购和内生已经形成了人工晶状体的全产业链布局。一方面收购深圳新产业、河南宇宙等，强化了国内的人工晶状体市场产品及终端销售能力，河南宇宙是我国最早获得欧盟 CE 认证的人工晶状体生产企业之一，也是国内最早量产并上市的亲水折叠及 PMMA 人工晶状体生产企业之一；另一方面，通过收购 Contamac 和 Aaren，公司具备了国际领先的上游视光材料及人工晶状体研发和生产能力。

图 15：人工晶状体产业的全产业链布局



资料来源：招股说明书、招商证券

公司通过品牌差异化、技术差异化和价格差异化形成良好的产品定位互补，满足不同的临床应用需求，呈现自产品品牌产品和外购品牌产品协同发展。公司在市场开拓中能够更好地满足各类终端医院的多样化需求，从而更具竞争力。

图 16: 昊海生科人工晶状体产品的差异化定位

公司	产品品牌	经营模式	原产地	产品定位	材质	光学设计	附加功能
河南宇宙		自主生产	国内	中低端	聚甲基丙烯酸甲酯及亲水性丙烯酸	单焦球面	添加紫外吸收剂
珠海艾格		自主生产	国内	中低端	聚甲基丙烯酸甲酯	单焦球面	添加紫外吸收剂
		经销	进口	中端	疏水性丙烯酸	单焦球面及单焦非球面	添加紫外吸收剂及预装式设计
Aaren		自主生产	进口	中端	聚甲基丙烯酸甲酯及亲水性丙烯酸	单焦球面及单焦非球面	添加紫外吸收剂, 表面经肝素处理
		自主生产	进口	中端	聚甲基丙烯酸甲酯及亲水性丙烯酸	单焦球面及单焦非球面	添加紫外吸收剂, 表面经肝素处理
深圳新产业		经销	进口	中端及高端	亲水性丙烯酸	单焦球面、单焦非球面、可调节及多焦非球面	添加紫外吸收剂, 表面经肝素处理及预装式设计

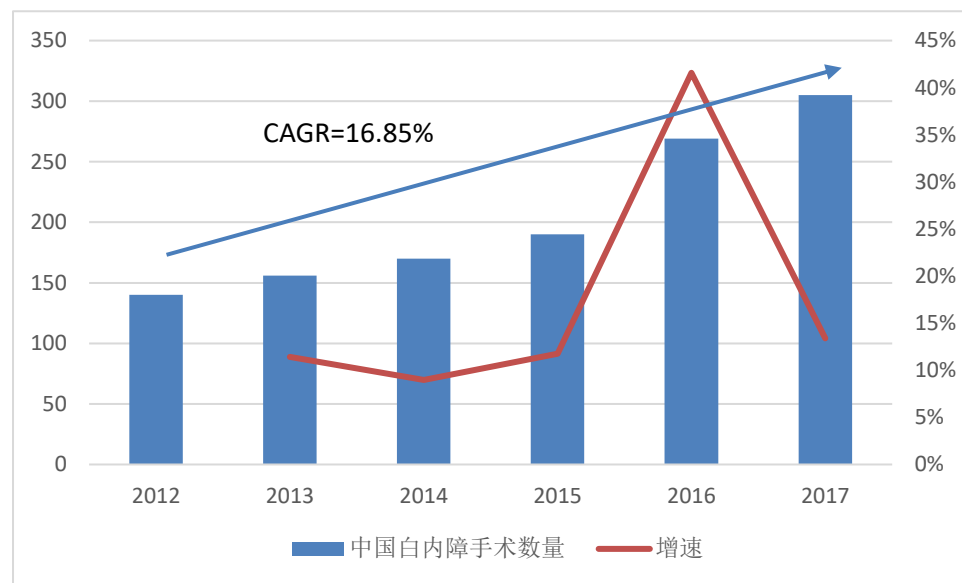
资料来源: 招股说明书、招商证券

公司拥有完整的人工晶状体产品组合, 与眼科粘弹剂、润眼液等产品相互搭配, 在产品 and 渠道上产生协同效应, 扩大知名度与影响力。人工晶状体和眼科粘弹剂主要用于白内障手术, 其中人工晶状体主要用于白内障患者的晶状体替换, 是白内障手术治疗的核心器械; 眼科粘弹剂主要在白内障手术时起到支撑作用, 利用手术操作, 保护眼内组织, 以提高手术成功率, 减少并发症, 属于辅助性器械。公司的眼科粘弹剂已经基本完成进口替代, 产品连续 12 年市场份额超 40%, 稳居中国最大的眼科粘弹剂产品生产厂商地位, 2018 年市场份额超过 46%; 2017 年公司销售的人工晶状体产品以数量计约占中国人工晶状体 30% 的市场份额 (含公司销售的非自有品牌人工晶状体)。

3、白内障行业空间广阔

白内障是一种中老年人群中的常见病、多发病, 也是全球致盲率最高的眼科疾病。根据世界卫生组织数据统计, 全球有 35% 的盲症和 25% 的重度视力损伤来自未及时治疗白内障。白内障发病率随年龄的增长而增加, 60-89 岁人群白内障发病率为 80%, 90 岁以上人群发病率达到 90% 以上。受老龄化影响, 我国白内障患者数量将呈现长期增长的趋势。

图 17: 中国 2012-2017 年白内障手术数量 (万例) 及增速

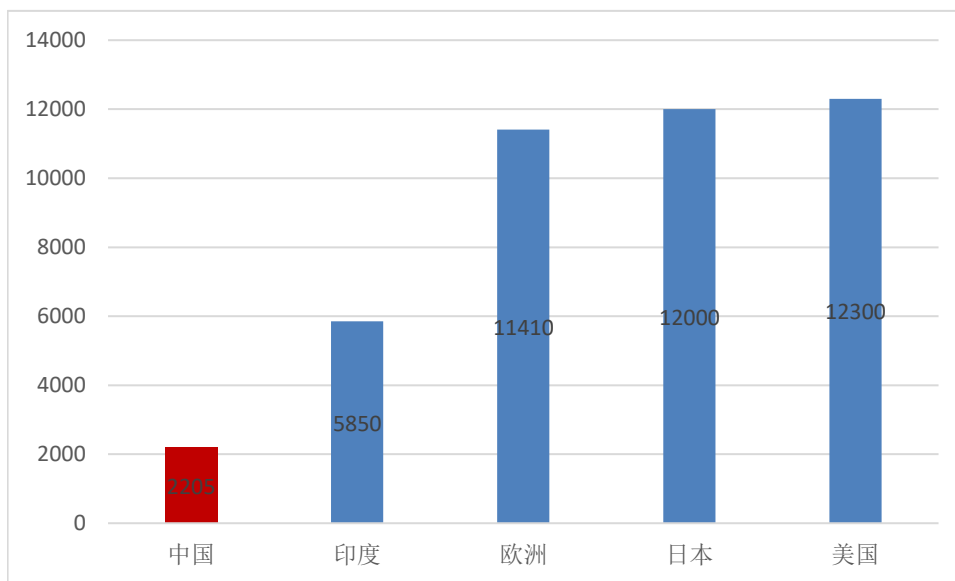


资料来源: 中国防盲治盲网 (<http://www.moheyes.com>)、AJS、招商证券

目前, 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。我国白内障手术实施例数保持持续增长趋势, 但仍与海外具有较大的差距。衡量白内障手术渗透率的核心指标为每百万人口接受白内障手术人数 (CSR), 2017 年我国 CSR 为 2205, 而欧美、日本等发达国家平均大于 11000, 甚至印度、越南等一般发展中国家 CSR 也大于 5000, 我国白内障手术率的存量和可挖掘空间都很大。

眼科粘弹剂的市场空间和白内障手术量直接相关, 每台白内障手术固定对应 1-2 支粘弹剂。

图 18: 2017 年度不同国家白内障手术 CSR (例/每百万人口)

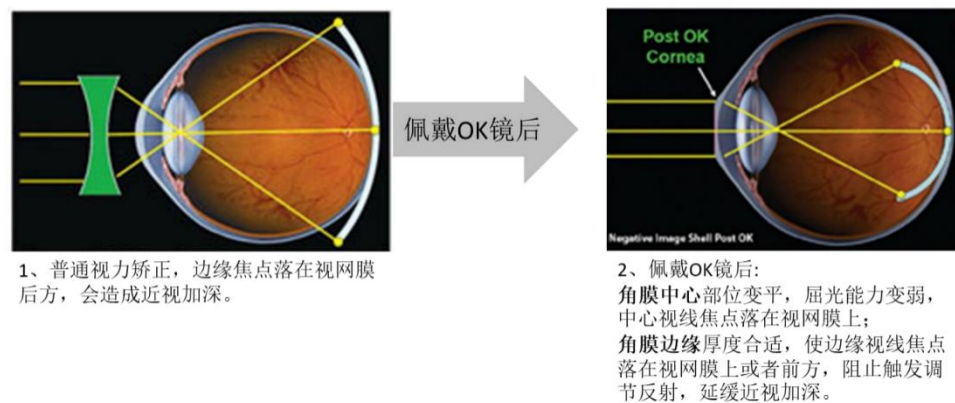


资料来源: 招股说明书、招商证券

4、依托子公司 Contamac，研发 OK 镜产品布局视光领域

角膜塑形镜全称为塑形用硬性角膜接触镜，以往也简称为 OK 镜。它是一种特殊设计的硬性隐形眼镜，通过戴镜产生的机械力学及流体力学作用，改变角膜前表面上皮层的分布，使得中央部变薄(曲率变小、变平)，中周部变厚(曲率变大、变陡)，重塑角膜屈光力，从而达到矫正近视的作用。OK 镜一般用于 0-500 度以内的近视进展控制。

图 19: ok 镜控制近视进展的原理



资料来源：公开资料、招商证券

公司通过在 2017 年收购英国子公司 Contamac，具备了自产视光材料产品原材料的先进技术和国际化平台，展开眼视光行业的布局。公司子公司 Contamac 是全球最大的独立视光材料生产商之一，在全球市场占有领先的市场份额，具备亲水人工晶状体材料、软性角膜接触镜材料、硅水凝胶材料和高透氧硬性角膜接触镜材料等视光材料的生产工艺研发技术，产品已销往中国、美国、英国等全球近 70 个国家和地区。

全世界除博士伦外能够做 OK 镜材料的厂商很少，公司收购英国 Contamac 后成为国内唯一具备自产 OK 镜原材料的公司，爱博诺德的 OK 镜是首家使用公司 Contamac 生产的材料，已于今年年初获批。公司 OK 镜已申报临床试验，预计可在 2-3 年内上市。

Contamac 生产的材料主打高透氧，达到 125%，相比于博士伦的 boston 材料更具价格优势。在未来新进行业的公司将更倾向于选择 contamac。

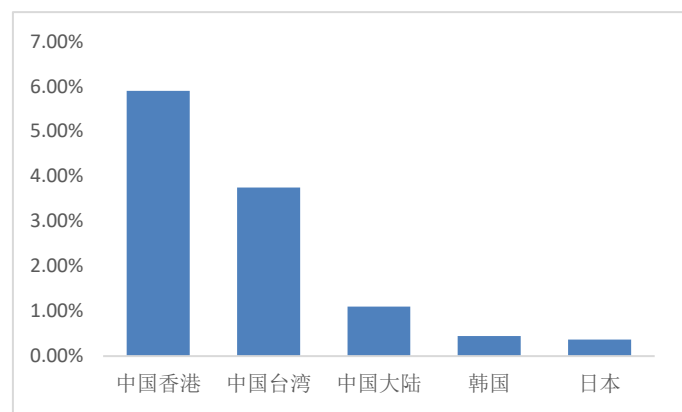
5、OK 镜的渗透率未来有较大提升空间

OK 镜在校青少年近视人群的渗透率仅为 0.56%。考虑 2018 年 OK 镜共计配镜 64 万副，则 OK 镜在中国大陆在校青少年的渗透率为 0.31%，在中国大陆在校近视青少年中的渗透率为 0.56%。2018 年中国大陆共计有近视人群约 7 亿人，总人口 14 亿人，国内配戴角膜接触镜（隐形眼镜）人群仅为近视人群的 7%（6-8%），即约 4900 万人，则 OK 镜在总近视人群渗透率约为 0.091%，在总人口中的渗透率约为 0.046%，在配戴角膜接触镜人群中的渗透率为 1.3%。

参考港台地区，国内 OK 镜仍有 10 倍以上成长空间，仅考虑青少年仍有 9 倍空间。据 ScienceDaily 调查数据，日本、韩国、中国香港和中国台湾等东亚国家和地区的角膜接触镜（俗称隐形眼镜）配戴率占近视人口比重约为 30~35%，中国香港、中国台湾、韩国和日本的 OK 镜配戴人群分别占角膜接触镜配戴人群的 5.9%、3.6%、0.4%和 0.3%。中国香港和中国台湾 OK 镜配戴率高主要和当地推荐使用 OK 镜进行青少年近视防控有关，而韩国和日本在青少年近视防控上选择 OK 镜的较少。中国香港和中国台湾在学业压力及对近视防控的重视和 OK 镜推荐程度和大陆相近，若大陆角膜接触镜配戴率以及 OK 镜在角膜接触镜的占比达到港台水平，则 OK 镜在大陆潜在配镜量为 756~1446 万副，相比 18 年 64 万副的配戴量，大陆 OK 镜仍有 12~23 倍的潜在成长空间。

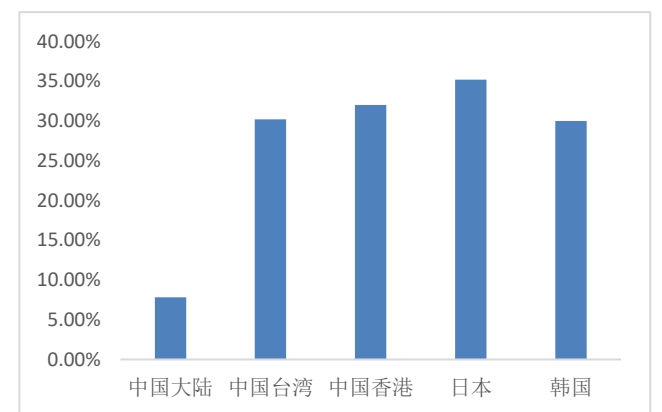
教育部等八部门联合出台的《综合防控儿童青少年近视实施方案》，提出到 2023 年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在 2018 年的基础上每年降低 0.5 个百分点以上；近视高发省份每年降低 1 个百分点以上。若仅考虑大陆 1.15 亿在校近视青少年人群，符合角膜塑形镜适应症的目标人群约为 10%，则青少年目前适配人群约为 1150 万人。假设最终有 50%的目标适配人群进行 OK 镜配镜，则青少年 OK 镜潜在需求空间为 575 万副，约为 18 年配戴量的 9 倍。

图 20: 2018 年东亚地区 OK 镜占角膜接触镜配镜比重



资料来源: ContactLensandAnteriorEye, 招商证券

图 21: 2018 年东亚地区角膜接触镜配戴率 (占总近视人口)



资料来源: 强生视力健, 招商证券

6、眼科新产品布局广泛，不断向高端发展

公司眼科后续产品线储备丰富，合计 15 项处于研发阶段。其中，申报生产 1 项、注册检验 3 项，已完成临床研究 1 项，临床前研究 10 项。其中不乏角膜塑形镜，高端人工晶体等重磅产品。美国子公司 Aaren 有中高端晶体的研发生产能力，未来 Aaren 体系内可能会推出中高端晶体产品线的。眼底耗材是眼科器械的最高端领域，公司未来也可能将向该领域冲击。

表 4: 昊海生科眼科产品研究项目

序号	项目名称	项目内容	相应人员	拟投入总预算 (万元)	所处阶段
1	盐酸莫西沙星滴眼液	研发第四代喹诺酮类抗生素盐酸莫西沙星滴眼液, 用于细菌性结膜炎治疗	刘璐、陈述增、韩超等	750	申报生产
2	盐酸莫西沙星眼用凝胶	利用盐酸莫西沙星作为原料药研制, 用于细菌性结膜炎治疗, 提高眼科术后抗感染的疗效	韩超、江奇、卜冰倩等	1070	临床前研究
3	眼用凝胶盐酸利多卡因	利用盐酸利多卡因和羟丙基甲基纤维素 (HPMC) 研制出盐酸利多卡因眼用凝胶, 用于眼科手术局部麻醉, 提高眼用表面麻醉剂的维持时间	常臻、周晓惠等	750	已完成临床研究
4	高浓度多糖滴眼剂	利用玻璃酸钠研制人工泪液, 用于治疗干眼综合征等疾患	周晓惠、常臻、陈晚华等	1200	临床前研究
5	角膜塑形镜	利用自主研发的光学设计系统, 基于高透氧材料, 研制一种新型角膜塑形镜, 以实现近视控制和视力矫正的功能	曹吉、何天瑞等	1500	注册研究
6	具有蓝光吸收	在已有硅水凝胶原材料基础	Tristan T.	800	临床前研究
7	先进的仿生水凝胶材料	该材料比现有的角膜接触镜材料, 更接近于人角膜的参数, 具有最先进的仿生学特性, 可以用于生产各种高端定制角膜接触镜, 改善佩戴舒适度	Tristan T.Tapper、Matthew Rowland 等	300	临床前研究
8	具有抗菌功能的角膜接触镜材料和人工晶状体材料	通过独有的技术改进原材料, 使得角膜接触镜和人工晶状体具有抗微生物的作用, 从而降低由微生物感染导致的并发症风险	Tristan T.Tapper、Matthew Rowland 等	400	临床前研究
9	创新型预装式人工晶状体	基于自主研发的创新型非球面人工晶状体开发平台, 配合一种新型人工晶状体推注系统, 实现预装式设计, 极大简化临床应用流程, 减少手术时间和术中感染的风险	Rick Aguilera、Victor Garcia 等	800	注册检验
10	非球面散光矫正型人工晶状体	基于自主研发的创新型非球面人工晶状体开发平台, 通过精确设计的光学区柱面附加, 开发一种具有矫正角膜散光功能的新型人工晶状体	YueaiLi、Rick Aguilera、Victor Garcia 等	1850	临床前研究
11	非球面多焦点人工晶状体	通过自主研发获得一种新型的基于衍射光学原理的多焦点人工晶状体, 使得从远距到中距, 再到近距的物体可以同时清晰成像于视网膜, 弥补人工晶状体缺少自然晶状体调节功能的缺陷, 使患者在术后获得良好的全程视力, 提高术后完全脱镜率	YueaiLi、Victor Garcia 等	2000	临床前研究
12	新型眼科粘弹剂产品开发及相关性能研究	通过透明质酸钠与多糖凝胶之间的物理交联形成兼具内聚性和弥散性的粘弹剂, 为白内障手术的全过程提供了一种较为理想的生物医用材料	魏长征、蒋丽霞、吴祎等	1020	临床前研究
13	贝美前列腺素滴眼液	利用贝美前列腺素作为原料药研制出贝美前列腺素滴眼液, 用于开角型青光眼的治疗, 通过增加房水流经小梁网及葡萄膜巩膜外流途径而降低眼压	刘璐、侯永泰、周晓惠、徐静博等	1280	临床前研究
14	眼内填充用生物凝胶	本项目采用新型交联剂制备出线性交联多糖凝胶, 该凝胶具有优异的内聚性和组织粘附性, 应用于视网膜孔源裂孔的封闭	魏长征、蒋丽霞、吴祎、陈霞等	800	注册检验
15	新型人工玻璃体的产品开发	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	陆婷婷、魏长征、蒋丽霞、吴祎等	800	临床前研究

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 招商证券

三、医美：行业整改利好公司长期发展

1、产品差异化扩大公司在医美行业竞争优势

在整形美容与创面护理领域，公司是国内第二大外用重组人表皮生长因子生产商以及知名国产玻尿酸生产商之一。公司利用基因工程技术研发生产的重组人表皮生长因子（rhEGF）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重组人表皮生长因子产品。

公司目前生产及销售两类用于整形美容与创面护理的产品，包括第一代玻尿酸“海薇”（通用名：注射用交联透明质酸钠凝胶）和第二代玻尿酸“姣兰”（通用名：注射用修饰透明质酸钠凝胶），及重组人表皮生长因子。



表 5：昊海生科整形美容与创面护理产品类产品

治疗领域	产品名称	产品类别	公司	产品图示	产品功能及用途
整形美容与创面护理产品	玻尿酸	III 类医疗器械	其胜生物		主要成份为透明质酸钠，通过交联技术生产。作为真皮组织填充剂，适用于面部真皮组织下中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟及鼻唇沟皱纹，通过注射填充，增加皮肤下组织容量从而修复皮肤表面轮廓。
	重组人表皮生长因子	生物药品	昊海生科		主要成份为重组人表皮生长因子，适用于烧伤创面（包括浅 II° 或深 II° 烧伤创面）、残余小创面、供皮区创伤创面，慢性溃疡等新鲜和陈旧的皮肤创面的治疗。

资料来源：招股说明书，招商证券

公司第一代玻尿酸产品“海薇”主要产品定位是塑形功能，第二代玻尿酸产品“姣兰”主要产品定位是组织填充功能，二者在产品特点和功效方面形成差异化定位。

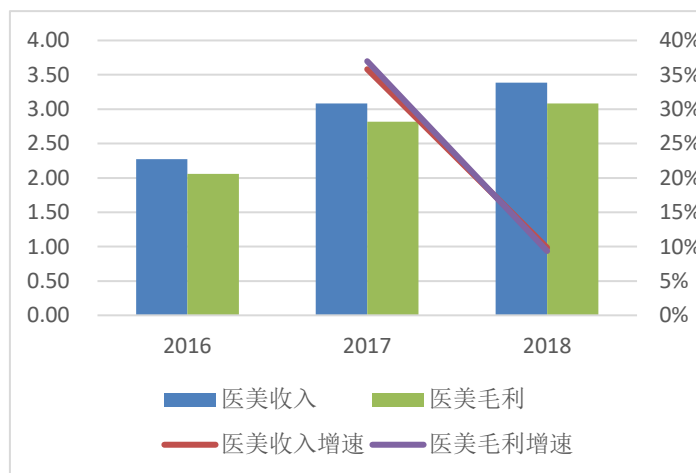
表 6：昊海生科整形美容与创面护理产品类产品

治疗领域	产品名称	产品类别	公司	产品功能及用途
	“海薇”注射用交联透明质酸钠凝胶	16mg 交联透明质酸钠	200~500 μm	0.5、0.75、1.0、1.25、1.5ml
	“姣兰”注射用修饰透明质酸钠凝胶	20mg 交联透明质酸钠及游离透明质酸钠	400~600 μm	0.25、0.5、0.75、1.0、1.25、1.5ml

资料来源：招股说明书，招商证券

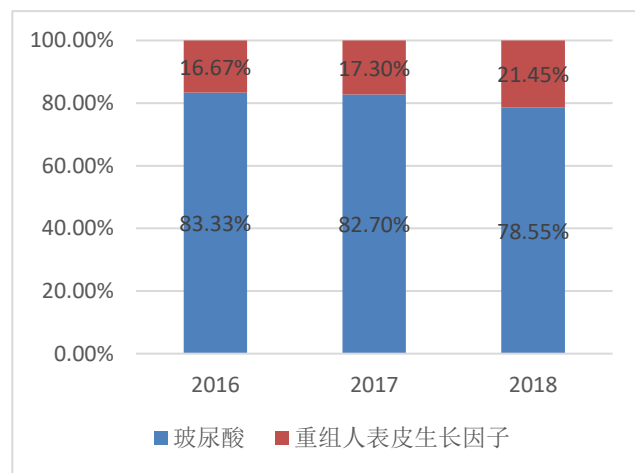
医美与创面护理产品 2018 年实现收入 3.39 亿元，同比增长 10%，毛利率为 91%。玻尿酸收入占比较大主要为 79%，近年收入增速放缓，主要反映了市场处于调整期。玻尿酸毛利率相对稳定，中高端产品放量与原材料成本下降，对冲了终端降价带来的毛利率影响；重组人表皮生长因子毛利率稳定。早期公司通过差异化，在竞争激烈的医美行业获得一席之地，之后发展成知名玻尿酸生产商，并且在国内提供“大师课”等全方面的服务。目前受到行业的整改，公司的收入增速受到影响，但长期来看，行业的洗牌有利于健康发展，规范的产品和服务将获得更多的机会。

图 22: 2016-2018 昊海生科医美收入和毛利及增速(亿元)



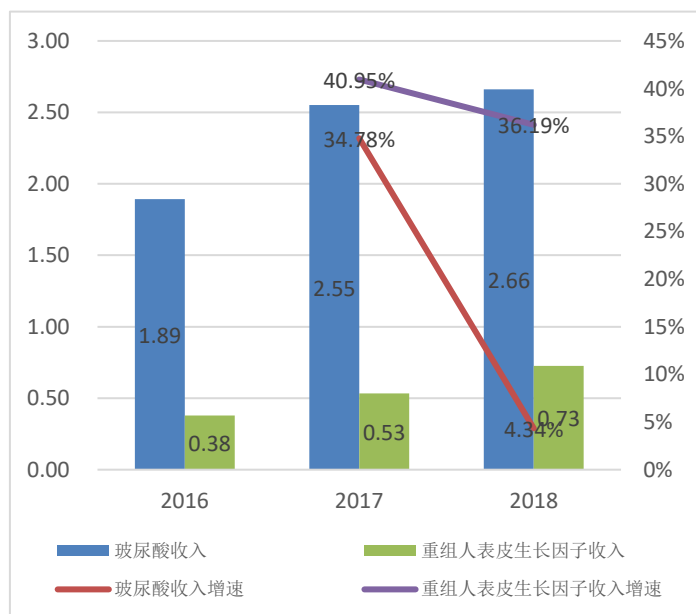
资料来源：招股说明书，招商证券

图 23: 2016-2018 昊海生科医美各产品收入占比



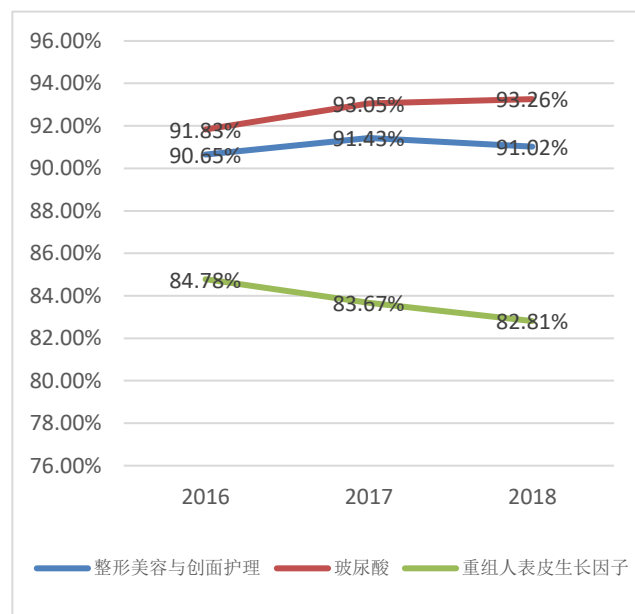
资料来源：招股说明书，招商证券

图 24: 2016-2018 昊海生科医美各产品收入及增速(亿元)



资料来源：招股说明书，招商证券

图 25: 2016-2018 昊海生科医美各产品毛利率

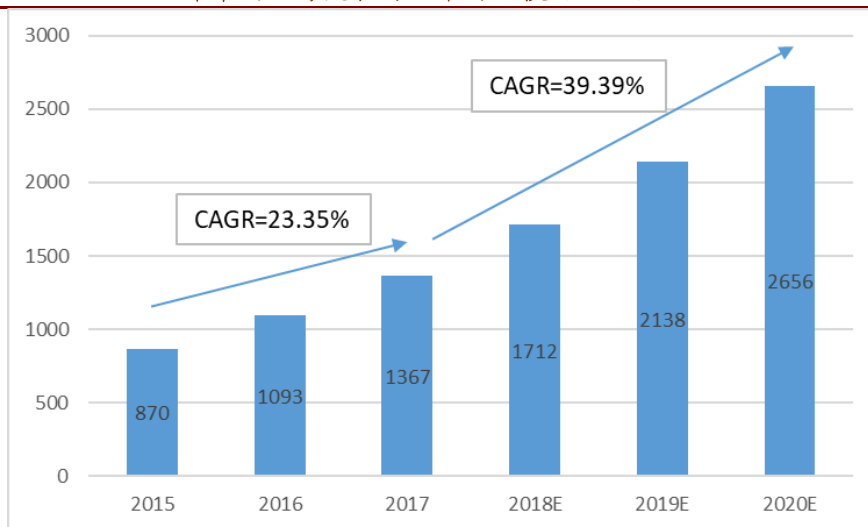


资料来源：招股说明书，招商证券

2、医美行业调整有利于规范的企业

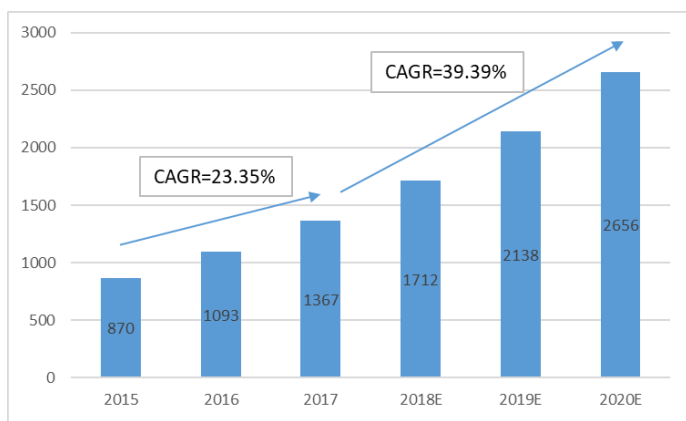
我国医美市场正处于高速增长期，当前渗透率低，发展空间广阔。根据国际美容整形外科学会 ISAPS 统计数据，2017 年全球医疗美容市场总治项目量为 2339 万例，全球医疗美容市场规模为 1258 亿美元，预计 2018-2022 年复合增速达到 7.2%，到 2022 年达到 1782 亿美元，总体处于稳定阶段。根据新氧发布的《2018 年医美行业白皮书》显示，2018 年我国医疗美容市场规模已达到 2245 亿元，同比增长 25.67%，4 年 CAGR 达到 30.38%，仍处在快速增长期。我国医美市场渗透率仍较低，截止 2016 年市场渗透率仅达到 2%，相比美国、巴西等国家，渗透率有较大的提升空间。

图 26: 2015-2020E 年中国医疗美容行业市场规模 (亿元)



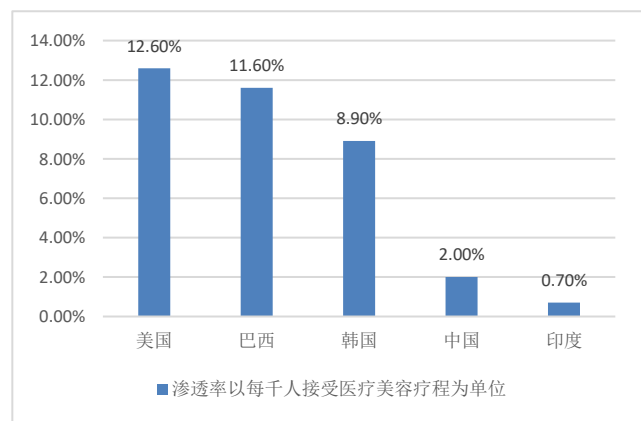
资料来源：中商产业研究院、招商证券

图 27: 2015-2020E 年中国医疗美容行业市场规模 (亿元)



资料来源：中商产业研究院，招商证券

图 28: 医美市场渗透率对比

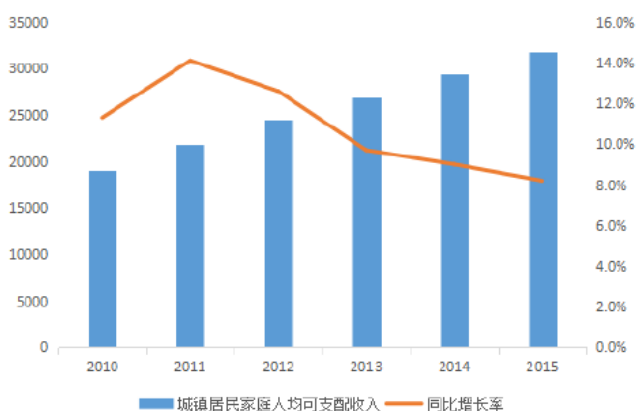


资料来源：清科研究中心，招商证券

国民收入水平提高和消费观念的变化将有力推动医美市场扩张。随着我国国民收入不断提高，可支配收入的继续增长将进一步刺激医美市场的发展。医美消费欲望将随着收入水平、观念、人口结构的变化而不断攀升。国外医美市场主力消费者为 35 岁以上女性人群，而根据《2018 年医美行业白皮书》数据，2018 年我国医美市场主力消费者为 20-25 岁年轻人，占比达到 40.41%。这一代人正经历收入规模和观念更新的双重改变，成为了医美服务消费的中坚力量。同时，结合我国老龄化趋势的进一步加深，越来越多的年

青一代将更加关注医美服务，并推动目标客户的年龄段进一步提高。

图 29: 中国城镇居民人均年可支配收入 (元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 30: 2018 年我国医美消费者构成



资料来源: 清科研究中心, 招商证券

医美市场中, 玻尿酸和肉毒素是最受全球消费者欢迎的美容项目。医美服务的消费者更偏向于非手术整形 (即微整形), 包括微创美容 (注射玻尿酸等) 和皮肤美容类 (激光医美等), 安全和消费者最关注的两个因素。昊海生科第二代玻尿酸“娇兰”已面世, 第三代新品玻尿酸也已完成临床实验。依托于其领先的透明质酸钠/玻璃酸钠技术, 和多年研发技术积累, 其玻尿酸产品在生科相容性, 可靠性上表现优秀, 其良好的效果也使其跻身国内知名品牌。

行业处于严格监管整顿期, 集中度提升利好头部企业。目前我国医美行业存在监管不足、操作不规范、安全程度低的问题。自 2017 年 1 月, 中国整形美容协会下发了《中国整形美容协会医疗美容机构评价工作管理办法》和《医疗美容机构评价标准实施细则 (2017 版)》, 逐步在医美行业将推行分级管理制度。2017 年 5 月, 由国家卫生健康委、公安部等 7 部门联合开展的严厉打击非法医疗美容专项行动重点打击生活美容机构非法开展医疗美容服务。同时, 全国各地积极开展医美行业规范, 对不符合规定的数千家医美机构展开整治。

表 7: 近期医美行业整治相关政策

政策	颁布机构	相关内容
《中国整形美容协会医疗美容机构评价工作管理办法》和《医疗美容机构评价标准实施细则 (2017 版)》	中华人民共和国国家卫生健康委员会	医美行业将推行分级管理制度
《关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	中华人民共和国国家卫生健康委员会	规范医美医师资质审核
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	国家卫健委等 7 部委	打击无证行医、非法制售医疗器械、整治违规医美培训、查出违法广告及互联网信息
《食品药品违法行为举报奖励办法》	国家食药监总局、财政部	规范食品药品研制、生产、经营、使用

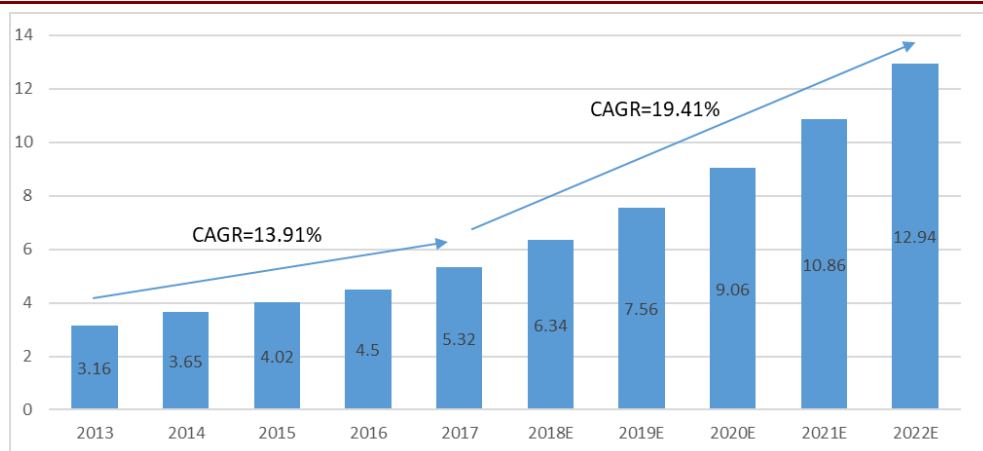
来源: 国家卫健委, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

严格监管将进一步提升行业集中度，持续利好头部企业。安全性高、规范性高、口碑好的明星产品将在严格行业监管中受益。昊海生科旗下的玻尿酸和重组人表皮生长因子，作为国内知名产品，其安全性和口碑均处于上游地位。昊海生科通过领先的研发实力和严格的质量把控，旗下玻尿酸和重组人表皮生长因子产品安全性可靠，生产规范。昊海生科两代玻尿酸产品在均具有较高的知名度，通过多年优良的品质和服务积累了品牌口碑。同时，依靠起完善的销售网络和专业化营销队伍，其销售过程中对操作人员进行培训，进一步加强了操作流程的规范性，是对安全可靠另一道保障。

在行业整治和政策压力下，不规范的医美机构和企业将持续承压而出现产能出清，而头部企业由于监管压力小、具有资本和技术积累等丰厚等优势安全度过监管期，同时依靠自身储备和广泛的经销网络快速抢占市场，在产业集中度提升的趋势下抢占更多的市场份额。

图 31：2013-2022E 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院、招商证券



四、骨科：患者群体庞大，极具开拓潜力

1、公司骨科产品发展稳健

公司目前生产及销售两类骨科关节腔注射产品，一种由玻璃酸钠制成，另一种则由医用几丁糖制成。玻璃酸钠类和医用几丁糖类骨关节腔注射凝胶已被证实为治疗骨关节炎安全及有效的方法。为抵消人体内透明质酸酶对玻璃酸钠注射液的降解，患者需要连续接受注射以维持效果；而医用几丁糖体内的抗降解性优于玻璃酸钠注射液，因此其在人体内存留时间更长、疗效更持久。其中玻璃酸钠注射液属于医保乙类药品。

在骨科领域，公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商。公司产品在骨科粘弹剂领域市占率 36%（两类产品合计），国内第一。公司是国内唯一拥有 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。公司生产的医用几丁糖骨关节腔注射剂是我国唯一以三类医疗器械注册的骨关节腔注射剂。

表 8: 昊海生科骨科类产品

治疗领域	产品名称	产品类别	公司	产品图示	产品功能及用途
骨科产品	玻璃酸钠注射液	化学药品	昊海生科		主要成份为玻璃酸钠，适应症为膝关节退行性骨关节炎。有助于改善关节组织的炎症反应，提高滑液中玻璃酸钠含量，增强关节液的粘稠性与润滑功能，保护关节软骨，促进关节软骨的愈合和再生，缓解疼痛，增加关节活动度。
	医用几丁糖（关节腔内注射用）	III 类医疗器械	其胜生物		主要成份为医用几丁糖（羧甲基几丁质），适应症为防治外伤性或退变性骨关节炎。可作为粘弹性补充物质直接恢复关节滑液的流变学特性，起到润滑关节的作用；并通过大分子物质自身的三维网络结构形成机械屏障，保护关节软骨。

资料来源：招股说明书，招商证券

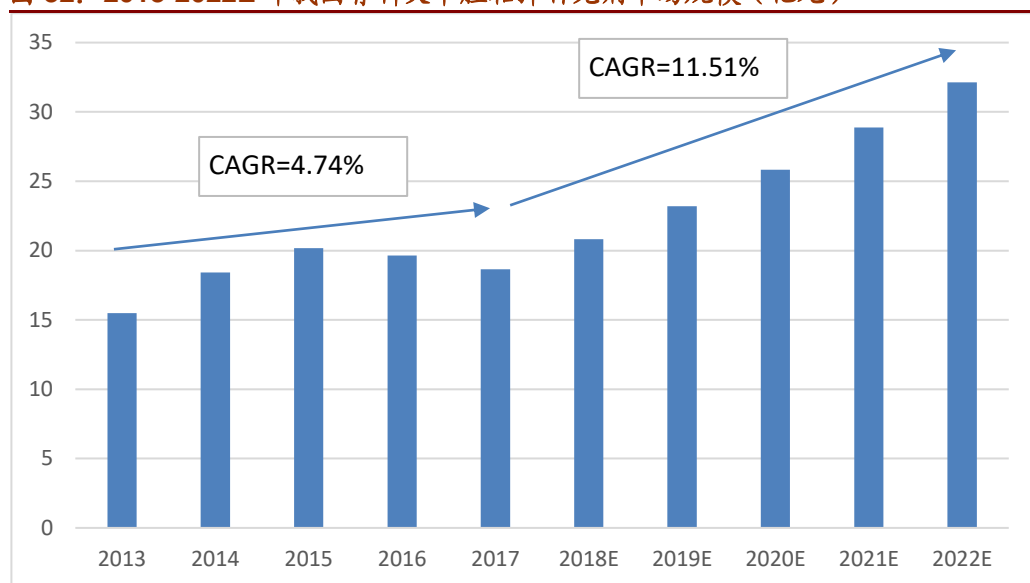
2、骨科关节腔粘弹补充剂行业潜力超出市场预期

骨科关节腔粘弹补充剂主要应用于退行性骨关节炎。退行性骨关节炎亦是一种中老年人群中的常见病、多发病。骨关节炎主要侵害关节软骨、骨和滑膜组织，导致关节疼痛、畸形和功能障碍，从而影响病人的活动能力。据统计，65 岁以上男性骨关节炎的发病率为 58%，女性为 65%-67%；75 岁以上人群发病率高达 80%。截至 2017 年，我国骨关节炎患者已近 1.2 亿人，关节腔粘弹补充剂的目标患者群体庞大。

2017 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模由 2013 年的 15.49 亿元增长至 18.64 亿元，2013 年至 2017 年年均复合增长率为 4.74%。

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，预计我国骨科关节腔注射用凝胶的需求数量将持续增长，骨科关节腔注射用凝胶总体市场规模也将不断增加。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 32: 2013-2022E 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模 (亿元)



资料来源：南方医药经济研究所、标点医药、招商证券

受药品及器械耗材“两票制”和医院全面实行“零加成”等政策影响，近两年骨科关节腔粘弹补充剂的集中招标价格呈下行趋势，导致我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模增长放缓。




其中，骨科的玻璃酸钠注射液由于海外首个类似产品是在日本以药品注册的，因此被划分为药品。骨科粘弹剂进入医保后经过集中招标近年来价格已由 150 降低至 70-80。粘弹剂除骨科外，在其他科室都是器械。公司的其他玻璃酸钠注射液（用于眼科、医美、防粘连）以及医用几丁糖均划分为器械。因此招标降价对经营业绩影响较大，且玻璃酸钠粘弹剂的招标降价显著抑制了品类发展，医院和经销商没有动力使用和销售，近一年已开始有所回暖。因此，未来市场潜力将高于预期。

五、手术防粘连：需求稳定，增长稳健

公司目前生产及销售两类手术防粘连及止血产品，包括以医用透明质酸和医用几丁糖为原料制成的防粘连系列产品以及用于止血及组织填充的医用胶原蛋白海绵。在外科领域，公司是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生产商之一。

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。组织粘连是引起外科手术术后并发症的主要原因，采用高分子生物材料作为隔离物防止手术粘连，已逐渐成为提高外科手术安全性的共识。公司防粘连及止血产品广泛用于各类外科手术，用于快速止血、缩短手术时间及防止外科手术过程中因创伤和损伤而导致的各种组织和脏器粘连，可以有效降低手术后腹腔及盆腔脏器粘连引起的肠梗阻和不孕症等并发症发病率。其中医用几丁糖相较于医用透明质酸钠具有一定的止血抗感染作用并且人体内降解时间更长，两类产品互为补充，可以有效满足不同的临床需求。

表 9: 昊海生科防粘连及止血类产品

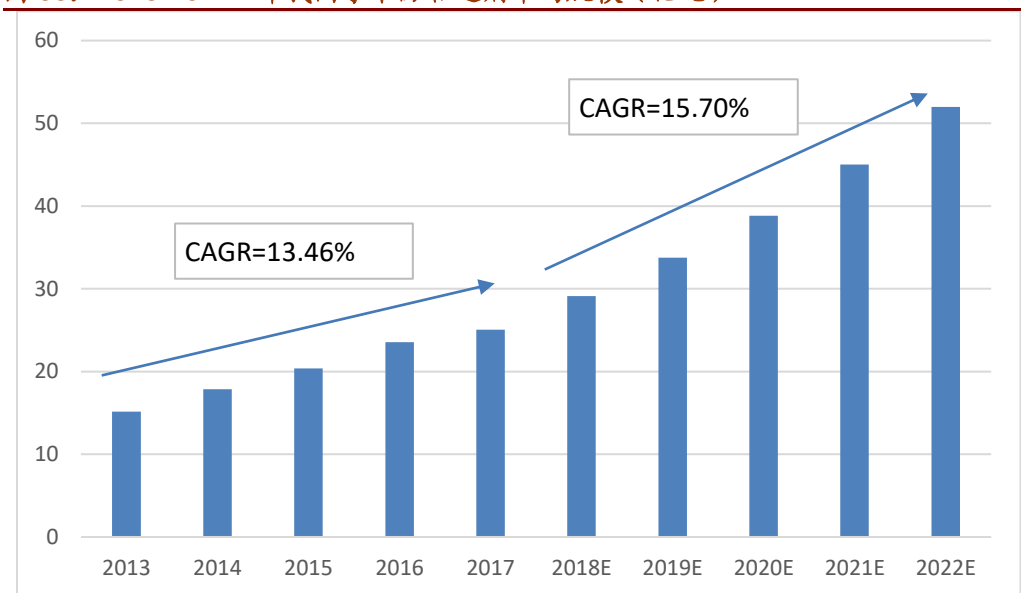
治疗领域	产品名称	产品类别	公司	产品图示	产品功能及用途
防粘连及止血产品	医用几丁糖（防粘连用）	III 类医疗器械	其胜生物		主要成份为医用几丁糖（羧甲基几丁质），适用于普通外科、妇产科所有腹腔、盆腔手术，可预防术后肠粘连和盆腔粘连；以及骨科的所有肌腱、关节及神经手术，可预防肌腱、关节及神经粘连。
	医用透明质酸钠凝胶	III 类医疗器械	昊海生科、其胜生物、建华生		主要成份为透明质酸钠，辅助用于预防或减少腹（盆）腔手术的术后粘连。因其特有的粘弹性和延展性，在腹腔脏器浆膜表面形成液体隔离层，减少粘连形成。
	医用胶原蛋白海绵	III 类医疗器械	其胜生物		主要成份为胶原蛋白，适用于各种手术残腔充填、创面止血、促进创面愈合。

资料来源：招股说明书，招商证券

根据《2017 中国卫生和计划生育统计年鉴》数据统计，我国住院病人手术人次逐年增长，2016 年我国医疗机构住院病人手术人次达 5,082.2 万人次。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，我国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，2013 年至 2017 年年均复合增长率达 13.46%，表现出良好的成长性。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，2013 年至 2017 年年均复合增长率为 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，2013 年至 2017 年年均复合增长率达 14.55%。

随着医疗改革、政策的推动和鼓励，和我国医疗手术人次的持续增长，我国手术防粘连产品的市场规模未来将保持稳定增长。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，2017 年至 2022 年年均复合增长率为 15.70%。

图 33: 2013-2022E 年我国手术防粘连剂市场规模 (亿元)



资料来源: 南方医药经济研究所、标点医药、招商证券

六、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

核心假设:

- 1、眼科领域, 公司旗下河南宇宙、新产业等晶状体产品持续向高端升级, 同时借助子公司 Contamac 的眼视光原材料生产能力, 成功进入 OK 镜等视光业务领域, 推动眼科业务加速增长的同时, 板块整体毛利率维持在 70%左右的稳定水平。
- 2、医美业务在行业整顿后, 大量小厂和不正规产品被清退, 公司的“海薇”和“娇兰”玻尿酸有望获得更大市场份额, 新研发的第三代无颗粒玻尿酸“QST 凝胶”上市后将提升公司医美领域的盈利能力。
- 3、骨科及手术防粘连业务在充分消化医保影响后, 重新恢复增长。
- 4、各项费用率保持稳定, 其中销售费用率 30%-32%、研发费用率 6%、管理费用率 15%左右。

表 10: 公司分业务盈利预测

单位: 百万元		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总计	收入	861.2	1354.5	1558.5	1768.6	2096.2	2536.5
	增速		57.3%	15.1%	13.5%	18.5%	21.0%
	毛利	693	1054	1230	1388	1644	1997
	毛利率	80.4%	77.8%	78.9%	78.5%	78.4%	78.7%
眼科	收入	121.1	550.3	672.8	767.0	905.1	1086.1
	增速		354.4%	22.3%	14.0%	18.0%	20.0%
	毛利	81	363	464	529	625	749
	毛利率	66.5%	66.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%

单位: 百万元		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
医美及创面护	收入	201.2	300.8	338.8	372.7	447.2	559.0
	增速		49.5%	12.6%	10.0%	20.0%	25.0%
	毛利	159	263	308	335	402	509
	毛利率	78.9%	87.3%	91.0%	90.0%	90.0%	91.0%
骨科	收入	289.8	267.7	300.8	346.0	408.2	489.9
	增速		-7.6%	12.4%	15.0%	18.0%	20.0%
	毛利	253	236	263	301	353	424
	毛利率	87.2%	88.0%	87.3%	87.0%	86.5%	86.5%
手术防粘连	收入	213.0	212.1	201.2	211.3	228.2	251.0
	增速		-0.4%	-5.1%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利	172	174	159	165	178	195
	毛利率	80.6%	81.9%	78.9%	78.0%	78.0%	77.5%
其他	收入	36.2	23.5	44.8	71.6	107.5	150.5
	增速		-35.0%	90.6%	60.0%	50.0%	40.0%
	毛利	29	19	36	57	86	120
	毛利率	80.5%	81.8%	79.9%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源: wind, 招商证券

综合以上各项假设, 我们预计公司 2019-2021 年营收 17.68 亿、20.96 亿、25.36 亿, 同比分别增长 13%、18%、21%; 归母净利润 4.59 亿、5.42 亿、6.61 亿, 同比分别增长 11%、18%、22%; EPS 2.58、3.05、3.72 元。

2、估值分析

2.1 相对估值法

公司在招股说明书选择了兴齐眼药、莎普爱思、欧普康视、冠昊生物、凯利泰、景峰医药、双鹭药业、华熙生物、爱美客等多家与公司业务有所交集的企业作为可比对象。按可比公司估值法, 我们首先选择兴齐眼药、莎普爱思、欧普康视、冠昊生物、正海生物 5 家与公司业务交集领域较多的公司作为对比, 未上市的爱美客、华熙生物, 以及与公司交集相对较小的凯利泰、景峰医药、双鹭药业我们将在下文另行比较。

表 11: 可比公司情况

公司名称	市值(亿元)	2018 年净利润(百万元)	净利润增速			EPS (元)			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
正海生物	68.48	85.8	39.15%	25%	24%	1.07	1.34	1.67	80.0	63.9	51.3
欧普康视	209.57	216.2	43.34%	40%	34%	0.96	0.75	1.01	54.1	69.2	51.4
冠昊生物	56.48	45.7	0.49%			0.17			125.3		
莎普爱思	26.00	-126.5	-186.42%			-0.39			-20.7		
兴齐眼药	68.38	13.7	-65.37%			0.17			487.9		

平均值(剔除负值)	85.78	90.37				0.59	1.045	1.34	86.4	66.5	51.3
昊海生科		414.5	11%	11%	18%	2.59	2.58	3.05			

资料来源: wind, 招商证券

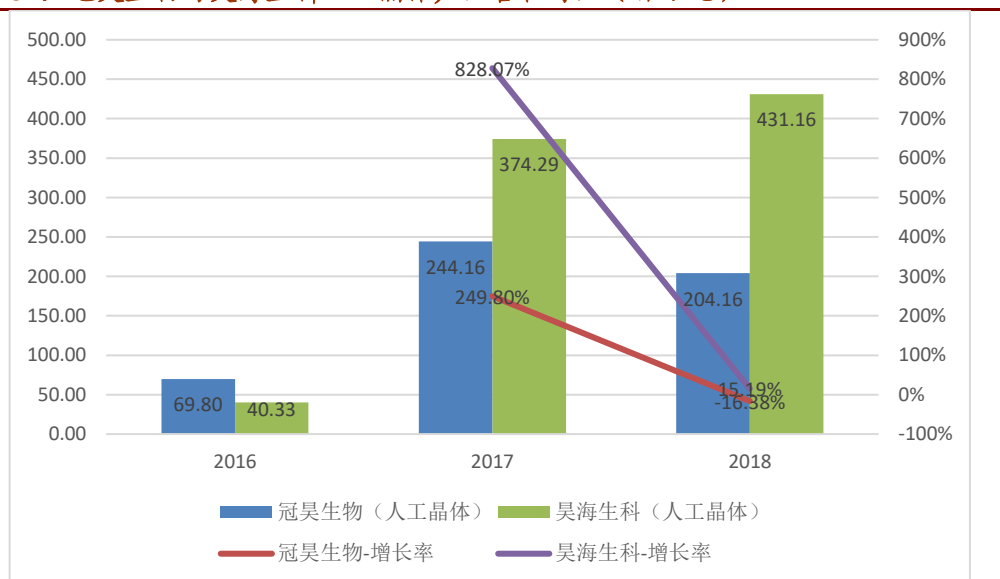
经过对比我们可发现, 5 家可比公司的经营规模均远小于昊海生科, 平均市值规模同样较小。

眼科业务方面, 可比公司主要为莎普爱思、兴齐眼药、冠昊生物和欧普康视。除欧普康视外, 其余三家的与公司规模相差较远且现阶段经营情况较差, 比较意义不大。但是欧普康氏主营业务为眼视光领域的 OK 镜产品, 而公司现阶段尚未正式进入时光领域, 主要产品集中在人工晶体领域, 与冠昊生物较为相似。

在通过一系列并购整合后, 公司在白内障疾病方面已有全面布局, 包括人工晶状体全产品线 and 早期深耕的眼科粘弹剂等, 与冠昊生物的相关产品线对比, 公司规模扩张更快, 未来将通过外延与内生并举, 向高端晶状体方向延伸。

在眼视光方面, 公司预计未来三年内将逐步展开。眼视光行业目前受市场关注度较高, A 股企业欧普康视的 OK 镜保持量价齐升, 良好业绩与高估值也反映了行业处于快速发展阶段。且青少年市场的近视防控饱受关注, 未来可发展空间包括产品、服务等巨大。公司处于一个良好的赛道, 且是在眼视光方面唯一拥有独立供应商的企业, 我们预计未来公司眼科业务的估值可参考欧普康视水平, 给予 35-45 倍估值。

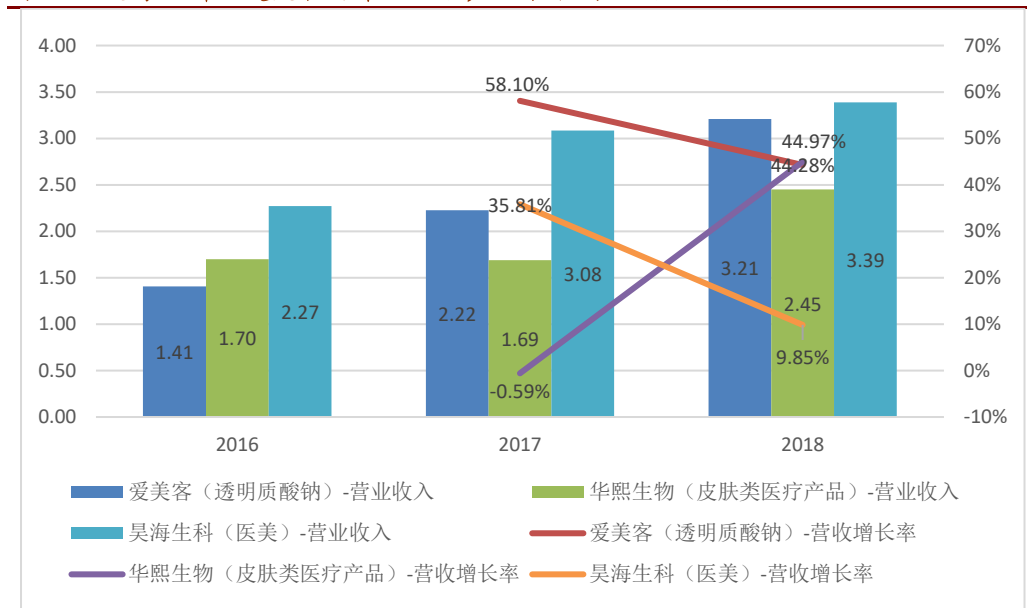
图 34: 冠昊生物与昊海生科人工晶体产品营收对比 (百万元)



资料来源: wind、招商证券

公司的医美业务在 A 股中暂时缺少可比公司，拟上市公司中可参考爱美客和华熙生物，两家产品均涉及透明质酸钠，与公司产品有一定相似。目前爱美客与华熙生物还在申报阶段，从营收上看，昊海生科在医美板块的营收规模大于可比公司，而增速上均受行业整治的影响有所下滑。公司在医美行业深耕多年，未来将继续推出差异化产品、新的概念和全面的服务来应对市场的激烈竞争。我们预计行业整治对规范的企业长期发展有利的趋势，预计 3-5 年内整改结束后，公司在医美板块的业绩会有所提升，未来增速水平将高于当前水平，考虑到医美行业的市场潜力，给予 30 倍-35 倍估值。

图 35: 昊海生科、爱美客与华熙生物产品营收对比 (亿元)



资料来源: wind、招商证券

在骨科领域，公司特别选取了凯利泰、景峰医药与双鹭药业为可比公司。景峰医药主营骨科及外科用玻璃酸钠注射液，双鹭药业生产注射级透明质酸钠，而公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，我们预计未来公司骨科产业线营业收入能保持稳健增长，可参考行业平均给予 20-25 倍估值。

表 12: 昊海生科骨科可比公司估值比较

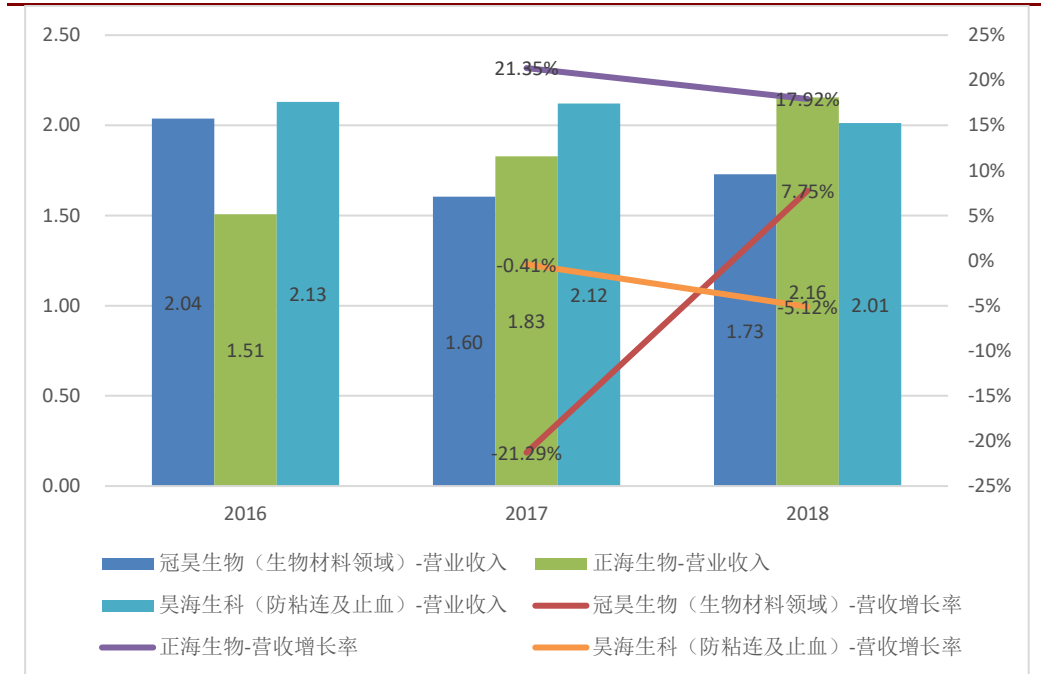
公司名称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			每股收益 EPS (元)		
		TTM	2019E	2020E	2018A	2019E	2020
凯利泰	112	22.2	36.6	28.3	0.67	0.43	0.5
景峰医药	39	21.4	25.5	22.3	0.22	0.22	0.2
双鹭药业	134	23.1	21.1	19.5	0.57	0.62	0.
昊海生科					2.59	2.58	3.0

资料来源: wind、招商证券

在防粘连及止血方面，公司选取了正海生物与冠昊生物作为可比公司。正海生物主营生物再生材料，冠昊生物的生物材料板块也是其深耕领域，我们通过对营业收入与增速

发现，昊海生科的营收规模略高于行业平均水平，虽增速有所放缓，但仍较为稳健，预计未来自然增长，是公司稳健发展的基础，给予 15-20 倍估值。

图 36: 昊海生科、冠昊生物与正海生物防粘连及止血产品营收对比 (亿元)



资料来源: wind、招商证券

综上所述，按照 2019 年盈利预测，我们认为公司眼科业务可给予 35-45 倍估值，医美业务可给予 30-35 倍估值，骨科业务科给予 20-25 倍估值，手术防粘连业务可给予 15-20 倍估值，公司整体可给予 30-40 倍估值，对应市值为 137.6-183.5 亿元，按照上市后 17785 万股总股本计算，对应合理价格区间为 77.4-103.2 元。

2.2 FCFF 估值法

表 13、FCFF 估值基本假设

公司 Beta	1.15
无风险利率	4.0%
风险溢价	7.0%
名义长期增长率假设	2.0%
WACC	12.0%

资料来源: 招商证券

表 14、FCF 计算，单位：百万元

	基期	显性预测期			半显性预测期							合计
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV	
EBIT	422	2443	3002	3201	3405	3614	4011	4235	4467	4712		
所得税税率	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13		
NOPLAT	366	2117	2601	2774	2951	3131	3476	3669	3871	4083		
折旧与摊销	0	389	479	572	680	783	839	987	1,137	1,190	5	
坏账准备	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
营运资本增加	-263	-41	-57	-160	-161	-209	-296	-355	-452	-574		
资本支出	-1331	-1511	-1628	-1759	-1953	-2131	-2333	-2562	-2806	-3077		
FCF	-1228	955	1395	1428	1517	1574	1687	1739	1750	1622	16545	30211
现金流增长率		203%	9.8%	2.4%	6.2%	3.8%	7.2%	3.1%	0.6%	1.7%		
折现年数		0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0		
折现因子			0.89	0.79	0.71	0.63	0.56	0.50	0.44	0.40		
FCF 现值			1246	1138	1080	1001	957	881	792	655	6682	14430

资料来源：招商证券

表 15、敏感性分析，单位：元/股

每股价值=	90.85	WACC				
		11.0%	11.5%	12.00%	12.5%	13.0%
永续增长率	1.0%	94.88	90.81	87.10	83.71	80.61
	1.5%	97.19	92.83	88.88	85.29	82.01
	2.0%	99.76	95.07	90.85	87.03	83.55
	2.5%	102.63	97.56	93.02	88.93	85.22
	3.0%	105.86	100.34	95.43	91.03	87.07

资料来源：招商证券

我们对 WACC 和永续增长率两个参数进行敏感性分析，得到每股价值区间为 80.61-105.86 元，大于根据相对估值法得到的价格区间。因此，出于审慎考虑，我们采用较为保守的结果，认为公司的合理价格区间为 77.4-103.2 元。

七、风险因素分析：

(1) 产品价格下降风险：公司多个主要产品如人工晶状体、骨科关节腔粘弹补充剂、手术防粘连器械等均在医保覆盖范围内，直接受医保控费的影响，存在降价压力。公司玻尿酸产品虽然不在医保目录内，但目前市场竞争较为激烈，也存在一定的降价风险。如果未来公司产品出现较大幅度的降价，将对公司业绩产生不利影响。

(2) 政策变化风险：公司作为医疗器械企业，受政策影响较大，例如医保政策的变化可能导致公司产品降价或销售出现波动，器械两票制可能导致公司费用率的上升，均可能对公司经营造成负面影响。

(3) 医疗事故风险：公司所从事的眼科、骨科、医美及手术止血等领域均是医疗事故的多发领域，尤其是医美行业，如果相关领域出现医疗事故从而导致监管趋严乃至行业整顿，将对公司业绩产生不利影响。

(4) 新产品上市进度不及预期的风险：公司现有产品目前均处于稳定发展状态，第三代玻尿酸、OK镜、新型人工晶体等多个重要在研新品是未来持续增长的重要保障，如果上市进度晚于预期，将对公司业绩增长产生不利影响。

(5) 生产场地出现变化的风险：公司主要产品及相关原材料大部分均为自产，部分主要生产基地位于上海及其周边地区，若发生政府动迁、环保停产、厂房停租等事件，导致产线停工，可能使公司生产经营活动受到影响，对业绩产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2385	2293	2871	3385	4062
现金	1797	1443	1932	2272	2721
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	0	0	0	1
应收款项	330	385	410	485	587
其它应收款	58	107	122	145	175
存货	175	198	225	267	319
其他	22	160	182	215	260
非流动资产	1724	2144	2072	2025	1983
长期股权投资	95	355	355	355	355
固定资产	277	417	393	390	387
无形资产	491	468	422	379	341
其他	861	904	902	901	900
资产总计	4109	4436	4942	5410	6045
流动负债	478	451	497	461	477
短期借款	19	19	150	100	100
应付账款	39	37	42	50	59
预收账款	42	0	0	0	0
其他	378	396	305	311	318
长期负债	246	150	150	150	150
长期借款	18	16	16	16	16
其他	229	133	133	133	133
负债合计	724	601	647	610	627
股本	160	160	178	178	178
资本公积金	1782	1814	1831	1831	1831
留存收益	1259	1638	2017	2468	3021
少数股东权益	185	224	269	323	388
归属于母公司所有者权益	3201	3612	4026	4477	5030
负债及权益合计	4109	4436	4942	5410	6045

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	351	391	526	510	584
净利润	372	415	459	542	661
折旧摊销	68	84	113	107	102
财务费用	(59)	(60)	(11)	(17)	(23)
投资收益	(9)	(23)	(20)	(15)	(10)
营运资金变动	(21)	(69)	(81)	(166)	(219)
其它	1	45	67	58	72
投资活动现金流	(157)	(795)	(40)	(45)	(50)
资本支出	(135)	(152)	(60)	(60)	(60)
其他投资	(22)	(643)	20	15	10
筹资活动现金流	(96)	(85)	4	(125)	(85)
借款变动	(123)	(3)	37	(50)	0
普通股增加	0	0	18	0	0
资本公积增加	10	32	18	0	0
股利分配	(48)	(80)	(80)	(92)	(108)
其他	64	(34)	11	17	23
现金净增加额	98	(489)	490	340	448

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1354	1558	1769	2096	2536
营业成本	289	334	381	452	540
营业税金及附加	10	12	14	16	19
营业费用	414	495	552	650	786
管理费用	193	240	265	314	375
财务费用	(50)	(62)	(11)	(17)	(23)
资产减值损失	11	0	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	23	20	15	10
营业利润	462	527	584	691	844
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	462	525	584	691	844
所得税	62	70	79	95	117
净利润	400	455	505	596	727
少数股东损益	28	41	45	54	65
归属于母公司净利润	372	415	459	542	661
EPS (元)	2.33	2.59	2.58	3.05	3.72

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	57%	15%	13%	19%	21%
营业利润	19%	14%	11%	18%	22%
净利润	6%	11%	11%	18%	22%
获利能力					
毛利率	78.7%	78.5%	78.5%	78.4%	78.7%
净利率	27.5%	26.6%	26.0%	25.9%	26.1%
ROE	11.6%	11.5%	11.4%	12.1%	13.2%
ROIC	10.2%	10.1%	11.0%	11.8%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	17.6%	13.5%	13.1%	11.3%	10.4%
净负债比率	2.4%	2.9%	3.4%	2.2%	1.9%
流动比率	5.0	5.1	5.8	7.3	8.5
速动比率	4.6	4.6	5.3	6.8	7.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
应收帐款周转率	4.8	4.4	4.5	4.7	4.7
应付帐款周转率	9.8	8.8	9.7	9.9	9.9
每股资料 (元)					
每股收益	2.33	2.59	2.58	3.05	3.72
每股经营现金	2.19	2.44	2.96	2.87	3.28
每股净资产	20.00	22.57	22.64	25.17	28.28
每股股利	0.50	0.50	0.52	0.61	0.74
估值比率					
PE	14.1	12.7	12.7	10.8	8.8
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	34.6	30.4	22.7	19.9	16.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，10年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

漆经纬，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，2年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。