

买入

领先布局屈光手术市场，眼科有望后续高速增长

昊海生物科技(6828.HK)

2020-08-06 星期四

目标价:	88.55 港元
现价:	69.00 港元
预计升幅:	28.34%

重要数据

日期	2020-08-04
收盘价 (港元)	69.00
总股本 (亿股)	1.77
总市值 (亿港元)	122.13
净资产 (亿元)	55.73
总资产 (亿元)	60.14
52 周高低 (港元)	70.00/24.88
每股净资产 (元)	31.49

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

蒋伟 (24.99%) ;
 游捷 (16.19%) ;
 楼国梁 (5.34%)

相关报告

深度报告:眼科医美有望快速增长的医用材料龙头-20200518

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

► 打造国内眼科器械龙头，拓展屈光手术市场

公司收购杭州爱晶伦，其产品悬浮型有晶体眼后房屈光晶体依镜®PRL 用于高度近视患者做屈光手术，中国目前只有 2 个厂家，爱晶伦是唯一国产厂家。全国近视人数近 6 亿人，其中每年高度近视人数达 5500 万，目前国内每年进行的屈光手术仅十几万台，渗透率仅为 0.3%，通过公司的市场推广及产品力优势，有望快速成长。人工晶状体方面，公司具备从高端品牌到基础品牌的全覆盖，在集采招标中优势明显，有利于公司进一步提升市场份额。

► 布局黄金赛道，在研眼科产品丰富

公司子公司上海其胜在研产品眼内填充用线性交联透明质酸钠凝胶启动临床试验，计划用于封堵视网膜裂孔治疗孔源性视网膜脱落，其应用系国际性创新型的技术开发及研究。除此外，公司还希望通过具有提高视力功能的在研产品 OK 镜和未来会逐步发展的巩膜镜等特殊的能够改变角膜集合形态的屈光镜片产品来做眼科领域更广泛的布局，18 年我国角膜塑形镜的行业覆盖率仅为 1%，参照其他地区有平均 5% 的渗透率，我国角膜塑形镜市场仍有充足的成长空间。

► 第三代玻尿酸“海魅”产品获批，夯实公司医美产品竞争力

昊海生物科技自主研发的新型无颗粒特征的第三代玻尿酸产品“海魅”于 3 月 30 日获得国家药监局批准上市，此产品在目前的市场上尚无申报同类产品的厂家及已批注的国产仿制厂家，上市后将与主打“塑形”和“填充”的前两代玻尿酸产品形成协同效应，接力公司医美产品的发展，收益于医疗美容市场的快速增长，中国的医疗美容市场规模预计 2020 年能够达到 2656 亿元的规模，2018-2020 年年复合增速达到 39.39%。

► 给予“买入”评级,目标价 88.55 港元

考虑终端医疗机构在疫情期间就诊人数下降，公司销售情况确实受到负面影响，我们调整 20/21 年收入预测至 12.76/16.75 亿元，调整 20/21 年净利润预测至 2.58/4.56 亿元。目前随着终端手术量逐渐恢复，骨科外科板块恢复情况较好，同时公司又重点布局了眼科及医美领域，并再添新产品，给收入增长带来了新动力。公司股价自今年五月起表现良好，5 月 18 日发表的报告中我们预测目标价格 56.82 港元已提早实现，现我们提高目标价至 88.55 港元，对应 21 年 31 倍 PE，较现价有 28.34% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	1,545.82	1,595.50	1,276.40	1675.27	2110.84
同比增长(%)	14.94%	3.21%	-20.00%	31.25%	26.00%
净利润	414.54	370.78	258.02	456.35	591.05
同比增长(%)	11.31%	-10.56%	-30.41%	76.87%	29.52%
净利润率(%)	26.82%	23.24%	20.21%	27.24%	28.00%
每股盈利(元)	2.59	2.27	1.45	2.57	3.32
PE@69.00HKD	23.34	27.23	43.48	24.53	18.99

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

報告正文

打造國內眼科耗材龍頭，拓展屈光手術市場

公司于4月收購高科技創新企業杭州愛晶倫科技有限公司55%的股權，將其旗下用於矯正近視的國內唯一一款懸浮型有晶體眼後房屈光晶體依鏡®PRL納入公司眼科產品，從而拓展眼科的新領域——屈光手術市場，加深眼科產品鏈布局，新產品線將與公司現有的治療眼科疾病的產品產生協同的作用，從而保證公司在眼科領域的競爭優勢，同時也給眼科收入持續增長帶來新的推動力。

杭州愛晶倫一直致力於生產和研發近視矯正相關的產品，其產品依鏡®PRL於2009年首次獲得CFDA的批准然後上市，並於19年10月31日獲得延續註冊，此產品不僅是該領域唯一一款獲得批准的國產有晶體眼後房屈光晶體，也是國內的唯一一款懸浮型產品。據統計，全球近視患者數量約14億人，中國目前近視人數將近達到6億人，是世界第一近視大國，是世界各國中發病率最高的國家，在城市青少年中近視的發病率高達67%。屈光手術進行近視矯正的方法逐漸成為流行的治療方式，與發達國家相比，**我國的屈光手術滲透率還有很大的發展空間，預計5年眼內屈光晶體市場有望達到40億元。**目前屈光手術主要包括角膜屈光手術（全飛秒）和眼內屈光手術，其中眼內屈光手術不破壞角膜組織結構的完整性的優勢，區別於以往的“減法手術”，是一種安全可逆的“加法手術”。除此外，飛秒等角膜屈光手術費用昂貴且無法針對角膜過薄的高度近視患者進行，有晶體眼人工晶體植入術有效的給了受以上限制的患者希望。而有晶體眼人工晶體植入術以後房型人工晶體植入為主。中國市場上存在兩種後房型人工晶體，一種為支撐型人工晶體（ICL），STAAR Surgical AG是國內唯一一家擁有此產品註冊證的品牌，另一種則為愛晶倫擁有的獨立知識產權的依鏡®PRL，其矯正的范围彌補了國際上1800至3000度的空白，突破了原有的矯正極限，在市場上佔據着獨特的優勢。

STAAR Surgical AG 2019年在中國地區銷售收入達到6.48千萬美金，其品牌下的ICLs產品在2017年銷售收入為6.83千萬美金，到19年收入達到了1.29億美金，銷售量達到了13萬偏，17-19年期間ICLs產品實現了37.57%的收入複合增速。參照ICLs進入中國市場後的快速發展，依鏡®PRL有望依托昊海生物科技較好的眼科產品研發生產銷售平台，成為有晶體眼後房屈光晶體中的國貨大火產品。依鏡®PRL是昊海生物科技進入屈光領域的一個拳頭產品，有助於後續進入近視防控、屈光治療領域。

帶量採購利於有成本優勢和規模效应的企業提升市場競爭力。19年公司旗下的Lenstec、Aaren和Hexavision分別有產品中標，降價幅度相對穩和，控制在10%-

40% 区间内，销售量均达到了 50% 的提升，对于有足够量产能力的企业昊海来说，带量采购有助于其稳定占领市场份额。新一轮的京津冀带量采购将产品的分类更加细化，同时把低价作为采购的唯一诉求，预估这次终端价格降幅大概能达到 20%-50%，昊海管理层表示此次采购能促进产品在偏远地区的覆盖，同时集体采购使得公司经销商的角色演变为配送方，昊海作为生产方可以对医院进行直接配售，分工的变化并不会过大的影响公司利益。在大幅度的降价情况下，昊海有足够的力量去承担价格压力，旗下的品牌如 Lenstec、Aaren 和河南宇宙都已经实现了规模效应，从成本端的角度来讲，这些产品有足够的压缩空间。

图 1：中国先进晶体置换及屈光手术市场规模

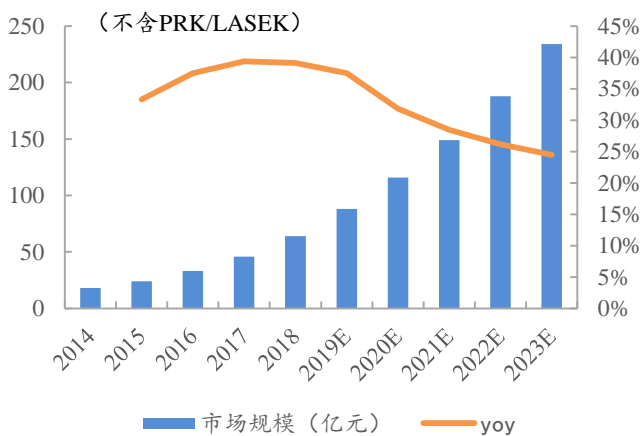
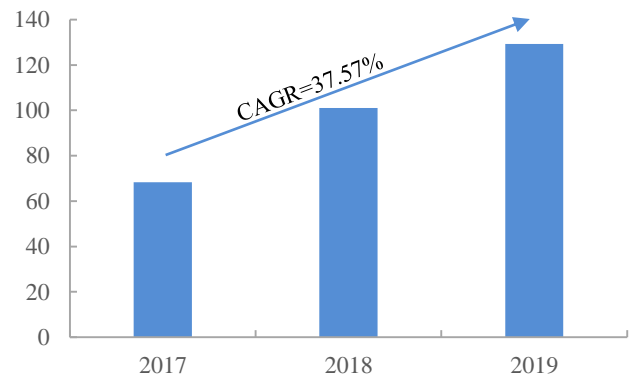


图 2：STAAR Surgical AG 的 ICLs 销售收入 (百万元)



资料来源：弗若斯特沙利文分析、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

布局黄金赛道，在研眼科产品丰富

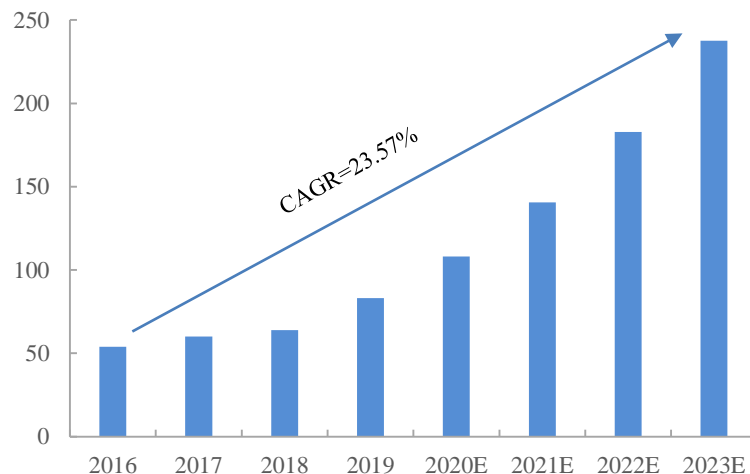
公司致力于成为一家领先的综合性眼科集团。8月3日公司全资子公司上海其胜生物制剂有限公司在研产品眼内填充用线性交联透明质酸钠凝胶取得临床试验备案并启动临床试验。其产品的应用系国际性创新型的技术开发及研究，计划用于封堵视网膜裂孔治疗孔源性视网膜脱落。视网膜脱落通常需要通过玻璃体切除治疗，传统的治疗方式需要患者在 1-3 个月内保持特定的体位姿势，通常以俯卧为主，从而使得玻璃体腔填充物对视网膜起到顶压的作用，有助于视网膜复位。此产品预期作用于手术后的视网膜裂孔，可直接覆盖或者粘附，不需要额外的填充物顶压，使得患者不再需要传统的恢复方式，便利患者的康复生活。除此外，此产品也计划能对减少术后视网膜下物质逸出带来的增殖性玻璃体视网膜病变、填充物相关白内障、继发性青光眼等手术并发症有效。此产品的临床试验计划将在 7 家医院开展，其中临床试验的牵头单位已经启动了患者入组。公司子公司艾格有在研的 OK 镜产品，去年启动了临床实验计划，几家临床实验的中心组长已经基本上完成了入组，OK 镜采用透气性硬质角膜接触镜材料，区别于普通的用于矫正视力的 RGP 镜片，OK 镜即角膜塑形镜通过改变角膜集合形态来提高视力，公司

未来还会后续发展巩膜镜产品、各种圆锥角膜镜等特殊的屈光镜片产品，巩膜镜指的是具有特殊设计的直径较大的 RGP，主要以巩膜为支持位置。

中国角膜塑形镜行业仍处于发展的初期，市场渗透率较低，根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会数据显示，18 年我国角膜塑形镜的行业渗透率仅为 1%，其他国家和地区平均渗透率平均在 5% 左右，随着科技的发展，生活习惯的改变使越来越多的人出现用眼过度的现象，眼部疲劳导致屈光不正患病几率大幅提升，终端屈光不正视力矫正市场需求呈现低龄化和个性化趋势，同时伴随着角膜塑形镜的推广来提高治疗患者的普遍接受度，未来角膜塑形镜的使用量将会呈现较快速的增长，预计 2023 年我国的角膜塑形镜渗透率有望达到 2% 左右，年复合增长率有望达到 30%，总市场规模有望实现 237 亿元。

我国眼科领域未来有望呈现高速发展，在眼科黄金赛道上诞生了较多的优质成长股。正在临床试验的眼内填充用线性交联透明质酸钠凝胶、刚布局的 PRL 产品和在研的 OK 镜以及未来会逐步发展的巩膜镜产品、各种圆锥角膜镜等特殊屈光镜片产品丰富了公司的眼科产品线，旨在借此做眼科领域更广泛的布局，公司近几年也在持续加大眼科领域的研发投入，持续注入眼科板块收入增长的新动力，通过重点布局眼科的战略，加速其产业链整合，作为眼科材料的龙头企业，昊海生物科技有望进一步抢占眼科器械市场的市场份额，成为一家领先的综合性眼科集团。

图 3: 16-23 年我国角膜塑形镜规模及预测 (亿元)



资料来源：医疗器械行业协会、国元证券经纪(香港)整理

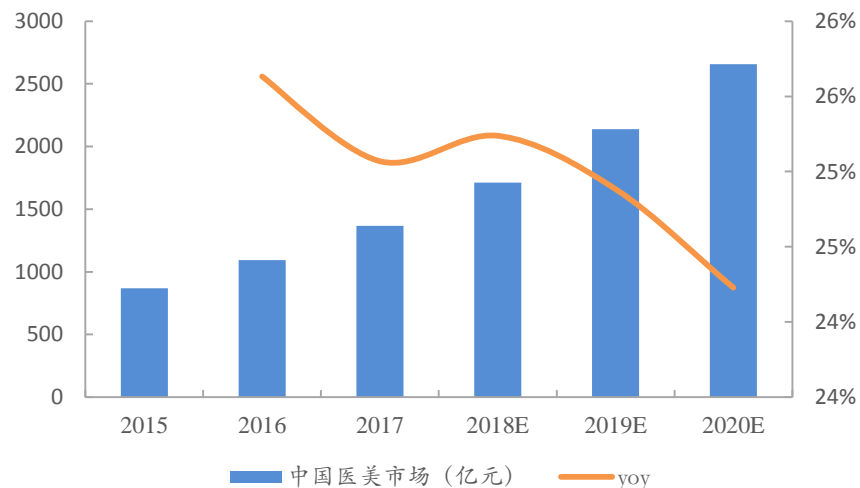
第三代玻尿酸“海魅”产品获批，夯实公司医美产品竞争力

昊海生物科技作为国内细分玻尿酸产品市场的领军人，两三年推出一代新的医美产品，引领了市场上差异化的产品功能的风潮，目前公司的自主研发的三代玻尿酸“海

“海魅”已经通过了注册批准，预计在年内会上市。“海魅”作用于面部真皮组织的中层至深层部位，用以纠正中重度鼻唇沟的皱纹，其上市将与公司主打塑性的第一代产品“海薇”和主打动力粘性的“娇兰”形成协同作用，有效地弥补医美价格战给公司带来的亏损，接力公司医美产品的发展，进一步提升了公司医美产品的竞争力同时也满足了客户对于医美的多元化需求。第三代玻尿酸主打无颗粒化交联技术，属于交联技术上的革新，具有更好的生物相容性，前两代产品在交联之后没有办法直接灌装和进行后续的推注，需要用筛子或者切削的方法把产品打碎再灌装到推注器内部，这样的产品会有一定的颗粒感，第三代则在交联之后，处于能完全推动的状态，比较适合填充在浅表显眼的位置，相比其他产品可以达到更自然的效果。

中国的医疗美容市场规模预计 2020 年能够达到 2656 亿元的规模，2018-2020 年年复合增速达到 39.39%。医美行业经历了较长的整顿期，主要是民营医疗机构存在不规范的行为，19 年的整顿使得一些终端医疗机构活动减少，经过了一年的规整，并不影响消费者的需求，只是促进终端医疗活动的集中化，对于像昊海生物科技这样的正规品牌上游公司来说，其实更便捷货物的直接配售，这次的整顿也淘汰了一些非正规的品牌产品，大大减轻了一些小作坊成本较低无限制压价行为的影响，竞品持续价格战带来的风险几率大大降低，对于终端正规品牌来讲，也是一个利好。

图 4：中国医学美容服务市场规模预测



资料来源：中商产业研究院，国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，目标价 88.55 港元：

考虑到终端医疗机构在疫情期间就诊人数，公司销售情况确实受到负面影响，我们下调 20/21 年收入预测至 12.76/16.75 亿元。目前随着终端手术量逐渐恢复，骨科外科板块恢复情况较好，业绩较二三月将呈现高速增长，同时公司又重点布局了眼

科及医美领域，并再添新产品，给收入增长带来了新动力。公司股价自今年五月起表现良好，5月18日发表的报告中我们预测目标价格56.82港元已提早实现，现我们提高目标价至88.55港元，对应21年31倍PE，较现价有28.34%的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

国内疫情潜在影响的不确定性；

技术升级带来的潜在产品替代风险。

损益表

百万元人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	1,545.82	1,595.50	1,276.40	1,675.27	2,110.84
销售成本	-334.28	-364.00	-306.34	-282.28	-334.57
毛利	1,211.54	1,231.50	970.06	1,392.99	1,776.28
其他收入	4.54	4.45	4.45	4.45	4.45
分销开支	-495.08	-544.13	-426.60	-548.71	-698.29
行政费用	-242.41	-268.99	-215.19	-282.43	-355.87
经营盈利	376.51	285.93	155.82	384.70	540.15
财务开支	56.94	62.03	62.03	62.03	62.03
应占联营公司利润					
其他开支	27.30	39.82	39.82	39.82	39.82
税前盈利	525.19	434.35	304.24	533.12	688.57
所得税	-70.11	-57.97	-40.62	-71.17	-91.92
少数股东应占利润	40.54	5.60	5.60	5.60	5.60
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	414.54	370.78	258.02	456.35	591.05
折旧及摊销	83.61	115.43	138.52	166.22	199.46
EBITDA	460.12	401.36	294.33	550.92	739.61
增长					
总收入 (%)	14.94%	3.21%	-20.00%	31.25%	26.00%
EBITDA (%)	8.61%	-12.77%	-26.67%	87.18%	34.25%
净利润 (%)	11.31%	-10.56%	-30.41%	76.87%	29.52%

资产负债表

百万元人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	335.63	944.51	970.88	1,185.37	1,515.67
其他短期投资	1,102.78	2,278.00	2,551.36	2,857.52	3,200.42
应收账款	572.23	482.88	328.36	366.32	392.33
存货	197.63	239.99	115.19	90.72	68.58
其他流动资产	85.62	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	2,293.89	3,945.38	3,965.79	4,499.93	5,177.01
固定资产	703.85	895.07	921.92	949.58	978.07
商誉及无形资产	760.40	980.82	1,020.05	1,060.85	1,103.28
土地使用权	38.72	0.00	28.38	28.38	28.38
其他非流动资产	639.50	330.61	330.94	331.27	331.60
非流动资产	2,142.46	2,206.50	2,301.28	2,370.08	2,441.33
总资产	4,436.35	6,151.87	6,267.07	6,870.00	7,618.34
流动负债	451.32	359.97	347.93	349.84	351.79
应付账款及票据	41.18	36.79	37.16	37.53	37.90
短期银行贷款	20.27	25.71	24.42	23.20	22.04
其他短期负债	338.93	263.32	268.59	273.96	279.44
非流动负债	149.59	138.55	139.75	141.01	142.33
长期银行贷款	16.39	24.00	25.20	26.46	27.78
其他负债	133.2	114.55	114.55	114.55	114.55
总负债	600.91	498.52	487.68	490.85	494.13
少数股东权益	223.94	198.57	198.57	198.57	198.57
股东权益	3,835.45	5,653.35	5,779.40	6,379.15	7,124.21

财务分析

百万元人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率 (%)	78.38%	77.19%	76.00%	83.15%	84.15%
EBITDA 利率 (%)	29.77%	25.16%	23.06%	32.89%	35.04%
净利率 (%)	26.82%	23.24%	20.21%	27.24%	28.00%
ROE	10.81%	6.56%	4.46%	7.15%	8.30%
ROA	9.34%	6.03%	4.12%	6.64%	7.76%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	15.68%	16.86%	16.86%	16.86%	16.86%
实际税率 (%)	13.35%	13.35%	13.35%	13.35%	13.35%
股息支付率 (%) 含优先股)	19.30%	25.04%	43.18%	29.30%	27.14%
库存周转天数	203.39	219.41	211.60	133.12	86.89
应付账款天数	44.96	36.89	44.27	48.53	41.35
应收账款天数	135.12	110.47	93.90	79.81	67.84
财务状况					
资产负债率	13.55%	8.10%	7.78%	7.14%	6.49%
收入/总资产	0.35	0.26	0.20	0.24	0.28
总资产/股本	1.16	1.09	1.08	1.08	1.07

现金流量表

百万元人民币, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	414.54	370.78	258.02	456.35	591.05
折旧与摊销	83.61	115.43	138.52	166.22	199.46
营运资本变动	-41.07	-64.29	-73.93	-85.02	-97.78
其他非现金调整	-65.80	-73.01	-8.76	-1.05	-0.13
营运现金流	391.28	348.91	313.84	536.49	692.61
资本开支	-151.87	-399.30	-407.28	-415.43	-423.74
其他投资活动	-642.76	-736.44	291.01	297.33	303.78
投资活动现金流	-794.63	-1,135.74	-116.27	-118.10	-119.96
负债变化	-1.92	-26.63	-35.64	-45.80	-57.23
股本变化	0.00	1,539.06	0.00	0.00	0.00
股息	80.02	92.84	111.41	133.69	160.43
其他融资活动	-3.39	-27.04	-27.31	-27.58	-27.86
融资活动现金流	-85.33	1,392.55	-174.36	-207.07	-245.51
汇率变动影响	2.42	3.16	3.16	3.16	3.16
现金变化					
期初持有现金	821.89	335.63	944.51	970.88	1,185.37
期末持有现金	335.63	944.51	970.88	1,185.37	1,515.67

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>