

买入

眼科、医美新品赋能公司营收持续增长

昊海生物科技(6826.HK)

2021-06-30 星期三

目标价:	145.32 港元
现价:	95.30 港元
预计升幅:	52.49%

重要数据

日期	2021-06-30
收盘价 (港元)	95.30
总股本 (亿股)	1.77
总市值 (亿港元)	168.32
净资产 (亿元)	57.34
总资产 (亿元)	62.99
52 周高低 (港元)	150.00/35.70
每股净资产 (元)	32.40

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

蒋伟 (25.17%);
 游捷 (16.31%)

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

更新报告:领先布局屈光手术市场,眼科有望后续高速增长-20200806

更新报告:完善眼科多元布局,拓展中高端玻尿酸市场-20201202

即时点评:近视防控领域再添国内最高透氧率 OK 镜-20210323

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519164

Email:linxq@gyzq.com.hk

► 眼科视光领域加速布局:

公司于亨泰光学签订协议,以共计人民币 2500 万元总投资款获得亨泰视觉 55% 的股权,并获得其高端角膜塑形用硬性透气接触镜产品 (OK 镜) “迈儿康 myOK” 和儿童近视管理及控制的光学镜片 “贝视得” 于中国大陆地区的独家经销权,“迈儿康 myOK” 透氧率高达 141, 是中国大陆及台湾地区市场上透氧率最高的角膜塑形镜产品,“贝视得” 是市面上唯一一款可以自选离焦量的产品。中国角膜塑形镜行业仍处于发展的初期,根据弗若斯特沙利文的预测,预计 23 年我国的渗透率有望达到 2% 左右,总市场规模有望实现 237 亿元。全资子公司昊海发展将获得河北鑫视康 60% 的股权,进一步充实视光产品线,加码布局软性隐形眼镜业,扩展兼具近视矫正及消费美妆属性的软性隐形眼镜产品。

► 携手欧华美科与美国 Eirion, 拓展消费端医美及肉毒毒素领域:

昊海以共计人民币 2.05 亿元持有欧华美科 63.64% 的股权,将旗下 EndyMed 射频皮肤仪器、镭科光电激光美肤设备以及 Bioxis 组织填充剂等主要产品纳入公司医美产品线,将公司的医美业务延伸至消费美容端。EndyMed 主打的射频紧肤美容仪在中国有很大的市场,据智研咨询的预测,中国家用美容仪市场规模 26 年将突破 200 亿元,其相控聚焦射频专利技术不仅攻克了眼部射频难题,还将拓展到腋臭、多汗症等问题,目前这项专利在全球的产值超 3300 万美元。镭科光电拥有垂直面激光器械的专利技术,主要产品为皮肤医学领域的激光美肤设备和皮秒激光设备,20 年 1-9 月份销售规模已达到两千多万,21 年 5 月在全球上市第一款女性的可视化的半导体无痛化的脱毛的家用产品,皮秒激光设备已经在欧洲销售,预期 23 年将在中国获批上市。法国 Bioxis 有 3 款在研玻尿酸产品预期将陆续于 21 年底至 22 期间获批上市,其中两款产品目前中国尚无同类适应症产品上市,在研的 MTI12 长效填充剂是基于几丁糖的产品,获批上市后预期将成为首款长效、可降解组织填充用几丁糖产品。昊海与美国 Eirion 签订协议,获得外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、注射用 A 型肉毒毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02 在中国地区的研发、生产及商业化许可,3 款肉毒毒素将分别预计于 25-27 年上市,中国正规肉毒毒素市场规模 19 年达到 48.6 亿元,20 年中国获批的肉毒毒素仅有 4 款,肉毒毒素医用市场仍有很大的可发展空间。

► 给予“买入”评级,目标价 145.32 港元:

公司持续布局眼科医美黄金赛道,玻尿酸业务高速增长,盈利能力增强,我们调整了 21-23 年收入预测至 19.45、25.79、32.48 亿元人民币,对应的 EPS 分别为 2.67、3.67、4.50 元人民币,对应 22 年预测的 33 倍 PE,调整目标价至 145.32 港元,较现价有 52.49% 的涨幅空间,维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,595.50	1,324.43	1,944.77	2,578.51	3,248.00
同比增长 (%)	3.21%	-16.99%	46.84%	32.59%	25.96%
净利润	370.78	230.07	475.03	653.30	799.44
同比增长 (%)	-10.56%	-37.95%	106.47%	37.53%	22.37%
净利润率 (%)	23.24%	17.37%	24.43%	25.34%	24.61%
每股盈利 (元)	2.27	1.30	2.67	3.67	4.50
PE@95.30HKD	37.60	61.70	29.75	21.64	17.65

数据来源:公司公告、国元证券经纪(香港)预测

報告正文

眼科視光領域加速布局：

中國是近視大國，目前存在近視問題的患者已超過 6 億人，較其他發達國家，中國角膜塑形鏡行業仍處於發展的初期，19 我國角膜塑形鏡的行業滲透率僅為 1.05%，對標其他發達國家平均滲透率 5%，我國市場仍有較好的發展空間，預計 23 年我國的滲透率有望達到 2% 左右，總市場規模有望實現 237 億元。

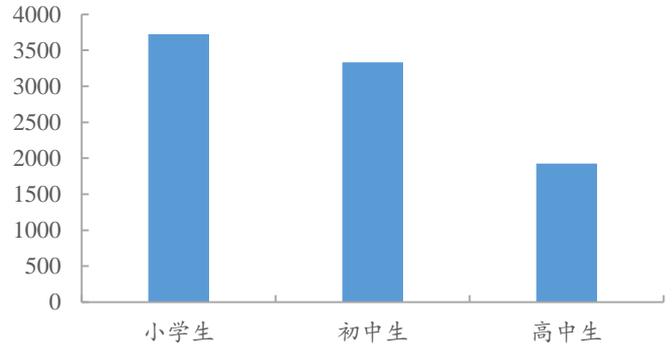
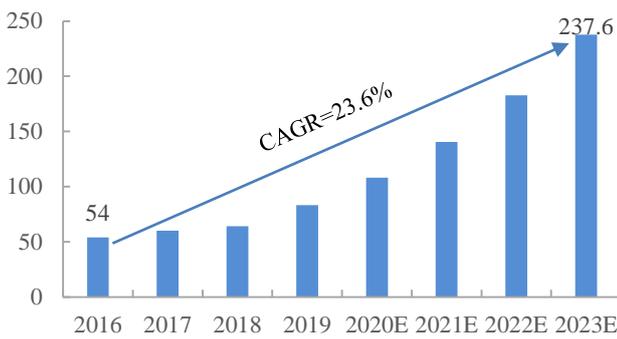
為布局近視領域，21 年的 3 月，昊海生科全資子公司昊海生物科技控股有限公司與亨泰光學股份有限公司、亨泰視視簽署《獨家經銷合同》，約定亨泰光學授予亨泰視視高端角膜塑形用硬性透氣接觸鏡產品（OK 鏡）“邁兒康 myOK”於中國大陸地區、期限為 10 年至 30 年 12 月 31 日的獨家經銷權，其透氧率高達 141，是中國大陸及台灣地區市場上透氧率最高的角膜塑形鏡產品，在佩戴過程中可以更為有效地維持角膜的健康，並在 19 年 9 月獲得國家藥監局的批准在大陸上市。產品透氧率優於市場上的產品有兩個好處，第一個是高透氧率的材料可以加速塑形；第二是兒童在晚上佩戴的時更好的透氧率有利於眼睛健康的維持。目前國內所有科學的具體的方向都指離焦量在一定固定的情況之下，有可能有效減緩近視加深的速度，過往的 OK 鏡的設計大概是一個固定的離焦量，在低（高）度數的時候，公司都可以透過非球面的設計實現優於現在市面上一般的離焦的度數，myOK 品牌可能可以有更優於市場經濟控制的效能。myOK 定位在中國所有的品牌中高端的位置，公司的產品對標 CRT、阿爾法等。

除此外，為青少年兒童提供視力防控的綜合解決性方案，昊海還獲得了亨泰視視兒童近視管理及控制的光學鏡片“貝視得”於中國大陸地區的獨家經銷權。貝視得將台灣亨泰光學集團近 50 年在接觸鏡研發上的先進設計理念轉移到大鏡片上，針對亞洲青少年兒童長時間用眼習慣和近視的誘因，獨創“精準驗光+個性定制”准醫療服務模式，作為橫空出世的新勢力品牌，與“豪雅”、“蔡司”龍頭品牌目前位列兒童近視矯正鏡片市場一線，已形成良性的競爭格局。其創造性的推出了近視遠視兩大系列，近視系列有全效型近視精準防控鏡片“全視護”和運動型近視控制鏡片“跳跳樂”；遠視系列有視覺成長型及治療弱視整合套餐的“暖暖視”。相較於其他市面上的離焦產品，貝視得近視管控鏡片左右兩邊鏡片為非對稱性離焦設計，能夠讓鏡片周邊的光線落在視網膜前方，形成近視離焦，從而有效控制眼軸增長；其也是市面上唯一一款可以自選離焦量的產品，可根據小朋友自己的視覺耐受性自選；除此外，通過將漸進多焦和周邊離焦設計相結合，可以有效矯正不良用眼習慣，減少近距離睫狀肌調節過度，進而避免周邊視力過度矯正。

昊海发展以共计人民币 2.5 千万元总投资款获得目标公司 55% 的股权，亨泰视觉成为昊海发展的控股子公司，纳入公司合并报表。亨泰视觉是亨泰光学为布局大陆市场于中国大陆设立的全资子公司，负责高端角膜塑形用硬性透气接触镜产品“迈儿康 myOK”及其他获授权产品于中国大陆地区的注册、推广及销售。**20 年亨泰实现收入 6.26 百万元，同比 19 年增长了 138.61%，增速较快。**

图 1: 16-23 年我国角膜塑形镜规模及预测 (亿元)

图 2: 18 年我国近视青少年人口数 (万人)



资料来源: 医疗器械行业协会、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

4月9日，昊海生物科技全资子公司昊海发展以4000万元认购河北鑫视康隐形眼镜有限公司新增注册资本，增资完成后，昊海发展将获得河北鑫视康60%的股权。河北鑫视康主要从事具有近视矫正功能的软性亲水接触镜产品的研发、生产及销售，已取得国家药监局批准的4项软性隐形眼镜产品的医疗器械注册证，包括日抛型及年抛型透明软性隐形眼镜、日抛型及年抛型彩色软性隐形眼镜。**此次认购有助于公司进一步充实视光产品线，加码布局软性隐形眼镜业，扩展兼具近视矫正及消费美妆属性的软性隐形眼镜产品。**公司在视光材料研发能力及周边离焦近视防控等技术方面积累相当充分的经验，可以有效借助河北鑫视康成熟的软性隐形眼镜生产工艺及规模化产能，帮助公司在研的带有近视控制功能的软性角膜接触镜等相关产品落地，加快公司这类产品的研发进程。**20 年和 21 年第一季度，河北鑫视康实现营业收入分别为 130.86 万元、95.55 万元。**

5月21日，昊海生物科技全资子公司 HaoHai Healthcare Holding 与 Contamac Holdings Limited 订立协议，拟收购 Contamac 9% 的权益，对价为 597.44 英镑，交易完成后公司的全资子公司将持有 Contamac 目标公司 79% 的权益。Contamac 是一家在英国注册成立的专门从事制造隐形眼镜及人工晶状体材料的公司，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，产品包括硅水凝胶材料、透气材料、亲水透镜材料以及疏水和亲水的眼内透镜材料，其自主研发的新一代高透氧角膜接触镜材料“Optimum Infinite”，是一种透氧率超过 180 Barrer 的角膜接触镜生产材料，也是目前全球透氧率最高的视光材料之一。

携手欧华美科与美国 Eirion，拓展消费端医美及肉毒毒素领域：

2月21日，昊海与欧华美科（天津）医学科技有限公司签署了控股投资的协议，以共计人民币2.05亿元持有欧华美科63.64%的股权，将其旗下EndyMed射频皮肤设备及仪器、镭科光电VCSEL激光芯片及设备，以及Bioxis组织填充剂等主要业务和产品纳入公司医美产品线，至此公司的医美业务延伸至消费美容端。

欧华美科自08年成立起就聚焦于全球专业生活美容及家用美容领域，创造了全球的生活美容+医疗美容全球最大规模的连锁模式。欧华美科控股以色列专注于射频美肤设备的上市公司EndyMed；还拥有自主知识产权的中国激光芯片及设备研发、生产，专注于独家激光美肤设备公司镭科光电；参股法国创新型生物材料研发公司股权Bioxis，其专注于玻尿酸及几丁糖生物医用材料。欧华美科拥有国际上较为领先的技术，在半导体激光、生物材料和射频领域均建立了国际领先的自主核心技术，并打造了多个核心产品，包括多元相控射频技术。

EndyMed专门生产射频设备，是全球第一个把医疗专业设备向家用化市场迈进的公司，特别NEWA产品是全球第一款家用射频颈部仪，是美国FDA历史上设立的第一个OTC家用治疗美容仪器，在17年的3月获批以后，打开了全球规模庞大的家用美妆仪器市场，射频紧肤美容仪在中国有很大的市场，18全网销售额就达到57亿，19年达到了78亿，据智研咨询最新数据预计，21年中国家用美容仪市场规模将接近100亿元，到26年将突破200亿元。公司的皮肤医学知识产权在家用科技美容仪器的增速每年都是在50%以上，区别于雅萌定位的美容护肤，NEWA价格设在1800-4600元，其颈部除皱适应症具有医疗知识产权的核心技术。公司拥有相控聚焦射频专利技术，EndyMed3D聚焦射频是能把射频聚焦到一个点上，能达到微创或者无创安全的目的，20年的1-9月份，聚焦射频项目的收入是人民币是7287万元。除此外，公司的明星产品还有黄金微针、家用的脱毛仪等，黄金微针指的是全球第一款在FDA和CFDA注册的介入式射频EndyMed Pro，从无创射频（不介入皮肤，通过皮肤表面的发射）到微创（点阵式射频进行痤疮疤痕磨削）到黄金微针（针进入皮下1-5毫米用于适应症的治疗），这个技术核心是用相控专利技术，使射频精确地聚焦到皮肤的某一个层次，临床适应症不仅限于解决毛孔粗大问题，还可以运用到有一些全球独特的适应症，例如无创的眼部射频，原本眼部是射频运用的禁忌，但EndyMed pro的眼部治疗临床适应症在美国和全球的多篇临床文献能替代85%的原手术；除了眼部，微创射频还可以用于皮肤疤痕的磨削，比如痤疮疤痕、产后疤痕，公司产品不单单能解决一些产后和重度的疤痕增生问题，目前还在中国申报临床适应症，用以解决腋臭问题，多汗症问题，目前相控专利技术在全球的产值超3300万美元，未来三年将有20%以上的市场增速。EndyMed已取得美国FDA、FDA-

OTC、欧盟 CE 认证、NMPA 等全球 16 个国家和地区的上市许可并在上述国家及地区进行销售，其中欧华美科拥有 EndyMed 产品在中国地区的独家经销权，直接持有 EndyMed 48.98% 的股权，EndyMed 为以色列上市公司，股票代码为 ENDY.TA，其 19 年度营收为 1.13 亿元，净利润 1203 万元，交易完成后，昊海将间接持有 EndyMed 31.17% 的股权，实现向医美光电设备的拓展。

镭科光电拥有全球独有的高能半导体激光芯片技术，主营业务为激光芯片及仪器设备的研发、生产及销售，其主要产品医疗激光器械设备主要是在皮肤医学领域的激光美肤设备和皮秒激光设备，皮秒技术是一个非常复杂的激光技术，用途较多，可以用来祛斑、减肥、治疗痤疮等，市场空间较大。镭科光电的垂直面激光器械的专利技术，意义在于能把现有所有的激光医疗设备小型化、长寿化以及多功能化，镭科生产的皮秒产品将极大的降低采购、制造及维护成本，使皮秒真正的形成医美的普及。镭科光电在 20 年 1-9 月份销售规模达到两千多万，主要是出口业务，产品目前已获得欧盟 CE 医疗器械认证，并于 37 个境外国家地区通过其自有销售团队上市销售，市场集中在欧洲。21 年 5 月在全球上市第一款女性的可视化的半导体无痛化的脱毛的家用产品，区别于飞利浦、松下产品，将要成为全球第一款通过手机和设备联用，形成基于半导体高能激光器，具有全球垄断性技术的家用仪器；有一款激光美肤产品已经获得欧盟的 CE 认证，预期将于 21 年底获得中国药监局的注册审批，在国内上市；皮秒激光设备已经在欧洲销售，正在申请 NMPA 上市许可，预期将 23 年在中国获批上市。欧华美科直接持有镭科光电 55% 的股权，镭科光电 19 年营收 4488 万元，净利润 737 万元，此次交易完成后，昊海生科将间接持有镭科光电 35% 的股份。

图 3：我国祛斑医美器械市场规模及增长



资料来源：华经产业研究院、国元证券经纪(香港)整理

公司还有一个核心的知识产权是来自于法国 Bioxis 创新生物材料公司，其有两个核心产品，一个是新一代的交联透明质酸，使透明质酸的物理特性达到面部填充塑形的要求；另一个是全球完全创新的生物材料，一款基于几丁糖的产品，目前

已经进入欧盟的动物实验，马上要进入临床阶段，今年也会依赖昊海生科的制造技术，把专利的全球第一款液体面膜，其通过体温交联技术涂到皮肤上，几分钟后交联成膜，用于敏感性皮肤的治疗和皮肤美白，能形成更规模庞大的家用生物材料的应用市场。Bioxis 自主研发、生产的 Cytosial 玻尿酸填充剂，采用了薄层交联专利技术，主要用于面部轮廓的注射填充，已在欧洲上市；目前还有 3 款在研玻尿酸产品正在中国进行临床试验和上市申请，预期将陆续于 21 年底至 22 期间获批上市，其中有两款产品目前中国尚无同类适应症产品上市。欧华美科与 Bioxis 签署了中国地区的《独家经销协议》，拥有上述玻尿酸产品于中国地区的独家经销权。目前正在研发的 MTI12 长效填充剂为一种生物多糖（几丁糖类）提取的生物材料，采用了体内自交联专利技术，即注射前为液态，注射入体内后交联为凝胶状态，维持阶段约为两年，处于申请临床试验阶段，获批上市后预期将成为首款长效、可降解组织填充用几丁糖产品，欧共体的临床试验需要观察一年到一年半的时间，获批在欧洲大概需要两年的时间，由于这个产品是创新产品，公司也会积极争取中国以创新医疗器械的方式实现中欧同报，目前数据显示它在体内的存留时间比较长，加上昊海在几丁糖领域的技术储备，未来是有望能够弥补透明质酸钠交联产品在体内存留时间相对较短的特点。Bioxis 公司 19 年收入 2822 万元，净利润-1094 万元，欧华持有 35.62% 的股权，有权在研发里程碑后以 600 万欧元行权并提升持股比例至 52.34%，此次交易，昊海将具有 Bioxis 新的透明质酸交联技术和在研的几丁糖技术，希望能在下一代的全球医美的填充市场上起到中长期降解和深层的塑形植入的目的。

在玻尿酸领域，昊海正在研发的一个完全无化学交联剂的无毒玻尿酸，临床实验已经正式启动，在玻尿酸上公司自有四款比较好的技术和产品，法国 Bioxis 的产品和技术对公司有很好的品牌补充，同时有助于产品管线的增强。

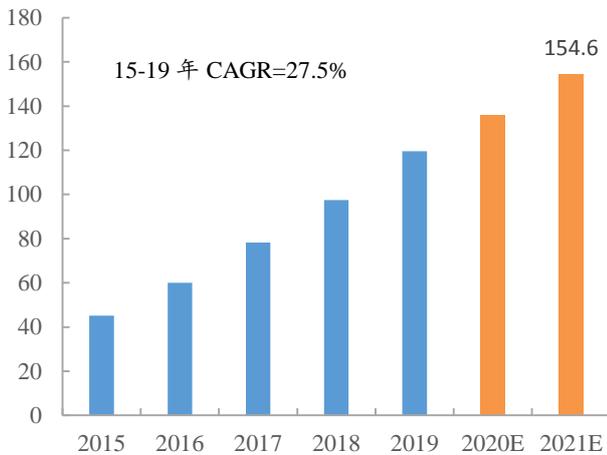
EndyMed、镭科光电的黄金微针、皮秒等产品，将皮肤通道打开，为防止皮肤感染过敏，后续需要愈合创口，设备用完以后，可以使用 Bioxis 或昊海原本自有的材料包括几丁糖、透明质酸钠来封闭打开的皮肤通道，最后再用昊海的表皮生长因子修复，一旦消费闭环形成，给昊海带来的收入规模将达到十亿级。

欧华的加入，双方在销售团队上采用境内外直销团队、电商团队，共享双方各自原有客户资源，将有助于双方在技术方面的积累转化为具有差异化特色的产品以满足消费者的个性化需求，提高运行效率和销售达成率。目前欧华有将近两百多人的销售团队，昊海有一百多人销售团队，这样的队伍在中国医美领域有很强的优势，后续也会有一定的淘汰、补充、培训、筛选，使得团队能够发挥出真正的专业性、竞争性和积极向上性，欧华美科有国际化背景，大部分产品销往海外，特别是欧美地区，资本化通路已经建立，同时有一个专业做网络推广的队伍，昊

海团队主要立足于基础医疗的生物材料创研，这两年在医疗美容机构的市场中建立了全国最大的这个团队，欧华美科互补的地方在于对于医疗美容之外的生活美容服务市场和家用美容市场有比较成熟的团队和营销方法。

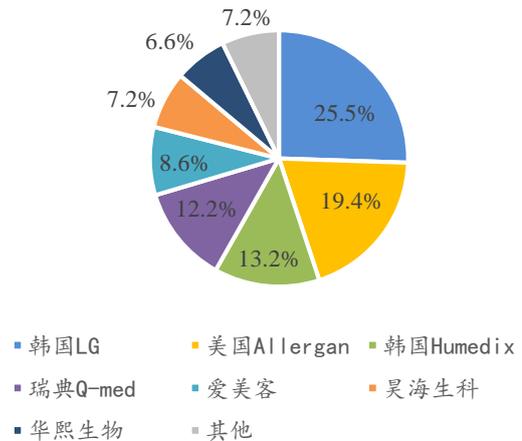
昊海的投资有效的填补了其和欧美同级别医疗美容设备领域的空白，由“医疗端”向“消费端”进行扩展，目前中国医疗美容机构有 27000 多家，却有二十万家生活美容服务机构，欧华快速发展的功能性护肤产品和美妆仪器拥有更大的市场，跟昊海创研的生物材料资源结合起来，通过欧华的生活美容渠道和家用端，把昊海的生物材料进入到更大规模的消费领域当中，双方将共同打造贯通医疗美容、生活美容及家用美容三大领域的产品组合，覆盖生物材料、仪器设备以及护肤品三大品类的完整业务矩阵，向下游客户提供不同的产品组合，满足多元化的市场需求。技术研发方面，此次合作有助于进一步补充和丰富昊海核心多糖交联技术，形成了差异化产品定位，并通过多元相控射频技术、垂直腔面发射半导体激光技术增强公司创新研发能力。

图 4：中国玻尿酸市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

图 5：18 年我国透明质酸填充销售额市场竞争格局



资料来源：SFDA、国元证券经纪（香港）整理

21 年 3 月，昊海与美国 Eirion 签订协议，以 3100 万美元认购 Eirion 新发行的 A 轮优先股，持有 Eirion 约 13.96% 股权，Eirion 授权昊海生科外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、注射用 A 型肉毒毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02 在中国大陆、香港及澳门特别行政区、台湾地区的独家研发、销售、商业化（包含分装及包装）许可，许可协议的预付款为 800 万美金。

Eirion 是一家位于美国波士顿地区的生物医药研发公司，目前主要从事 A 型肉毒毒素产品(ET-01/AI-09)及小分子药物产品 (ET-02) 的产品研发工作，其中 ET-01 为创新外用涂抹型肉毒毒素，目前国内还未有同类产品上市。近年来全球肉毒毒素市场发展快速，中国肉毒毒素医美市场呈现高增长、高壁垒特征，据新氧白皮

书统计的数据显示 2019 年肉毒毒素市场规模占国内注射医美市场比例 32.67%，同比增速高达 90.56%，但肉毒毒素在国内医用市场仍是空白。以保妥适为例，其肉毒毒素 19 年医美用途销售额为 16.63 亿美元，医用用途销售额达到了 21.28 亿，对比来看，肉毒毒素医用市场仍有很大的可发展空间。

从治疗领域分类来看，医美用肉毒毒素已从最早的眉间纹的除皱治疗，逐渐推广到鱼尾纹和额纹等面部上 1/3 的皱纹治疗；在医用治疗领域，肉毒毒素也已经从运动障碍病扩展到多汗症、肢体痉挛、疼痛、自主神经功能障碍等领域。目前市面上肉毒毒素知名品牌保妥适 Botox 目前被美国 FDA 批准注册的“医美+医用”适应症就有 11 种。此次纳入昊海生科医美版图的 Eirion 在研肉毒毒素覆盖“医美+医用”两大领域，覆盖鱼尾纹及腋下多汗症等多个治疗领域。

ET-01 是外用型涂抹式 A 型肉毒毒素产品，采用纳米微乳液技术包裹 A 型肉毒毒素分子，通过独特的无痛微针对皮肤进行预处理将包含肉毒毒素分子的乳液制剂通过局部按摩的手法导入表皮组织，肉毒毒素分子再逐级渗透和缓释释放到目标肌肉组织；通过将微针皮肤预处理和乳液制剂相结合的方法，可以解决传统肉毒毒素肌肉注射产生的疼痛问题，降低医美机构对注射医师的依赖，同时拓展因不能接受侵入式治疗方法的消费人群。区别于其他微针研究的药物，目前为止没有一款新药用微针给药是被美国 FDA 批准，因为这些药的研发技术难度相当，合作伙伴微球技术已申请好几个专利，技术成功的几率很高。目前，ET-01 鱼尾纹/腋下多汗症 IIa 期临床试验已完成，现有临床试验结果显示，ET-01 的潜在的整体疗效可能与可注射的对照产品相当，疗效持续时间可能更长。目前，Eirion 正在准备 ET-01 鱼尾纹 IIb 临床试验，预计将于 25 年在美国获批上市，同时，当 ET-01 鱼尾纹/腋下多汗症进入美国 III 期临床试验时，公司拟将在中国境内同时开展第三期临床试验，适应症腋下多汗症预计 26 年美国上市。

AI-09 是一款经典的注射型 A 型肉毒毒素产品，市面上已经有多款类似产品在研发使用当中，相较于其他产品它拥有三个不同特点，其一，经过微球包裹，具有缓释的作用；其二，可以常温运输；其三，没有添加任何外援的稳定剂，相比于现有已上市 A 型肉毒毒素产品普遍采用的冻干粉剂型，临床使用上更为简便。预计将于 25 年在美国获批上市，同时拟将在中国境内同步开展注册申报工作。

ET-02 是一种直接针对毛囊干细胞的小分子药物，可防止毛囊干细胞老化缺陷的生成或者逆转老化缺陷，从而治疗脱发、白发等症状，是一个全新的分子机制，目前还没有进入临床，目前进行的是进行 ET-02 脱发、白发适应症的临床前研究工作，但非常多的动物实验显示的这个产品的有效性，预计将于 2022 年提交美国 FDA 的临床试验申请（IND），预计 27 年上市。

和欧华美科、Eirion 这两家公司的合作使得昊海成为了一家在从射频设备、皮肤填充物、玻尿酸系列产品、外用和内用肉毒毒素到生发、脱发全产品线的公司，改变了原来单纯只做玻尿酸产品线的特点，这两次并购使得公司在医美渠道上得到了强化，产品线上得到了优化和丰富，打开了国际平台，公司产品、中国的技术得以向海外输出。

图 6：中国正规肉毒毒素市场规模及增速



图 7：18 年我国正规肉毒毒素市场竞争格局



资料来源：艾媒咨询、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：艾媒咨询、IQVIA、国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，目标价 145.32 港元：

公司持续布局眼科医美黄金赛道，玻尿酸业务高速增长，盈利能力增强，我们调整了 21-23 年收入预测至 19.45、25.79、32.48 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 2.67、3.67、4.50 元人民币，对应 22 年预测的 33 倍 PE，调整目标价至 145.32 港元，较现价有 52.49% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

研发不及预期；

收购项目带来潜在财务风险；

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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	1,595.50	1,324.43	1,944.77	2,578.51	3,248.00
销售成本	-364.00	-334.00	-388.95	-460.26	-579.77
毛利	1,231.50	990.43	1,555.82	2,118.25	2,668.24
其他收入	4.45	2.29	4.45	4.45	4.45
分销开支	-544.13	-555.73	-734.42	-983.49	-1,251.23
行政费用	-268.99	-216.76	-318.29	-422.01	-531.58
经营盈利	285.93	81.22	364.75	570.49	739.14
财务开支	62.03	103.55	103.55	103.55	103.55
应占联营公司利润					
其他开支	39.82	35.98	39.33	39.33	39.33
税前盈利	434.35	257.02	543.91	749.65	918.30
所得税	-57.97	-30.69	-72.61	-100.08	-122.59
少数股东应占利润	5.60	-3.73	-3.73	-3.73	-3.73
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	370.78	230.07	475.03	653.30	799.44
折旧及摊销	115.43	132.87	159.45	191.33	229.60
EBITDA	401.36	214.09	524.20	761.82	968.74
增长					
总收入 (%)	3.21%	-16.99%	46.84%	32.59%	25.96%
EBITDA (%)	-12.77%	-46.66%	144.85%	45.33%	27.16%
净利润 (%)	-10.56%	-37.95%	106.47%	37.53%	22.37%

资产负债表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	944.51	1,327.89	2,161.77	3,199.00	4,392.34
其他短期投资	2,278.00	1,764.72	1,976.48	2,213.66	2,479.30
应收账款	482.88	396.12	494.41	557.19	596.59
存货	239.99	255.13	224.78	178.81	135.14
其他流动资产	0.00	50.96	50.96	50.96	50.96
流动资产	3,945.38	3,809.96	4,908.40	6,199.63	7,654.33
固定资产	895.07	978.02	1,007.36	1,037.58	1,068.71
商誉及无形资产	980.82	817.65	850.35	884.36	919.74
土地使用权	0.00	174.56	87.28	43.64	21.82
其他非流动资产	330.61	518.53	519.17	519.82	520.47
非流动资产	2,206.50	2,488.75	2,464.16	2,485.40	2,530.73
总资产	6,151.87	6,298.71	7,372.56	8,685.03	10,185.06
流动负债	359.97	433.76	433.86	431.45	428.80
应付帐款及票据	36.79	28.03	28.31	28.60	28.88
短期银行贷款	25.71	87.71	83.32	79.16	75.20
其他短期负债	263.32	285.10	290.80	296.62	302.55
非流动负债	138.55	130.70	131.72	132.79	133.91
长期银行贷款	24.00	20.37	21.39	22.46	23.58
其他负债	114.55	110.326	110.326	110.326	110.326
总负债	498.52	564.46	565.58	564.24	562.71
少数股东权益	198.57	243.494	243.494	243.494	243.494
股东权益	5,653.35	5,734.25	6,806.98	8,120.79	9,622.35

财务分析

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	77.19%	74.78%	80.00%	82.15%	82.15%
EBITDA 利率 (%)	25.16%	16.16%	26.95%	29.55%	29.83%
净利率 (%)	23.24%	17.37%	24.43%	25.34%	24.61%
ROE	6.56%	4.01%	6.98%	8.04%	8.31%
ROA	6.03%	3.65%	6.44%	7.52%	7.85%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16.86%	16.37%	16.37%	16.37%	16.37%
实际税率 (%)	13.35%	11.94%	13.35%	13.35%	13.35%
股息支付率 (%) 含优先股)	25.04%	53.92%	31.34%	27.34%	26.81%
库存周转天数	219.41	270.53	225.17	160.03	98.83
应付账款天数	36.89	30.63	26.57	22.68	18.18
应收账款天数	110.47	109.17	92.79	78.87	67.04
财务状况					
资产负债率	8.10%	8.96%	7.67%	6.50%	5.52%
收入/总资产	0.26	0.21	0.26	0.30	0.32
总资产/股本	1.09	1.10	1.08	1.07	1.06

现金流量表

百万元人民币，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	370.78	230.07	475.03	653.30	799.44
折旧与摊销	115.43	132.87	159.45	191.33	229.60
营运资本变动	-64.29	66.91	76.95	88.49	101.76
其他非现金调整	-73.01	-167.78	-20.13	-2.42	-0.29
营运现金流	348.91	262.07	691.29	930.71	1,130.51
资本开支	-399.30	-195.86	-199.78	-203.77	-207.85
其他投资活动	-736.44	512.78	524.86	537.22	549.90
投资活动现金流	-1,135.74	316.92	325.08	333.45	342.05
负债变化	-26.63	-2.92	-15.81	-30.37	-46.81
股本变化	1,539.06	-50.95	0.00	0.00	0.00
股息	92.84	124.05	148.85	178.62	214.35
其他融资活动	-27.04	-12.14	-12.26	-12.39	-12.51
融资活动现金流	1,392.55	-190.06	-176.93	-221.39	-273.67
汇率变动影响	3.16	-5.55	-5.55	-5.55	-5.55
现金变化					
期初持有现金	335.63	944.51	1,327.89	2,161.77	3,199.00
期末持有现金	944.51	1,327.89	2,161.77	3,199.00	4,392.34

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>