

吳海生物科技(6826 HK)

雙引擎助力業務增長

❖ **2017 上半年公司業務與預期一致。**2017 上半年公司收入大幅增長 62.3%至 6.05 億人民幣，收入增長受益於 2016 下半年眼科併購業務以及公司主要產品內生增長。公司四個業務板塊中，骨科業務同比增長 1%，美容整形和創面護理業務同比增長 33.2%，眼科業務受益於併購同比增長 486%，防黏連和止血產品同比增長 13%。公司毛利率受到低毛利的併購業務影響，下跌 4.3 個百分點至 79%，銷售開支隨著收入同比增長 64.3%，行政開支同比增長 160.9%，新增併購公司行政開支以及併購產生的無形資產攤銷導致行政費用上升。經營利潤率下跌 7.3 個百分點至 32.6%，核心淨利潤同比增長 18.2%至 1.79 億人民幣，核心淨利率同比下跌 11 個百分點至 29.6%。儘管上半年公司個別產品銷售增減不一，且英國業務於 6 月份才完成收購，公司收入和核心淨利潤分別達到了我們全年預期的 45%和 48%。我們認為公司上半年業績基本符合預期。

❖ **新的增長引擎：眼科業務。**眼科業務成功併購後，眼科成為公司最大的業務板塊，2017 上半年貢獻收入佔總收入的 37.3%。管理層表示，新收購的人工晶狀體和眼科原材料業務上半年錄得 30%多的內生增長，增速與國內白內障手術例數增速基本一致。公司對新收購公司的整合在有條不紊地進行中，相信未來收購業務會為公司貢獻更多的利潤。

❖ **整形美容和創面護理業務維持增長動力。**公司第二代玻尿酸產品嬌蘭今年 2 月份上市，實現收入 1000 萬人民幣左右，“嬌蘭”的定位比“海薇”更高端。兩款玻尿酸產品上半年共錄得收入 1.07 億人民幣。管理層表示儘管國內玻尿酸市場競爭越發激烈，上半年公司兩款產品仍取得較為滿意的成績。兩款產品定價上有差異，且功能上互補，未來能夠給公司帶來更多的增長動力。

❖ **骨科業務增長疲弱。**作為公司曾經主要的增長產品玻璃酸鈉注射液，現面臨一個嚴峻的市場環境，產品受制於醫保控費控量限制以及臨床醫生操作技術限制。醫用幾丁糖是國內唯一以三類醫療器械註冊的關節軟骨保護劑，該產品過去由於沒有納入醫保及收費目錄增速受限，現公司積極推進拓展各省的收費目錄補增工作。公司將繼續擴大骨科產品在關節保護劑行業的市場份額，同時增加產品的市場滲透率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	664	851	1,344	1,660	1,940
核心淨利潤 (百萬人民幣)	249	304	376	448	533
核心 EPS (人民幣)	1.69	1.90	2.35	2.80	3.33
EPS 變動 (%)	10.8	11.9	23.8	19.3	18.8
市盈率 (x)	20.2	18.1	14.6	12.2	10.3
市帳率 (x)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
股息率 (%)	1.2	1.5	1.7	2.0	2.4
權益收益率 (%)	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$53.20
(前目標價)	HK\$53.20)
潛在升幅	+38.0%
當前股價	HK\$38.55

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	6,170
3 個月平均流通(百萬)	2.4
52 周內高/低(港元)	46.50/33.95
總股本(百萬)	40.0

資料來源：彭博

股東結構

Jiang Wei	47.3%
Management & core R&D team	15.5%
Free float	25.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-7.4%	-9.9%
3 月	-11.5%	-18.7%
6 月	2.0%	-13.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.3healthcare.com

❖ **收購完成後行政費用大幅上升。**自 5 個收購項目完成後，公司上半年行政開支同比增長 160.9% 至 4000 萬人民幣左右。管理層表示新增開支主要來自：1) 併購公司行政開支 1500 萬左右，2) 併購專案無形資產攤銷 1000 萬，3) 由於併購專案產生的專業機構諮詢費用。隨著英國收購專案於 6 月份完成，管理層預計全年無形資產攤銷在 2600 萬左右，我們認為公司未來將維持現在的行政開支水準。

❖ **更多的收購兼併專案。**截至 2017 年 6 月底，公司仍有 17 億人民幣現金在手，公司有意向繼續尋求收購專案。管理層表示將繼續在眼科領域尋找收購標的，如眼科藥物或眼科治療設備等，打造公司眼科全產業鏈業務。

❖ **維持買入評級，目標價不變 53.2 港元。**我們看好昊海的雙引擎增長動力：公司眼科業務以及美容整形和創面護理業務，我們相信昊海的眼科產品將在國內眼科市場增加滲透率並獲得更多的市場份額，同時公司其他業務保持強勁增速。我們相信公司目前的股價被市場低估，維持買入評級，目標價不變 53.2 港元，我們的目標價代表著 2017/2018 年預測市盈率 14.6 倍/12.2 倍，較目前股價仍有 38% 的上浮空間。

圖 1: 盈利預測變動

	1H16 百萬元人民幣	1H17 百萬元人民幣	按年變動
骨科產品	135	136	1.0%
玻璃酸納注射液	98	93	-5.5%
醫用幾丁糖	37	44	18.0%
整形美容與面護理產品	96	128	33.2%
玻尿酸產品	80	107	33.9%
重組人表皮生長因數	16	21	29.6%
眼科產品	38	225	486.0%
眼科黏彈劑產品	37	41	11.5%
人工晶狀體及視光材料	1	5	350.6%
其他	0	178	N/A
防黏連及止血產品	100	113	13.0%
醫用幾丁糖	58	69	20.5%
醫用透明質酸納凝膠	34	35	1.7%
膠原蛋白海綿	9	9	7.6%
其他	3	3	-16.1%
總收入	373	605	62.3%
銷售成本	(62)	(127)	104.4%
毛利	311	478	53.8%
其他收入及收益	17	31	75.9%
分銷成本	(130)	(213)	64.3%
行政開支	(25)	(66)	160.9%
研發及其他開支	(24)	(32)	32.0%
經營溢利	149	197	32.6%
分占聯營公司利潤	0	0	-100.0%
非經營性項目	0	(3)	N/A
淨財務收入	29	28	-3.3%
稅前利潤	178	222	24.7%
所得稅開支	(27)	(35)	33.1%
非控股權益	0	(11)	N/A
淨利潤	152	176	16.0%
核心淨利潤	151	179	18.2%
毛利率	83.3%	79.0%	-4.3%
經營利潤率	39.9%	32.6%	-7.3%
核心淨利率	40.6%	29.6%	-11.0%

資料來源：招銀國際研究預測

圖 2: 同業估值比較

公司	代號	股價		市值	市盈率(倍)			市帳率(倍)			EV/EBITDA(倍)			權益收益率(%)		
		港元	百萬港元		FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
昊海生物科技	6826	38.55	6,170		18.1	14.6	12.2	1.9	1.7	1.5	10.6	7.9	6.1	10.5	11.7	12.6
醫療器械																
山東威高	1066	6.25	27,977		18.5	16.3	14.6	1.8	1.8	1.7	10.9	9.8	8.5	9.8	12.3	11.9
先健科技	1302	6.99	10,108		76.1	34.4	24.1	3.3	3.6	3.4	17.1	N/A	N/A	4.4	8.2	12.2
微創醫療	853	1.73	7,481		46.2	44.2	31.7	8.3	5.6	4.6	59.7	24.8	17.2	27.8	14.7	17.3
華熙生物科技	963	14.60	5,328		16.6	16.4	13.6	2.4	2.6	2.2	11.6	9.1	7.0	16.6	17.4	17.4
現代牙科集團有限公司	3600	2.80	2,800		27.9	14.2	12.2	1.6	1.4	1.3	11.9	8.1	6.7	5.6	11.2	12.1
普華和順	1358	1.60	2,510		12.2	8.4	7.9	1.2	0.8	0.7	8.0	N/A	N/A	8.4	10.0	9.7
春立醫療	1858	12.18	842		12.2	7.6	6.3	1.6	1.2	1.0	6.8	N/A	N/A	14.0	16.2	16.9
			平均		30.0	20.2	15.8	2.9	2.4	2.1	18.0	13.0	9.9	12.4	12.9	13.9
醫藥																
石藥集團	1093	12.22	73,980		23.5	27.2	21.8	5.0	6.3	5.3	14.9	17.6	14.0	22.3	24.0	25.4
中國生物製藥	1177	6.87	50,922		21.2	22.8	20.2	4.6	4.3	3.6	10.7	12.4	10.7	23.0	22.3	20.8
麗珠集團	1513	42.60	29,253		30.1	14.4	16.5	3.8	2.1	1.9	19.5	13.9	11.7	14.5	17.2	12.2
三生製藥	1530	10.76	27,317		24.1	25.8	19.8	2.6	3.1	2.7	16.7	17.7	13.8	11.7	12.9	14.8
綠葉製藥	2186	3.96	13,151		15.3	10.6	9.4	2.1	1.5	1.3	11.9	8.0	6.7	14.7	14.8	14.8
石四藥集團	2005	3.62	10,281		14.3	16.8	13.9	2.6	3.3	2.8	9.2	N/A	N/A	19.3	20.8	21.1
聯邦製藥	3933	6.09	9,908		N/A	21.7	17.2	1.4	1.6	1.4	13.1	6.5	5.4	-4.9	7.2	8.2
東陽光藥	1558	18.96	8,570		16.5	14.3	11.6	2.5	2.5	2.2	10.9	9.6	7.5	16.5	18.5	19.7
復旦張江	1349	4.01	3,701		38.6	19.5	16.9	6.3	3.2	2.8	28.5	13.1	10.4	17.6	16.0	15.9
東瑞製藥	2348	4.66	3,698		12.6	10.3	7.5	2.0	1.7	1.5	7.3	N/A	N/A	17.1	N/A	N/A
李氏大藥廠	950	6.20	3,660		14.7	13.0	11.7	2.3	2.0	1.7	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
			平均		21.1	17.9	15.1	3.2	2.9	2.5	13.8	12.3	10.0	15.3	17.1	17.2
			平均(醫療器械及醫藥)		24.7	18.8	15.4	3.1	2.7	2.3	15.4	12.5	10.0	14.2	15.4	15.9

資料來源：招銀國際研究預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	663.9	851.2	1,343.8	1,660.5	1,940.1
骨科產品	284.0	287.3	324.4	376.9	442.4
整形美容與創面護理					
眼科					
防粘連及止血					
其他	6.1	7.6	8.3	8.9	9.6
銷售成本	(105.1)	(141.6)	(287.4)	(359.9)	(411.6)
毛利	558.8	709.6	1,056.4	1,300.5	1,528.5
其他收益	31.7	28.2	38.2	47.5	55.0
銷售費用	(242.1)	(287.8)	(448.6)	(549.8)	(640.1)
行政費用	(58.9)	(90.2)	(140.6)	(172.3)	(200.6)
研發開支	(35.3)	(47.3)	(73.0)	(91.2)	(106.0)
其他開支					
息稅前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
應佔聯營公司利潤	0.3	1.2	-	-	-
淨財務收入 / (支出)	38.3	58.3	47.9	43.9	48.7
非經常性收入	28.7	1.7	-	-	-
稅前利潤	320.6	365.9	476.7	574.6	680.4
所得稅	(47.3)	(55.3)	(71.5)	(86.2)	(102.1)
非控制股東權益	0.2	(5.6)	(29.4)	(40.1)	(45.8)
淨利潤	273.5	305.1	375.8	448.3	532.5
核心淨利潤	249.1	303.6	375.8	448.3	532.5
息稅折攤前收益	316.5	337.9	453.2	551.6	654.5

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流動資產	449.9	1,205.2	1,491.4	1,565.4	1,638.4
物業、廠房及設備	431.0	544.7	628.2	714.6	799.9
無形資產	3.3	295.4	283.1	270.8	258.4
商譽	-	292.1	292.1	292.1	292.1
其他非流動資產	15.6	73.0	288.0	288.0	288.0
流動資產	2,372.1	2,488.2	2,536.8	2,868.8	3,286.0
現金及現金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2
應收貿易款項	91.3	235.2	252.6	296.6	328.3
存貨	78.1	118.0	229.9	280.8	312.8
其他流動資產	24.9	124.8	56.1	67.1	74.8
流動負債	141.0	536.2	545.8	557.4	581.3
銀行貸款	-	26.7	24.0	21.6	19.4
應付貿易賬款	117.1	462.1	466.6	474.9	484.1
其他流動負債	23.9	47.4	55.1	60.9	77.8
非流動負債	15.5	171.4	171.4	171.4	171.4
其他應付貿易賬款	-	75.6	75.6	75.6	75.6
其他非流動負債	15.5	95.8	95.8	95.8	95.8
淨資產總值	2,665.4	2,985.9	3,311.0	3,705.5	4,171.7
少數股東權益	3.5	81.9	111.3	151.4	197.2
股東權益	2,661.9	2,904.0	3,199.7	3,554.1	3,974.5

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
折攤和攤銷	34.0	35.8	53.9	61.0	68.6
營運資金變動	(16.9)	(58.1)	(106.1)	(47.6)	(62.3)
稅務開支	(24.7)	(33.2)	(63.7)	(80.4)	(85.2)
其他	22.6	5.3	0.5	0.4	0.4
經營活動所得現金淨額	268.5	254.5	313.2	464.1	553.2
資本開支	(70.1)	(75.7)	(125.1)	(135.1)	(141.7)
收購子公司	3.2	(242.2)	(165.0)	(49.9)	-
其他	(82.3)	(1,193.4)	47.9	43.9	48.7
投資活動所得現金淨額	(149.3)	(1,511.2)	(242.2)	(141.1)	(92.9)
債務變化	-	0.4	(2.7)	(2.4)	(2.2)
發行新股	1,804.2	-	-	-	-
派息	(49.7)	(58.6)	(80.0)	(93.9)	(112.1)
利息開支	-	(0.2)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
融資活動所得現金淨額	1,754.6	(58.4)	(83.1)	(96.8)	(114.6)
現金淨變動	1,873.8	(1,315.2)	(12.1)	226.3	345.7
年初現金及現金等值物	160.0	2,037.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5
匯兌差額	4.0	2.6	-	-	-
定期存款	140.0	1,285.0	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
骨科產品	42.8	33.7	24.1	22.7	22.8
整形美容與創面護理	18.4	26.4	25.4	26.8	28.3
眼科	10.9	14.1	32.3	34.2	33.3
防粘連及止血	27.0	24.8	17.5	15.8	15.1
其他	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	84.2	83.4	78.6	78.3	78.8
息稅折攤前利潤率	47.7	39.7	33.7	33.2	33.7
稅前利潤率	48.3	43.0	35.5	34.6	35.1
淨利潤率	41.2	35.8	28.0	27.0	27.4
核心淨利潤率	37.5	35.7	28.0	27.0	27.4
有效稅率	14.8	15.1	15.0	15.0	15.0
增長（%）					
收入	28.7	28.2	57.9	23.6	16.8
毛利	24.2	27.0	48.9	23.1	17.5
息稅折攤前利潤	34.8	6.7	34.2	21.7	18.7
經營利潤	19.6	20.3	40.7	23.8	19.0
淨利潤	49.0	11.5	23.2	19.3	18.8
核心淨利潤	35.7	21.9	23.8	19.3	18.8
資產負債比率					
流動比率（x）	16.8	4.6	4.6	5.1	5.7
平均應收賬款周轉天數	42.3	70.0	66.2	60.4	58.8
平均應付賬款周轉天數	23.6	31.6	23.5	17.9	17.1
平均存貨周轉天數	268.2	252.7	220.9	258.9	263.2
淨負債 / 權益比率（%）	Net cash	Net cash	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
資產回報率	9.7	8.3	9.3	10.1	10.8
每股數據					
每股盈利（人民幣）	1.86	1.91	2.35	2.80	3.33
核心每股盈利（人民幣）	1.69	1.90	2.35	2.80	3.33
每股股息（港元）	0.40	0.50	0.59	0.70	0.83
每股帳面值（人民幣）	16.63	18.14	19.99	22.21	24.83

來源：公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。