

昊海生物科技 (6826 HK)

上半年增速放缓

2019上半年公司两大增长引擎眼科与医美整形产品均录得疲弱增长，因此我们将昊海2019/2020年的收入预测下调4.5%/9.8%，预计2018-21年公司的销售/净利润复合年增长率分别为9.5%/12%。下调12个月目标格至45.2港元，评级降至「持有」。

- **2019上半年业绩疲弱。**昊海上半年录得收入7.806亿元（人民币，下同），同比增长2.6%，其中眼科产品同比增长7.8%，骨科产品增长15.9%，医美整容和创面护理同比下跌13.2%，防粘连及止血产品下跌6%。由于高利润率产品玻尿酸皮肤填充剂收入减少，上半年毛利率下跌2.7个百分点至76.5%。公司推出人工晶状体新产品，研发费用亦因此增加。整体净利润率下降4.4个百分点至23.4%，净利润同比下降13.6%至1.826亿元。
- **玻尿酸填充剂产品竞争激烈。**我们认为中国玻尿酸填充剂市场竞争加剧，因1) 迄今为止已有25种玻尿酸填充剂获得国家药品监督管理局批文，以及2) 小型企业展开价格战。昊海的玻尿酸产品出厂价或继续承压，预计利润率将下跌。昊海的重组人表皮生长因子「康合素」在上半年录得20.4%的强劲增长，并成为国内市场的第二大企业。由于生产瓶颈已消除，我们相信康合素可保持稳定增长。
- **眼科增速放缓。**眼科业务增长率仅为7.8%，主要原因是人工晶体销量增长疲弱。政府在上半年暂停了一些医院的白内障免费筛查活动，只是暂时的规范，预计将于2019年下半年恢复医院筛查活动。此外，人工晶体在安徽省最近的器械带量采购中有约20%价格降幅。我们认为，由于器械集采管制趋紧，人工晶体中标价可能面临压力，目前降价幅度尚能消化。
- **将FY19/20E收入预期下调4.5%/9.8%。**我们调低了眼科和美容医疗产品的增长预期，并将FY19/20E总收入预测下调了4.5%/9.8%。我们提高利息收入，预计公司将从科创板筹资资金。因此，我们将FY19/20E净利润调低1%/1.5%。
- **下调至持有，新目标价45.20港元。**我们根据DCF模型得出新的目标价45.20港元，模型更新至FY19E。昊海目前估值为FY19E预测市盈率14.1倍，我们的新目标价对应15.99倍FY19E市盈率。
- **催化剂：1) 成功在上海证券交易所科创板上市，2) 良好收购。**

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	1,345	1,546	1,698	1,858	2,030
同比增长(%)	58	15	10	9	9
净利润(百万元人民币)	370	415	420	506	574
每股盈利(元人民币)	2.31	2.59	2.49	2.85	3.22
每股盈利变动(%)	22.0	11.9	-4.0	14.4	13.3
市盈率(倍)	15.1	13.5	14.1	12.3	10.9
市帐率(倍)	1.8	1.6	1.0	1.0	0.9
股息率(%)	1.4	1.4	1.8	2.0	2.3
权益收益率(%)	11.6	11.5	7.9	8.8	9.2
净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

持有 (下调)

目标价	HK\$45.20
(此前目标价)	HK\$62.80
当前股价	HK\$39.80
潜在升幅	+13.6%

中国医药行业

葛晶晶

(852) 3761 8778
abcd@cmbi.com.hk

武煜

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	6370
3月平均流通量(百万港元)	4.7
52周内股价高/低(港元)	61.80/34.05
总股本(百万)	160

资料来源：彭博

股东结构

管理层	48.77%
机构投资	15.28%
流通股	35.95%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.2%	9.4%
3-月	-13.9%	-3.7%
6-月	10.3%	14.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

请登录2019年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

图 1：盈利预测变化

	1H18 Rmb mn	1H19 Rmb mn	YoY Change
眼科产品	319.2	344.0	7.8%
人工晶状体及视光材料	263.3	288.5	9.5%
眼科黏弹剂产品	49.2	50.0	1.6%
其他	6.6	5.6	-15.5%
骨科产品	145.7	168.9	15.9%
玻璃酸钠注射液	97.7	117.2	20.0%
医用几丁糖	48.0	51.6	7.5%
整形美容与面护理产品	177.1	153.7	-13.2%
玻尿酸产品	147.8	114.3	-22.6%
重组人表皮生长因数	29.3	39.4	34.6%
防黏连及止血产品	101.6	95.5	-6.0%
医用几丁糖	53.0	48.1	-9.2%
医用透明质酸钠凝胶	39.8	37.3	-6.2%
胶原蛋白海绵	8.7	10.0	14.2%
其他	17.5	18.5	5.6%
总收入	761.1	780.6	2.6%
销售成本	(158.3)	(183.6)	16.0%
毛利	602.7	597.0	-0.9%
其他收入及收益	30.8	39.0	26.5%
分销成本	(254.0)	(249.8)	-1.6%
行政开支	(108.2)	(109.4)	1.1%
研发及其他开支	(41.3)	(68.3)	65.5%
经营溢利	230.1	208.5	-9.4%
分占联营公司利润	1.1	18.2	1485.2%
非经营性项目	1.4	3.2	135.7%
净财务收入	33.0	(2.3)	N/A
税前利润	265.6	227.5	-14.4%
所得税开支	(37.3)	(31.0)	-16.9%
非控股权益	(16.9)	(13.9)	-17.7%
净利润	211.4	182.6	-13.6%
核心净利润	210.3	179.8	-14.5%
毛利率	79.2%	76.5%	-2.7%
经营利润率	30.2%	26.7%	-3.5%
核心净利率	27.8%	23.4%	-4.4%

资料来源：公司及招银国际证券预测

图 2：盈利预测变化

	2019			2020		
	Old	New	Change	Old	New	Change
	Rmb mn	Rmb mn		Rmb mn	Rmb mn	
骨科产品	337.9	334.9	-0.9%	386.2	361.3	-6.4%
整形美容与创面护理	371.1	378.3	1.9%	445.3	424.8	-4.6%
眼科	805.1	733.4	-8.9%	937.0	806.7	-13.9%
防粘连及止血	222.9	209.9	-5.8%	248.6	220.2	-11.4%
其他	40.5	41.2	1.9%	43.7	45.3	3.5%
收入	1,778	1,697.8	-4.5%	2,060.8	1,858.4	-9.8%
销售成本	(420.2)	(394.9)	-6.0%	(485.3)	(434.0)	-10.6%
毛利	1,357.3	1,302.9	-4.0%	1,575.5	1,424.4	-9.6%
其他收益	54.4	56.8	4.4%	63.4	64.6	1.9%
销售费用	(545.7)	(532.7)	-2.4%	(617.2)	(559.3)	-9.4%
行政费用	(256.6)	(250.6)	-2.4%	(290.3)	(263.1)	-9.4%
研发开支	(97.1)	(101.9)	4.9%	(112.9)	(115.2)	2.1%
其他开支	(11.3)	(11.3)	0.0%	(12.5)	(12.5)	0.0%
经营利润	501.0	463.2	-7.5%	606.1	538.9	-11.1%
净财务收入	(1.6)	45.6	N/A	(1.5)	74.6	N/A
非经营性收入	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
应占联营公司利润	0.0	20.0	N/A	0.0	20.0	N/A
税前利润	499.4	528.8	5.9%	604.7	633.6	4.8%
所得税开支	(74.9)	(79.3)	5.9%	(90.7)	(95.0)	4.8%
非控制股东权益	0.0	(29.2)	N/A	0.0	(32.1)	N/A
净利润	424.5	420.2	-1.0%	514.0	506.4	-1.5%
毛利率	76.4%	76.7%	0.4ppt	76.5%	76.6%	0.4ppt
经营利润率	28.2%	27.3%	-0.9ppt	29.4%	29.0%	-0.4ppt
净利率	23.9%	24.8%	+0.9ppt	24.9%	27.2%	+2.3ppt

资料来源：公司及招银国际证券预测

估值

图 3: DCF

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
	RMB mn				
净利润 t	420	506	574	596	633
折旧和摊销	135	113	132	152	176
净利息开支	-39	-63	-59	-63	-65
资本支出	-239	-299	-299	-359	-430
经营性资本变动	42	-59	-73	-80	-83
FCF	320	198	274	246	231
终值					3,159
	320	198	274	246	3,390
折现率	1.00	0.90	0.82	0.74	0.67
自由现金流现值	320	179	224	182	2,272
企业价值	3,178				
付息债和优先股	35				
现金、存款	3,218				
股权价值	6,361				
总股本	160				
每股价值(Rmb)	39.75				
每股价值(HK\$)	45.20				
无风险利率	3.3%				
Beta	0.8				
风险溢价	9.9%				
股权成本	11.2%				
债券成本	5.0%				
WACC	10.5%				
终值增长率	3.0%				

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 敏感性分析

	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
1.5%	46.0	44.7	43.5	42.5	41.6	40.8	40.0
2.0%	47.2	45.7	44.4	43.3	42.3	41.4	40.6
2.5%	48.6	46.9	45.5	44.2	43.1	42.1	41.2
3.0%	50.2	48.3	46.6	45.2	44.0	42.9	41.9
3.5%	52.1	49.9	48.0	46.3	45.0	43.7	42.6
4.0%	54.4	51.8	49.6	47.6	46.1	44.7	43.5
4.5%	57.2	54.0	51.4	49.2	47.4	45.8	44.5

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 同业估值

公司	股价 市值			PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE %		
	代码	港元	百万港元	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E	FY18A	FY19E	FY20E
昊海生科	6826	39.80	6,370	13.5	14.1	12.3	1.6	1.0	1.0	9.70	5.44	4.83	11.5	7.2	7.7
威高	1066	7.10	32,109	16.9	16.3	14.1	1.7	1.8	1.7	11.3	12.1	11.7	10.6	11.2	11.9
微创	853	5.99	9,605	60.3	33.3	24.7	3.6	2.6	2.4	22.2	14.4	14.2	5.7	8.5	10.1
先健科技	1302	1.41	6,091	47.0	42.2	27.5	4.6	4.0	3.2	28.2	N/A	N/A	10.6	12.4	14.3
现代牙科	3600	1.15	1,135	15.3	N/A	N/A	0.7	N/A	N/A	6.2	N/A	N/A	4.2	N/A	N/A
普华和顺	1358	0.96	1,506	12.2	4.5	N/A	0.3	0.4	N/A	35.4	N/A	N/A	45.9	9.7	N/A
春立医疗	1858	21.85	3,023	12.0	19.7	16.4	2.0	3.7	3.1	7.2	13.7	9.9	18.1	19.3	20.3
Average				27.3	23.2	20.7	2.1	2.5	2.6	18.4	13.4	11.9	15.8	12.2	14.1

资料来源: 公司及招银国际证券预测, 彭博

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,344.9	1,545.8	1,697.8	1,858.4	2,030.3
骨科产品	266.1	298.9	334.9	361.3	389.9
整形美容与创面护理	306.6	337.4	378.3	424.8	472.5
眼科	557.0	672.1	733.4	806.7	887.4
防粘连及止血	212.1	199.9	209.9	220.2	230.9
其他	3.1	37.5	41.2	45.3	49.6
销售成本	(287.5)	(334.3)	(394.9)	(434.0)	(476.3)
毛利	1,057.4	1,211.5	1,302.9	1,424.4	1,554.0
其他收益	53.9	69.0	56.8	64.6	56.6
销售费用	(414.1)	(495.1)	(532.7)	(559.3)	(593.4)
行政费用	(194.8)	(242.4)	(250.6)	(263.1)	(279.1)
研发开支	(76.3)	(95.4)	(101.9)	(115.2)	(101.5)
其他开支					
息税前收益	404.1	443.5	463.2	538.9	627.2
应占联营公司利润	(2.3)	11.5	20.0	20.0	20.0
净财务收入/(支出)	57.3	66.4	45.6	74.5	69.1
非经常性收入	2.5	3.8	-	-	-
税前利润	461.6	525.2	528.8	633.4	716.3
所得税	(61.6)	(70.1)	(79.3)	(95.0)	(107.4)
非控制股东权益	(27.6)	(40.5)	(29.2)	(32.1)	(35.4)
净利润	372.4	414.5	420.2	506.3	573.5

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	404.1	443.5	463.2	538.9	627.2
折摊和摊销	67.7	83.6	135.1	113.0	131.6
营运资金变动	(47.1)	(41.1)	42.2	(59.4)	(73.5)
税务开支	(80.7)	(94.1)	(66.2)	(80.8)	(91.3)
其他	(1.1)	(0.6)	9.1	0.5	(55.3)
经营活动所得现金净额	343.1	391.3	583.4	512.2	538.7
资本开支	(134.3)	(151.2)	(239.1)	(298.9)	(298.9)
收购子公司	(296.0)	(74.2)	-	-	-
其他	281.9	(569.2)	126.8	74.5	69.1
投资活动所得现金净额	(148.4)	(794.6)	(112.3)	(224.4)	(229.8)
债务变化	(8.6)	(1.9)	(2.0)	(1.8)	(1.6)
发行新股	-	(1.2)	1,400.0	-	-
派息	(85.8)	(80.0)	(80.0)	(99.5)	(113.9)
利息开支	(2.1)	(2.2)	1.8	1.6	1.5
融资活动所得现金净额	(96.5)	(85.3)	1,319.8	(99.7)	(114.1)
现金净变动	98.2	(488.7)	1,790.9	188.2	194.8
年初现金及现金等值物	725.3	821.9	1,438.4	3,218.4	3,404.4
汇兑差额	(1.6)	2.4	-	-	-
定期存款					
年末现金及现金等值物	1,797.4	1,438.4	3,229.3	3,406.5	3,599.3

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	1,723.4	2,142.5	2,246.5	2,432.3	2,599.6
物业、厂房及设备	738.4	773.5	907.1	1,122.6	1,319.5
无形资产	449.5	428.4	398.8	369.1	339.5
商誉	331.8	332.0	332.0	332.0	332.0
其他非流动资产	203.6	608.6	608.6	608.6	608.6
流动资产	2,386.0	2,293.9	3,971.4	4,154.6	4,355.9
现金及现金等值物	1,797.4	1,519.7	3,182.0	3,294.8	3,426.7
应收贸易款项	333.0	384.8	419.6	450.1	486.4
存货	174.9	197.6	233.5	256.6	281.6
其他流动资产	80.6	191.7	136.4	153.1	161.2
流动负债	477.8	451.3	519.9	555.0	573.5
银行贷款	19.9	20.3	18.2	16.4	14.8
应付贸易账款	415.4	405.8	463.2	485.9	489.9
其他流动负债	42.4	25.3	38.4	52.7	68.8
非流动负债	246.3	149.6	149.6	149.6	133.2
其他应付贸易账款	93.2	-	-	-	-
其他非流动负债	153.1	149.6	149.6	149.6	133.2
净资产总值	3,385.3	3,835.4	5,548.5	5,882.3	6,248.9
少数股东权益	184.7	223.9	253.2	285.3	320.7
股东权益	3,200.6	3,611.5	5,351.7	5,758.5	6,218.1

主要比率

年结: 12月31日	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
骨科产品	19.8	19.3	19.7	19.4	19.2
整形美容与创面护理	22.8	21.8	22.3	22.9	23.3
眼科	41.4	43.5	43.2	43.4	43.7
防粘连及止血	15.8	12.9	12.4	11.9	11.4
其他	0.2	2.4	2.4	2.4	2.4
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	78.6	78.4	76.7	76.6	76.5
息税折摊前利润率	33.1	32.5	34.7	34.4	36.6
税前利率	34.3	34.0	31.1	34.1	35.3
净利润率	27.7	26.8	24.8	27.2	28.2
有效税率	13.3	13.3	15.0	15.0	15.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	5.0	5.1	7.6	7.5	7.6
平均应收账款周转天数	77.1	84.8	86.5	86.3	86.3
平均应付帐款周转天数	37.3	43.8	43.8	47.3	47.3
平均存货周转天数	185.9	203.4	199.2	206.1	206.2
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	11.6	11.5	7.9	8.8	9.2
资产回报率	9.1	9.3	6.8	7.7	8.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	2.33	2.59	2.49	2.85	3.22
核心每股盈利(人民币)	2.31	2.59	2.49	2.85	3.22
每股股息(港元)	0.50	0.50	0.62	0.71	0.81
每股账面值(人民币)	20.00	22.57	33.44	35.98	38.85

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。