

**昊海生物 (6826 HK, HK\$36.25 目标价: HK\$43.00, 买入) — 医美产品强劲增长抵销骨科产品疲弱表现, 维持买入**

❖ **2016上半年核心盈利按年升25.1%。表现胜预期，主要由于政府补贴及利息收入贡献。**上半年总收入按年升19.1%至3.73亿人民币，低于我们的预期，主因骨科产品收入增长疲弱所致。由于玻璃酸钠注射液均价下跌，骨科产品销售按年下跌4.8%，公司毛利率也因而按年下跌1.7个百分点至83.3%。另一方面，公司对骨科产品及医美透明质酸钠凝胶市场推广投入加大，也使销售开支占总收入的比例按年升3.7个百分点至34.8%。经营利润率按年下跌3.5个百分点至39.9%。核心盈利增长较多是由政府补贴及利息收入增长所带动。总括而言，公司2016上半年核心盈利按年升25.1%至1.52亿人民币。

❖ **亮点：医美透明质酸钠凝胶强劲增长持续。**公司的透明质酸钠海薇增长持续，2016上半年收入按年大增148.7%至8,000万人民币。海薇的增长主要由于(1)行业强劲增长，(2)消费者对产品认知度的提升，(3)较为学术性的市场推广。管理层相信海薇现时占有约20-25%的市场份额。

❖ **骨科玻璃酸钠市场挑战持续。**由于骨科玻璃酸钠注射液被重新分类为药品，产品在药品招标当中承受了约15%的均价下跌，另一方面，行业两票制的推动限制了销售量的增长，产品上半年的销售因而按年下跌14.7%。管理层预期由于招标的持续推进，行业环境将有所改善，目标2016全年骨科玻璃酸钠注射液收入按年持平。另一款独家产品奇特杰增长势头持续，上半年销售按年升37.5%，预料将成为公司另一主要增长动力。

❖ **下调2016/17年核心盈利预测3.1%/4.4%。**由于骨科产品面临较预期大的价格压力，我们下调2016/17年收入预测2.4%/5.0%。我们亦下调毛利率预测2.2/1.7个百分点。核心盈利亦因而下调3.1%/4.4%。

❖ **维持买入评级，目标价不变。**我们认为昊海行业领先地位不变，海薇及独家的奇特杰继续成为主要增长动力，维持对昊海的「买入」评级，目标价维持43.0港元，目标价预测2016/17年市盈率为20.0x/16.7x。

**财务资料**

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	516	664	810	978	1,161
核心净利润(百万元人民币)	184	249	295	354	415
每股核心收益(人民币)	1.53	1.69	1.85	2.21	2.59
每股核心收益变动(%)	29.7	10.8	9.0	20.0	17.1
市盈率(x)	20.1	18.1	16.6	13.9	11.8
市帐率(x)	8.3	1.8	1.7	1.5	1.4
股息率(%)	0.0	1.3	1.5	1.8	2.1
权益收益率(%)	30.9	10.3	10.2	11.2	11.9
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司、招银国际证券预测

**昊海生物 (6826 HK)**

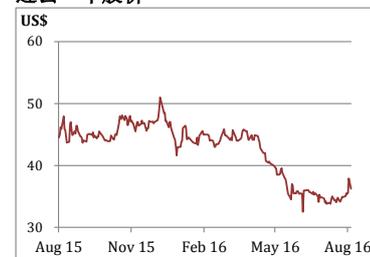
评级	买入
收市价	HK\$36.25
目标价	HK\$43.00
市值(港币百万)	5,802
过去3个月平均交易(港币百万)	3.4
52周高/低(港币)	51.05/32.20
发行股数(百万)	160
主要股东	蒋伟(47.3%)

来源: 彭博

**股价表现**

	绝对	相对
1月	12.1%	7.1%
3月	-1.6%	-11.4%
6月	-15.8%	-28.8%

来源: 彭博

**过去一年股价**


来源: 彭博

**利潤表**

年結:12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>515.9</b>	<b>663.9</b>	<b>829.8</b>	<b>1,029.6</b>	<b>1,249.3</b>
骨科	236.8	284.0	346.6	431.3	531.7
整形美容及创面护理	56.8	122.3	195.7	278.0	360.0
止血防粘连	155.3	179.0	201.5	224.9	251.2
眼科	67.0	72.4	79.6	88.3	98.8
其他	0.0	6.1	6.5	7.0	7.6
销售成本	-65.9	-105.1	-123.1	-148.1	-177.8
<b>毛利</b>	<b>450.1</b>	<b>558.8</b>	<b>706.7</b>	<b>881.5</b>	<b>1,071.4</b>
其他收益	26.7	31.7	36.2	44.8	53.9
销售费用	-187.2	-242.1	-305.4	-380.4	-464.5
行政费用	-49.0	-58.9	-74.3	-92.5	-113.0
研发费用	-26.5	-35.3	-43.3	-54.2	-65.5
其他开支	-2.3	-0.9	-1.8	-1.7	-1.5
<b>息税前收益</b>	<b>211.9</b>	<b>253.4</b>	<b>318.1</b>	<b>397.5</b>	<b>480.9</b>
净财务收入	3.7	38.3	40.2	38.1	35.8
联营公司	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
非经常性收入	0.0	28.7	0.0	0.0	0.0
<b>税前利润</b>	<b>215.6</b>	<b>320.6</b>	<b>358.6</b>	<b>435.9</b>	<b>517.1</b>
所得税	-32.0	-47.3	-53.8	-65.4	-77.6
非控制股东权益	0.0	0.2	0.1	0.1	-0.1
<b>净利润</b>	<b>183.6</b>	<b>273.5</b>	<b>304.9</b>	<b>370.5</b>	<b>439.5</b>
<b>核心净利润</b>	<b>183.6</b>	<b>249.1</b>	<b>304.9</b>	<b>370.5</b>	<b>439.5</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>234.8</b>	<b>316.5</b>	<b>359.4</b>	<b>447.9</b>	<b>542.2</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**資產負債表**

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流动资产</b>	<b>404.5</b>	<b>449.9</b>	<b>534.6</b>	<b>625.4</b>	<b>745.4</b>
物业、厂房及设备	352.0	396.6	482.6	574.6	695.8
联营公司	0.0	11.2	11.5	11.8	12.2
长期租赁押金	32.4	31.6	30.9	30.2	29.4
无形资产	4.1	3.3	2.5	1.7	0.9
其他	16.1	7.2	7.2	7.2	7.2
<b>流动资产</b>	<b>347.4</b>	<b>2,372.1</b>	<b>2,526.6</b>	<b>2,743.0</b>	<b>2,981.8</b>
现金及现金等值物	181.3	2,177.8	2,295.5	2,461.3	2,641.2
应收贸易款项	62.4	91.3	110.4	136.9	166.2
预付款	18.6	24.9	22.3	26.3	32.2
存货	76.4	78.1	98.5	118.5	142.3
其他	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流动负债</b>	<b>139.2</b>	<b>141.0</b>	<b>139.6</b>	<b>152.4</b>	<b>164.3</b>
备债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付贸易账款	134.3	117.1	120.5	126.3	133.0
其他	5.0	23.9	19.0	26.2	31.3
<b>非流动负债</b>	<b>18.5</b>	<b>15.5</b>	<b>15.5</b>	<b>15.5</b>	<b>15.5</b>
供债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延税项	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
递延收入	17.7	14.9	14.9	14.9	14.9
<b>净资产总值</b>	<b>594.2</b>	<b>2,665.4</b>	<b>2,906.2</b>	<b>3,200.5</b>	<b>3,547.4</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0.0</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>
<b>股东权益</b>	<b>594.2</b>	<b>2,661.9</b>	<b>2,902.8</b>	<b>3,197.2</b>	<b>3,544.0</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**現金流量表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>息税前收益</b>	<b>211.9</b>	<b>253.4</b>	<b>318.1</b>	<b>397.5</b>	<b>480.9</b>
折摊和摊销	22.8	34.0	41.0	50.0	60.9
营运资金变动	-53.9	-16.9	-33.4	-44.8	-52.1
税务开支	-38.0	-24.7	-58.7	-58.3	-72.4
其他	-0.8	22.6	0.0	0.0	0.0
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>142.0</b>	<b>268.5</b>	<b>266.9</b>	<b>344.4</b>	<b>417.4</b>
资本开支	-93.6	-66.9	-125.4	-140.4	-180.6
联营公司	0.0	-7.7	0.0	0.0	0.0
其他	5.5	-71.4	40.2	38.1	35.8
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>-88.2</b>	<b>-146.1</b>	<b>-85.2</b>	<b>-102.3</b>	<b>-144.8</b>
发行股票筹得资金	0.0	1,863.7	0.0	0.0	0.0
债务变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	-70.3	-49.7	-64.0	-76.2	-92.6
其他	0.0	-59.5	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>-70.3</b>	<b>1,754.6</b>	<b>-64.0</b>	<b>-76.2</b>	<b>-92.6</b>
<b>现金净变动</b>	<b>-16.5</b>	<b>1,877.0</b>	<b>117.7</b>	<b>165.8</b>	<b>179.9</b>
年初现金及现金等值物	176.5	160.0	2,177.8	2,295.5	2,461.3
汇兑差额	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	160.0	2,041.0	2,295.5	2,461.3	2,641.2
定期存款	21.3	140.0	0.0	0.0	0.0
<b>现金及现金等值物总额</b>	<b>181.3</b>	<b>2,181.0</b>	<b>2,295.5</b>	<b>2,461.3</b>	<b>2,641.2</b>

來源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>销售组合 (%)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
骨科	45.9	42.8	41.8	41.9	42.6
整形美容及创面护理	11.0	18.4	23.6	27.0	28.8
止血防粘连	30.1	27.0	24.3	21.8	20.1
眼科	13.0	10.9	9.6	8.6	7.9
其他	0.0	0.9	0.8	0.7	0.6
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
毛利率	87.2	84.2	85.2	85.6	85.8
息税折摊前利润率	45.5	47.7	43.3	43.5	43.4
税前利率	41.8	48.3	43.2	42.3	41.4
净利润率	35.6	41.2	36.7	36.0	35.2
核心净利润率	35.6	37.5	36.7	36.0	35.2
有效税率	14.9	14.8	15.0	15.0	15.0
<b>增长 (%)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
收入	28.6	28.7	25.0	24.1	21.3
毛利	30.0	24.2	26.5	24.7	21.5
息税折摊前利润	33.9	34.8	13.6	24.6	21.1
经营利润	30.3	19.6	25.5	25.0	21.0
净利润	29.7	49.0	11.5	21.5	18.6
核心净利润	29.7	35.7	22.4	21.5	18.6
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产负债比率</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
流动比率 (x)	2.5	16.8	18.1	18.0	18.1
平均应收账款周转天数	37.9	44.2	46.7	46.1	46.6
平均应付账款周转天数	19.6	18.1	20.3	20.9	20.9
平均存货周转天数	329.5	268.2	261.7	267.4	267.6
净负债/权益比率 (%)	Net cash				
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>回报率 (%)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
资本回报率	30.9	10.3	10.5	11.6	12.4
资产回报率	24.4	9.7	10.0	11.0	11.8
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股数据</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
每股盈利 (人民币)	1.5	1.9	1.9	2.3	2.7
核心每股盈利 (人民币)	1.5	1.7	1.9	2.3	2.7
每股股息 (港元)	0.0	0.4	0.5	0.6	0.7
每股账面值 (人民币)	3.7	16.6	18.1	20.0	22.1

來源: 公司、招銀國際證券預測

## 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。而過去的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，並可能會受標的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。