

昊海生物 (6826 HK, HK\$36.25 目標價: HK\$43.00, 買入) — 醫美產品強勁增長抵銷骨科產品疲弱表現，維持買入

❖ 2016 上半年核心盈利按年升 25.1%。表現勝預期，主要由於政府補貼及利息收入貢獻。上半年總收入按年升 19.1% 至 3.73 億人民幣，低於我們的預期，主因骨科產品收入增長疲弱所致。由於玻璃酸鈉注射液均價下跌，骨科產品銷售按年下跌 4.8%，公司毛利率也因而按年下跌 1.7 個百分點至 83.3%。另一方面，公司對骨科產品及醫美透明質酸鈉凝膠市場推廣投入加大，也使銷售開支佔總收入的比例按年升 3.7 個百分點至 34.8%。經營利潤率按年下跌 3.5 個百分點至 39.9%。核心盈利增長較多是由政府補貼及利息收入增長所帶動。總括而言，公司 2016 上半年核心盈利按年升 25.1% 至 1.52 億人民幣。

❖ 亮點：醫美透明質酸鈉凝膠強勁增長持續。公司的透明質酸鈉海薇增長持續，2016 上半年收入按年大增 148.7% 至 8,000 萬人民幣。海薇的增長主要由於(1)行業強勁增長，(2)消費者對產品認知度的提升，(3)較為學術性的市場推廣。管理層相信海薇現時佔有約 20-25% 的市場份額。

❖ 骨科玻璃酸鈉市場挑戰持續。由於骨科玻璃酸鈉注射液被重新分類為藥品，產品在藥品招標當中承受了約 15% 的均價下跌，另一方面，行業兩票制的推動限制了銷售量的增長，產品上半年的銷售因而按年下跌 14.7%。管理層預期由於招標的持續推進，行業環境將有所改善，目標 2016 全年骨科玻璃酸鈉注射液收入按年持平。另一款獨家產品奇特杰增長勢頭持續，上半年銷售按年升 37.5%，預料將成為公司另一主要增長動力。

❖ 下調 2016/17 年核心盈利預測 3.1%/4.4%。由於骨科產品面臨較預期大的價格壓力，我們下調 2016/17 年收入預測 2.4%/5.0%。我們亦下調毛利率預測 2.2/1.7 個百分點。核心盈利亦因而下調 3.1%/4.4%。

❖ 維持買入評級，目標價不變。我們認為昊海行業領先地位不變，海薇及獨家的奇特杰繼續成為主要增長動力，維持對昊海的「買入」評級，目標價維持 43.0 港元，目標價預測 2016/17 年市盈率為 20.0x/16.7x。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	516	664	810	978	1,161
核心淨利潤 (百萬元人民幣)	184	249	295	354	415
每股核心收益 (人民幣)	1.53	1.69	1.85	2.21	2.59
每股核心收益變動 (%)	29.7	10.8	9.0	20.0	17.1
市盈率(x)	20.1	18.1	16.6	13.9	11.8
市帳率(x)	8.3	1.8	1.7	1.5	1.4
股息率 (%)	0.0	1.3	1.5	1.8	2.1
權益收益率 (%)	30.9	10.3	10.2	11.2	11.9
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司、招銀國際證券預測

昊海生物 (6826 HK)

評級	買入
收市價	HK\$36.25
目標價	HK\$43.00
市值 (港幣百萬)	5,802
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	3.4
52 周高/低 (港幣)	51.05/32.20
發行股數 (百萬)	160
主要股東	蔣偉(47.3%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	12.1%	7.1%
3 月	-1.6%	-11.4%
6 月	-15.8%	-28.8%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	515.9	663.9	809.6	977.9	1,160.6
骨科	236.8	284.0	315.9	364.6	423.6
整形美容及創面護理	56.8	122.3	204.4	291.1	377.4
止血防粘連	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	8.3	8.9	9.6
銷售成本	-65.9	-105.1	-137.3	-157.7	-183.0
毛利	450.1	558.8	672.3	820.1	977.6
其他收益	26.7	31.7	28.7	35.4	41.1
銷售費用	-187.2	-242.1	-298.2	-357.7	-423.8
行政費用	-49.0	-58.9	-72.5	-87.0	-104.0
研發費用	-26.5	-35.3	-41.8	-52.2	-60.9
其他開支	-2.3	-0.9	-1.8	-1.7	-1.5
息稅前收益	211.9	253.4	286.7	356.9	428.6
淨財務收入	3.7	38.3	60.4	59.6	59.1
聯營公司	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
非經常性收入	0.0	28.7	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	215.6	320.6	347.4	416.8	488.1
所得稅	-32.0	-47.3	-52.1	-62.5	-73.2
非控制股東權益	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
淨利潤	183.6	273.5	295.5	354.5	415.1
核心淨利潤	183.6	249.1	295.5	354.5	415.1
息稅折攤前收益	234.8	316.5	327.4	405.2	486.2

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	404.5	449.9	513.1	587.8	678.4
物業、廠房及設備	352.0	396.6	461.1	537.0	628.7
聯營公司	0.0	11.2	11.5	11.8	12.2
長期租賃押金	32.4	31.6	30.9	30.2	29.4
無形資產	4.1	3.3	2.5	1.7	0.9
其他	16.1	7.2	7.2	7.2	7.2
流動資產	347.4	2,372.1	2,539.0	2,756.3	3,002.6
現金及現金等值物	181.3	2,177.8	2,298.5	2,473.5	2,670.6
應收貿易款項	62.4	91.3	107.7	130.1	154.4
預付款	18.6	24.9	23.0	26.6	31.2
存貨	76.4	78.1	109.8	126.2	146.4
其他	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0
流動負債	139.2	141.0	139.9	151.5	162.0
備償	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
應付貿易賬款	134.3	117.1	120.8	125.5	131.1
其他	5.0	23.9	19.2	26.0	30.9
非流動負債	18.5	15.5	15.5	15.5	15.5
供債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
遞延稅項	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
遞延收入	17.7	14.9	14.9	14.9	14.9
淨資產總值	594.2	2,665.4	2,896.7	3,177.2	3,503.4
少數股東權益	0.0	3.5	3.4	3.2	3.0
股東權益	594.2	2,661.9	2,893.4	3,174.0	3,500.4

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	211.9	253.4	286.7	356.9	428.6
折攤和攤銷	22.8	34.0	40.2	47.9	57.0
營運資金變動	-53.9	-16.9	-42.5	-37.6	-43.4
稅務開支	-38.0	-24.7	-56.9	-55.7	-68.3
其他	-0.8	22.6	0.0	0.0	0.0
經營活動所得現金淨額	142.0	268.5	227.5	311.4	373.9
資本開支	-93.6	-66.9	-103.2	-122.2	-147.3
聯營公司	0.0	-7.7	0.0	0.0	0.0
其他	5.5	-71.4	60.4	59.6	59.1
投資活動所得現金淨額	-88.2	-146.1	-42.8	-62.5	-88.2
發行股票籌得資金	0.0	1,863.7	0.0	0.0	0.0
債務變化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	-70.3	-49.7	-64.0	-73.9	-88.6
其他	0.0	-59.5	0.0	0.0	0.0
融資活動所得現金淨額	-70.3	1,754.6	-64.0	-73.9	-88.6
現金淨變動	-16.5	1,877.0	120.7	174.9	197.2
年初現金及現金等值物	176.5	160.0	2,177.8	2,298.5	2,473.5
匯兌差額	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等值物	160.0	2,041.0	2,298.5	2,473.5	2,670.6
定期存款	21.3	140.0	0.0	0.0	0.0
現金及現金等值物總額	181.3	2,181.0	2,298.5	2,473.5	2,670.6

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
骨科	45.9	42.8	39.0	37.3	36.5
整形美容及創面護理	11.0	18.4	25.2	29.8	32.5
止血防粘連	30.1	27.0	24.9	23.0	21.6
眼科	13.0	10.9	9.8	9.0	8.5
其他	0.0	0.9	1.0	0.9	0.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	87.2	84.2	83.0	83.9	84.2
息稅折攤前利潤率	45.5	47.7	40.4	41.4	41.9
稅前利率	41.8	48.3	42.9	42.6	42.1
淨利潤率	35.6	41.2	36.5	36.2	35.8
核心淨利潤率	35.6	37.5	36.5	36.2	35.8
有效稅率	14.9	14.8	15.0	15.0	15.0

增長 (%)

收入	28.6	28.7	21.9	20.8	18.7
毛利	30.0	24.2	20.3	22.0	19.2
息稅折攤前利潤	33.9	34.8	3.4	23.8	20.0
經營利潤	30.3	19.6	13.1	24.5	20.1
淨利潤	29.7	49.0	8.0	20.0	17.1
核心淨利潤	29.7	35.7	18.6	20.0	17.1

資產負債比率

流動比率 (x)	2.5	16.8	18.1	18.2	18.5
平均應收賬款周轉天數	37.9	44.2	47.2	46.7	47.1
平均應付賬款周轉天數	19.6	18.1	19.4	21.3	21.2
平均存貨周轉天數	329.5	268.2	249.8	273.0	271.8
淨負債 / 權益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

回報率 (%)

資本回報率	30.9	10.3	10.2	11.2	11.9
資產回報率	24.4	9.7	9.7	10.6	11.3

每股數據

每股盈利 (人民幣)	1.5	1.9	1.8	2.2	2.6
核心每股盈利 (人民幣)	1.5	1.7	1.8	2.2	2.6
每股股息 (港元)	0.0	0.4	0.5	0.6	0.6
每股賬面值 (人民幣)	3.7	16.6	18.1	19.8	21.9

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。