

吴海生物科技(6826 HK)

双引擎助力业务增长

❖ **2017 上半年公司业务与预期一致。**2017 上半年公司收入大幅增长 62.3%至 6.05 亿人民币，收入增长受益于 2016 下半年眼科并购业务以及公司主要产品内生增长。公司四个业务板块中，骨科业务同比增长 1%，美容整形和创面护理业务同比增长 33.2%，眼科业务受并购影响同比增长 486%，防黏连和止血产品同比增长 13%。公司毛利率受到低毛利的并购业务影响，下跌 4.3 个百分点至 79%，销售开支随着收入同比增长 64.3%，行政开支同比增长 160.9%，新增并购公司行政开支以及并购产生的无形资产摊销导致行政费用上升。经营利润率下跌 7.3 个百分点至 32.6%，核心净利润同比增长 18.2%至 1.79 亿人民币，核心净利率同比下跌 11 个百分点至 29.6%。尽管上半年公司个别产品销售增减不一，且英国业务于 6 月份才完成收购，公司收入和核心净利润分别达到了我们全年预期的 45%和 48%。我们认为公司上半年业绩基本符合预期。

❖ **新的增长引擎：眼科业务。**眼科业务成功并购后，眼科成为公司最大的业务板块，2017 上半年贡献收入占总收入的 37.3%。管理层表示，新收购的人工晶状体和眼科原材料业务上半年录得 30%多的内生增长，增速与国内白内障手术例数增速基本一致。公司对新收购公司的整合在有条不紊地进行中，相信未来收购业务会为公司贡献更多的利润。

❖ **整形美容和创面护理业务维持增长动力。**公司第二代玻尿酸产品娇兰今年 2 月份上市，实现收入 1000 万人民币左右，“娇兰”的定位比“海薇”更高端。两款玻尿酸产品上半年共录得收入 1.07 亿人民币。管理层表示尽管国内玻尿酸市场竞争越发激烈，上半年公司两款产品仍取得较为满意的成绩。两款产品定价上有差异，且功能上互补，未来能够给公司带来更多的增长动力。

❖ **骨科业务增长疲弱。**作为公司曾经主要的增长产品玻璃酸钠注射液，现面临一个严峻的市场环境，产品受制于医保控费控量限制以及临床医生操作技术限制。医用几丁糖是国内唯一以三类医疗器械注册的关节软骨保护剂，该产品过去由于没有纳入医保及收费目录增速受限，现公司积极推进拓展各省的收费目录补增工作。公司将继续扩大骨科产品在关节保护剂行业的市场份额，同时增加产品的市场渗透率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	664	851	1,344	1,660	1,940
核心净利润(百万人民币)	249	304	376	448	533
核心 EPS (人民币)	1.69	1.90	2.35	2.80	3.33
EPS 变动 (%)	10.8	11.9	23.8	19.3	18.8
市盈率 (x)	20.2	18.1	14.6	12.2	10.3
市帐率 (x)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
股息率 (%)	1.2	1.5	1.7	2.0	2.4
权益收益率 (%)	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$53.20
(前目标价)	HK\$53.20)
潜在升幅	+38.0%
当前股价	HK\$38.55

吴永泰, CFA

电话：(852) 3761 8780

邮件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

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

资料来源：彭博

股东结构

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

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-7.4%	-9.9%
3 月	-11.5%	-18.7%
6 月	2.0%	-13.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.3healthcare.com

- ❖ **收购完成后行政费用大幅上升。**自 5 个收购项目完成后，公司上半年行政开支同比增长 160.9% 至 4000 万人民币左右。管理层表示新增开支主要来自：1) 并购公司行政开支 1500 万左右，2) 并购项目无形资产摊销 1000 万，3) 由于并购项目产生的专业机构咨询费用。随着英国收购项目于 6 月份完成，管理层预计全年无形资产摊销在 2600 万左右，我们认为公司未来将维持现在的行政开支水平。
- ❖ **更多的收购兼并项目。**截至 2017 年 6 月底，公司仍有 17 亿人民币现金在手，公司有意向继续寻求收购项目。管理层表示将继续在眼科领域寻找收购标的，如眼科药物或眼科治疗设备等，打造公司眼科全产业链业务。
- ❖ **维持买入评级，目标价不变 53.2 港元。**我们看好昊海的双引擎增长动力：公司眼科业务以及美容整形和创面护理业务，我们相信昊海的眼科产品将在国内眼科市场增加渗透率并获得更多的市场份额，同时公司其他业务保持强劲增速。我们相信公司目前的股价被市场低估，维持买入评级，目标价不变 53.2 港元，我们的目标价代表着 2017/2018 年预测市盈率 14.6 倍/12.2 倍，较目前股价仍有 38% 的上浮空间。

图 1: 盈利预测变动

	1H16 百万人民币	1H17 百万人民币	按年变动
骨科产品	135	136	1.0%
玻璃酸钠注射液	98	93	-5.5%
医用几丁糖	37	44	18.0%
整形美容与面护理产品	96	128	33.2%
玻尿酸产品	80	107	33.9%
重组人表皮生长因子	16	21	29.6%
眼科产品	38	225	486.0%
眼科黏弹剂产品	37	41	11.5%
人工晶状体及视光材料	1	5	350.6%
其他	0	178	N/A
防黏连及止血产品	100	113	13.0%
医用几丁糖	58	69	20.5%
医用透明质酸钠凝胶	34	35	1.7%
胶原蛋白海绵	9	9	7.6%
其他	3	3	-16.1%
总收入	373	605	62.3%
销售成本	(62)	(127)	104.4%
毛利	311	478	53.8%
其他收入及收益	17	31	75.9%
分销成本	(130)	(213)	64.3%
行政开支	(25)	(66)	160.9%
研发及其他开支	(24)	(32)	32.0%
经营溢利	149	197	32.6%
分占联营公司利润	0	0	-100.0%
非经营性项目	0	(3)	N/A
净财务收入	29	28	-3.3%
税前利润	178	222	24.7%
所得税开支	(27)	(35)	33.1%
非控股权益	0	(11)	N/A
净利润	152	176	16.0%
核心净利润	151	179	18.2%
毛利率	83.3%	79.0%	-4.3%
经营利润率	39.9%	32.6%	-7.3%
核心净利率	40.6%	29.6%	-11.0%

资料来源：招银国际研究预测

图 2: 同业估值比较

公司	代号	股价 港元	市值 百万港元	市盈率(倍)			市帐率(倍)			EV/EBITDA (倍)			权益收益率(%)		
				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
医疗器械															
山东威高	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
微创医疗	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
华熙生物科技	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
Modern Dental G	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
普华和顺	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
春立医疗	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
医药															
石药集团	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
中国生物制药	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
丽珠集团	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
三生制药	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
绿叶制药	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
石四药集团	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
联邦制药	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
东阳光药	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
复旦张江	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
东瑞制药	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
李氏大药厂	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(医疗器械及医药)	24.7	18.8	15.4	3.1	2.7	2.3	15.4	12.5	10.0	14.2	15.4	15.9

资料来源：招银国际研究预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	663.9	851.2	1,343.8	1,660.5	1,940.1
骨科产品	284.0	287.3	324.4	376.9	442.4
整形美容与创面护理					
眼科					
防粘连及止血					
其他	6.1	7.6	8.3	8.9	9.6
销售成本	(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
销售费用	(242.1)	(287.8)	(448.6)	(549.8)	(640.1)
行政费用	(58.9)	(90.2)	(140.6)	(172.3)	(200.6)
研发开支	(35.3)	(47.3)	(73.0)	(91.2)	(106.0)
其他开支					
息税前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
应占联营公司利润	0.3	1.2	-	-	-
净财务收入 / (支出)	38.3	58.3	47.9	43.9	48.7
非经常性收入	28.7	1.7	-	-	-
税前利润	320.6	365.9	476.7	574.6	680.4
所得税	(47.3)	(55.3)	(71.5)	(86.2)	(102.1)
非控制股东权益	0.2	(5.6)	(29.4)	(40.1)	(45.8)
净利润	273.5	305.1	375.8	448.3	532.5
核心净利润	249.1	303.6	375.8	448.3	532.5
息税折摊前收益	316.5	337.9	453.2	551.6	654.5

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流动资产	449.9	1,205.2	1,491.4	1,565.4	1,638.4
物业、厂房及设备	431.0	544.7	628.2	714.6	799.9
无形资产	3.3	295.4	283.1	270.8	258.4
商誉	-	292.1	292.1	292.1	292.1
其他非流动资产	15.6	73.0	288.0	288.0	288.0
流动资产	2,372.1	2,488.2	2,536.8	2,868.8	3,286.0
现金及现金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2
应收贸易款项	91.3	235.2	252.6	296.6	328.3
存货	78.1	118.0	229.9	280.8	312.8
其他流动资产	24.9	124.8	56.1	67.1	74.8
流动负债	141.0	536.2	545.8	557.4	581.3
银行贷款	-	26.7	24.0	21.6	19.4
应付贸易账款	117.1	462.1	466.6	474.9	484.1
其他流动负债	23.9	47.4	55.1	60.9	77.8
非流动负债	15.5	171.4	171.4	171.4	171.4
其他应付贸易账款	-	75.6	75.6	75.6	75.6
其他非流动负债	15.5	95.8	95.8	95.8	95.8
净资产总值	2,665.4	2,985.9	3,311.0	3,705.5	4,171.7
少数股东权益	3.5	81.9	111.3	151.4	197.2
股东权益	2,661.9	2,904.0	3,199.7	3,554.1	3,974.5

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	253.4	304.7	428.8	530.7	631.7
折摊和摊销	34.0	35.8	53.9	61.0	68.6
营运资金变动	(16.9)	(58.1)	(106.1)	(47.6)	(62.3)
税务开支	(24.7)	(33.2)	(63.7)	(80.4)	(85.2)
其他	22.6	5.3	0.5	0.4	0.4
经营活动所得现金净额	268.5	254.5	313.2	464.1	553.2
资本开支	(70.1)	(75.7)	(125.1)	(135.1)	(141.7)
收购子公司	3.2	(242.2)	(165.0)	(49.9)	-
其他	(82.3)	(1,193.4)	47.9	43.9	48.7
投资活动所得现金净额	(149.3)	(1,511.2)	(242.2)	(141.1)	(92.9)
债务变化	-	0.4	(2.7)	(2.4)	(2.2)
发行新股	1,804.2	-	-	-	-
派息	(49.7)	(58.6)	(80.0)	(93.9)	(112.1)
利息开支	-	(0.2)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
融资活动所得现金净额	1,754.6	(58.4)	(83.1)	(96.8)	(114.6)
现金净变动	1,873.8	(1,315.2)	(12.1)	226.3	345.7
年初现金及现金等值物	160.0	2,037.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5
汇兑差额	4.0	2.6	-	-	-
定期存款	140.0	1,285.0	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,177.8	2,010.3	1,998.2	2,224.5	2,570.2

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
骨科产品	42.8	33.7	24.1	22.7	22.8
整形美容与创面护理	18.4	26.4	25.4	26.8	28.3
眼科	10.9	14.1	32.3	34.2	33.3
防粘连及止血	27.0	24.8	17.5	15.8	15.1
其他	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
总额	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
息税折摊前利润率	47.7	39.7	33.7	33.2	33.7
税前利率	48.3	43.0	35.5	34.6	35.1
净利润率	41.2	35.8	28.0	27.0	27.4
核心净利润率	37.5	35.7	28.0	27.0	27.4
有效税率	14.8	15.1	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入	28.7	28.2	57.9	23.6	16.8
毛利	24.2	27.0	48.9	23.1	17.5
息税折摊前利润	34.8	6.7	34.2	21.7	18.7
经营利润	19.6	20.3	40.7	23.8	19.0
净利润	49.0	11.5	23.2	19.3	18.8
核心净利润	35.7	21.9	23.8	19.3	18.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	16.8	4.6	4.6	5.1	5.7
平均应收账款周转天数	42.3	70.0	66.2	60.4	58.8
平均应付账款周转天数	23.6	31.6	23.5	17.9	17.1
平均存货周转天数	268.2	252.7	220.9	258.9	263.2
净负债 / 权益比率 (%)	Net cash	Net cash	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	10.3	10.5	11.7	12.6	13.4
资产回报率	9.7	8.3	9.3	10.1	10.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.86	1.91	2.35	2.80	3.33
核心每股盈利(人民币)	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
每股账面值(人民币)	16.63	18.14	19.99	22.21	24.83

资料来源：公司及招银国际研究预测

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之分析员，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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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上责任。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 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人士。