

吳海生物科技(6826 HK)

眼科增長靚麗，骨科業務承壓

- ❖ **眼科業務穩健增長。**眼科業務近幾個月增速維持近 25%，增速高於我們之前高雙位數的全年預期。人工晶體業務，吳海已經建立了完整的產品組合，目前擁有 6 大品牌，從低端 PMMA 硬式到高端軟式可折疊親水/疏水人工晶體（價格介於人民幣 200-15,000 元）。吳海未來希望借助海外公司研發力量，提升國內公司河南宇宙和珠海艾格人工晶體產品線，拓展高毛利產品業務。借助較全的產品線，公司在醫院招標過程中可以保持較為穩定的價格，在醫院拓展方面擁有進口和國產品牌更容易進院銷售。此外，公司將繼續尋求該領域的並購機會。眼科板塊收入占 17 財年總收入的 41.4%，已經成為吳海最大的業務板塊，我們相信眼科業務未來有望實現 20% 的內生增長。
- ❖ **骨科業務增長緩慢。**玻璃酸鈉注射液近期增長較為緩慢，受招標降價壓力以及銷量持平影響。考慮到醫院控費現象依然存在，我們預計玻璃酸鈉注射液 18 財年將實現低單位數增長。醫用幾丁糖近幾個月看到復蘇現象，銷售增長達 20%。該產品目前已被列入北京、上海和山西的省保險目錄，公司正在進行市場推廣爭取進入更多省份收費目錄以及納入醫保目錄。考慮未來該產品被納入更多省份醫保，我們預計幾丁糖未來銷售增速會加快。現骨科業務增速主要由幾丁糖帶動，預計 18 財年骨科板塊將錄得低雙位數增長。
- ❖ **醫美業務增長穩健，**玻尿酸產品增速較為穩定，主要由海薇強勁銷售帶動，而 17 年上市的姣蘭增速低於預期，因為國內醫美診所和整形醫院對玻尿酸全產品線的接受度不高，鑒於此，吳海下半年會加大玻尿酸產品線的市場推廣和學術推廣力度。康合素上半年增速也是較為穩健，受益於醫保目錄升級乙類藥品，且該商品是重組人表皮生長因數的獨家凍幹劑型，醫保招標降價壓力較小。此外，玻尿酸產能預計 18 年中擴產 3 倍，康合素產能預計擴產 2 倍。考慮到公司醫美領域較強的品牌價值、持續的市場投入以及新的產能擴充，我們預計醫美業務 18 財年可以繼續錄得 30% 的強勁增速。
- ❖ **催化劑：**1) 眼科業務整合較好，2) 骨科產品增長超預期，3) 中期業績強於預期。4) 未來新的並購。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	851	1,345	1,619	1,936	2,249
核心淨利潤 (百萬人民幣)	304	370	453	551	660
核心 EPS (人民幣)	1.90	2.31	2.83	3.44	4.13
EPS 變動 (%)	11.9	22.0	22.4	21.6	19.8
市盈率 (x)	23.7	19.4	15.9	13.1	10.9
市帳率 (x)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6
股息率 (%)	1.1	1.1	1.6	1.9	2.3
權益收益率 (%)	10.5	11.6	12.7	13.7	14.6
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\$62.80
(前目標價)	HK\$59.50)
潛在升幅	+17.3%
當前股價	HK\$53.55

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	8,570
3 個月平均流通(百萬)	7.9
52 周內高/低(港元)	59.9/34.55
總股本(百萬)	160.0

資料來源：彭博

股東結構

Jiang Wei	48.77%
管理層和員工	15.5%
其他投資機構	10.71%
流通股	25.02%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	3.1%	5.5%
3 月	28.1%	32.5%
6 月	51.2%	44.9%

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

- ❖ **略微上調 18/19 財年核心淨利預測 0.1%/0.8%**。我們將 18/19 財年總收入增速輕微上調了 1.1%/2.0%，以反映眼科產品增速高於預期以及骨科業務銷售較為疲弱。我們輕微上調眼科板塊毛利率預測 1 個百分點，從 64% 上調至 65%，考慮到未來眼科板塊整合後產品結構性調整（更多的高毛利軟式產品）。因此，我們的 18/19 財年核心淨利預測上調了 0.1%/0.8%。我們預計 17-20 財年收入複合年增長率為 18.7%，核心淨利潤複合年增長率為 21%。
- ❖ **維持買入評級，目標價升至 62.80 港元**。眼科和醫美業務將繼續保持穩健增長並推動總收入增長。鑒於眼科整合後的協同效應、行銷活動持續增加以及未來潛在收購兼併，我們認為眼科和醫美業務未來有加速增長潛力。公司目前的市盈率為 2018/19 財年 15.9x/13.1x。我們新的目標價為 62.80 港元，基於未來 5 年現金流折現模型，我們的目標價對應著 18/19 財年 18.6x/15.3x 預測市盈率，較現價仍有 17.3% 的上浮空間。

圖 1: 盈利預測變動

	2018			2019		
	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change
骨科產品	304.5	296.1	-2.7%	353.0	335.7	-4.9%
整形美容與創面護理	400.9	400.9	0.0%	514.8	514.8	0.0%
眼科	656.9	682.3	3.9%	762.8	817.7	7.2%
防粘連及止血	236.5	236.5	0.0%	263.8	263.8	0.0%
其他	3.3	3.3	0.0%	3.6	3.6	0.0%
收入	1,602.1	1,619.2	1.1%	1,898.0	1,935.6	2.0%
銷售成本	(341.3)	(344.2)	0.9%	(398.9)	(410.5)	2.9%
毛利	1,260.8	1,274.9	1.1%	1,499.1	1,525.0	1.7%
其他收益	48.9	49.4	1.0%	57.8	58.8	1.8%
銷售費用	(490.5)	(499.3)	1.8%	(575.0)	(587.8)	2.2%
行政費用	(230.7)	(234.8)	1.8%	(270.4)	(276.5)	2.2%
研發開支	(88.0)	(88.9)	1.1%	(103.7)	(105.7)	2.0%
其他開支	(10.2)	(10.2)	0.0%	(13.3)	(13.3)	0.0%
經營利潤	490.2	491.1	0.2%	594.6	600.6	1.0%
淨財務收入	42.7	42.5	-0.5%	48.8	48.1	-1.4%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	533.0	533.5	0.1%	643.3	648.7	0.8%
所得稅開支	(79.9)	(79.1)	-1.1%	(96.5)	(97.3)	0.8%
非控制股東權益	(0.3)	(0.3)	0.0%	(0.3)	(0.3)	0.0%
核心淨利潤	452.8	453.3	0.1%	546.5	551.1	0.8%
核心每股盈利 (人民幣)	2.83	2.83	0.1%	3.41	3.44	0.8%
毛利率	78.7%	78.7%	+0 ppt	79.0%	78.8%	-0.2ppt
經營利潤率	30.6%	30.3%	-0.3ppt	31.3%	31.0%	-0.3ppt
核心淨利率	28.3%	28.0%	-0.3ppt	28.8%	28.5%	-0.3ppt

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 港元	市值 百萬港元	市盈率(倍)			市帳率(倍)			EV/EBITDA(倍)			權益收益率(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
昊海生物科技	6826	53.55	8,570	19.4	15.9	13.1	1.6	2.3	2.0	7.2	12.1	9.5	12.2	14.3	17.1
醫療器械															
山東威高	1066	6.15	27,530	16.9	15.5	13.8	1.6	1.6	1.5	10.2	9.4	8.2	13.7	10.8	11.0
先健科技	853	10.70	15,645	73.8	37.9	29.6	3.5	4.9	4.3	16.8	17.1	14.5	5.1	11.2	15.0
微創醫療	1302	2.83	12,272	41.0	59.4	40.6	6.4	8.3	6.8	29.4	37.6	26.8	17.0	14.8	17.7
現代牙科集團有限公司	3600	2.11	2,110	13.8	10.3	8.6	1.0	1.0	0.9	8.2	5.0	4.3	7.9	10.0	11.6
普華和順	1358	1.54	2,416	56.3	7.4	6.6	0.7	0.7	0.6	18.5	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7
春立醫療	1858	18.30	1,266	10.9	12.8	11.0	1.4	N/A	N/A	4.6	N/A	N/A	13.4	14.1	14.7
			平均	35.5	23.9	18.4	2.4	3.3	2.8	14.6	17.3	13.5	10.3	11.8	13.3
醫藥															
石藥集團	1093	24.05	150,145	34.7	40.4	31.9	6.4	8.4	7.4	22.5	26.8	21.3	21.8	22.0	24.0
中國生物製藥	1177	12.70	160,500	39.4	43.9	36.0	9.3	8.0	6.4	22.6	23.0	18.0	25.4	24.7	23.4
麗珠集團	1513	58.30	40,492	8.2	23.9	20.1	3.4	2.4	2.2	18.3	N/A	N/A	51.3	9.8	10.7
三生製藥	1530	19.00	48,237	34.5	34.5	27.1	4.4	4.8	4.1	22.5	22.8	18.1	13.4	15.0	16.6
綠葉製藥	2186	8.81	28,852	17.1	20.7	18.0	2.5	2.9	2.6	11.9	15.7	13.6	14.9	15.2	15.2
石四藥集團	2005	8.67	26,132	20.6	28.3	23.4	4.0	6.2	5.2	13.6	N/A	N/A	21.6	23.1	23.8
聯邦製藥	3933	8.38	13,633	105.1	20.7	16.8	1.6	2.0	1.7	11.8	7.9	6.7	1.6	9.6	10.8
東陽光藥	1558	41.60	18,804	15.9	19.0	16.0	3.7	4.4	3.6	11.6	14.5	12.2	24.6	24.6	24.7
復旦張江	1349	3.99	3,683	47.4	21.8	12.8	4.1	2.8	2.2	27.1	11.7	6.1	8.8	15.4	24.9
東瑞製藥	2348	4.48	3,553	9.7	8.9	7.3	1.6	1.4	1.3	5.0	N/A	N/A	17.0	N/A	N/A
李氏大藥廠	950	11.88	7,033	17.4	25.0	22.1	2.2	3.6	3.2	11.6	N/A	N/A	13.7	14.1	14.1
			平均	31.8	26.1	21.0	3.9	4.3	3.6	16.2	17.5	13.7	19.5	17.4	18.8
			平均(醫療器械及醫藥)	33.1	25.3	20.1	3.4	4.0	3.4	15.7	17.4	13.6	16.2	15.3	16.7

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	851.2	1,344.9	1,619.2	1,935.6	2,248.6
骨科產品	287.3	266.1	296.1	335.7	386.9
整形美容與創面護理	225.1	306.6	400.9	514.8	613.9
眼科	120.1	557.0	682.3	817.7	949.7
防粘連及止血	211.1	212.1	236.5	263.8	294.3
其他	7.6	3.1	3.3	3.6	3.9
銷售成本	(141.6)	(287.5)	(344.2)	(410.5)	(475.4)
毛利	709.6	1,057.4	1,274.9	1,525.0	1,773.2
其他收益	28.2	53.9	49.4	58.8	68.7
銷售費用	(287.8)	(414.1)	(499.3)	(587.8)	(667.2)
行政費用	(90.2)	(194.8)	(234.8)	(276.5)	(313.8)
研發開支	(47.3)	(76.3)	(88.9)	(105.7)	(123.1)
其他開支					
息稅前收益	304.7	404.1	491.1	600.6	722.6
應佔聯營公司利潤	1.2	(2.3)	-	-	-
淨財務收入/(支出)	58.3	57.3	42.5	48.2	54.5
非經常性收入	1.7	2.5	-	-	-
稅前利潤	365.9	461.6	533.6	648.8	777.1
所得稅	(55.3)	(61.6)	(80.0)	(97.3)	(116.6)
非控制股東權益	(5.6)	(27.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
淨利潤	305.1	372.4	453.3	551.2	660.2
核心淨利潤	303.6	370.3	453.3	551.2	660.2
息稅折攤前收益	337.9	444.5	591.5	703.9	820.0

資料來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流動資產	1,205.2	1,689.3	1,760.1	1,846.7	1,954.3
物業、廠房及設備	544.7	703.4	803.4	919.3	1,056.3
無形資產	295.4	449.5	420.2	390.9	361.6
商譽	292.1	410.1	410.1	410.1	410.1
其他非流動資產	73.0	126.3	126.3	126.3	126.3
流動資產	2,488.2	2,386.0	2,738.3	3,083.6	3,529.9
現金及現金等值物	2,010.3	1,797.4	2,058.2	2,274.2	2,593.6
應收貿易款項	235.2	333.0	400.3	477.9	554.7
存貨	118.0	174.9	209.3	249.6	289.0
其他流動資產	124.8	80.6	70.5	81.9	92.6
流動負債	536.2	477.8	527.3	521.0	552.3
銀行貸款	26.7	19.9	17.9	16.1	14.5
應付貿易賬款	462.1	415.4	461.6	441.0	456.4
其他流動負債	47.4	42.4	47.8	63.9	81.4
非流動負債	171.4	230.8	230.8	230.8	230.8
其他應付貿易賬款	75.6	93.2	93.2	93.2	93.2
其他非流動負債	95.8	137.6	137.6	137.6	137.6
淨資產總值	2,985.9	3,366.7	3,740.2	4,178.4	4,701.1
少數股東權益	81.9	166.1	166.4	166.7	167.0
股東權益	2,904.0	3,200.6	3,573.8	4,011.7	4,534.1

資料來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	304.7	404.1	491.1	600.6	722.6
折攤和攤銷	35.8	67.7	100.7	103.6	97.7
營運資金變動	(58.1)	(47.1)	(45.4)	(149.9)	(111.5)
稅務開支	(33.2)	(80.7)	(74.7)	(81.2)	(99.1)
其他	5.3	(1.1)	(1.8)	(1.6)	(1.5)
經營活動所得現金淨額	254.5	343.1	469.9	471.5	608.3
資本開支	(75.7)	(134.3)	(171.5)	(190.2)	(205.4)
收購子公司	(242.2)	(296.0)	-	-	-
其他	(1,193.4)	281.9	42.5	48.2	54.5
投資活動所得現金淨額	(1,511.2)	(148.4)	(128.9)	(142.0)	(150.9)
債務變化	0.4	(8.6)	(2.0)	(1.8)	(1.6)
發行新股	-	-	-	-	-
派息	(58.6)	(85.8)	(80.0)	(113.3)	(137.8)
利息開支	(0.2)	(2.1)	1.8	1.6	1.5
融資活動所得現金淨額	(58.4)	(96.5)	(80.2)	(113.5)	(138.0)
現金淨變動	(1,315.2)	98.2	260.8	216.0	319.4
年初現金及現金等值物	2,037.8	725.3	1,797.4	2,058.2	2,274.2
匯兌差額	2.6	(1.6)	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	2,010.3	1,797.4	2,058.2	2,274.2	2,593.6

資料來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結: 12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
骨科產品	33.7	19.8	18.3	17.3	17.2
整形美容與創面護理	26.4	22.8	24.8	26.6	27.3
眼科	14.1	41.4	42.1	42.2	42.2
防粘連及止血	24.8	15.8	14.6	13.6	13.1
其他	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	83.4	78.6	78.7	78.8	78.9
息稅折攤前利潤率	39.7	33.1	36.5	36.4	36.5
稅前利率	43.0	34.3	33.0	33.5	34.6
淨利潤率	35.8	27.7	28.0	28.5	29.4
核心淨利潤率	35.7	27.5	28.0	28.5	29.4
有效稅率	15.1	13.3	15.0	15.0	15.0

增長 (%)

收入	28.2	58.0	20.4	19.5	16.2
毛利	27.0	49.0	20.6	19.6	16.3
息稅折攤前利潤	6.7	31.6	33.1	19.0	16.5
經營利潤	20.3	32.6	21.5	22.3	20.3
淨利潤	11.5	22.1	21.7	21.6	19.8
核心淨利潤	21.9	22.0	22.4	21.6	19.8

資產負債比率

流動比率 (x)	4.6	5.0	5.2	5.9	6.4
平均應收賬款周轉天數	70.0	77.1	82.7	82.8	83.8
平均應付帳款周轉天數	31.6	37.3	38.9	31.7	28.8
平均存貨周轉天數	252.7	185.9	203.7	204.0	206.8
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	10.5	11.6	12.7	13.7	14.6
資產回報率	8.3	9.1	10.1	11.2	12.0

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.91	2.33	2.83	3.44	4.13
核心每股盈利(人民幣)	1.90	2.31	2.83	3.44	4.13
每股股息(港元)	0.50	0.50	0.71	0.86	1.03
每股帳面值(人民幣)	18.14	20.00	22.33	25.07	28.33

資料來源：公司及招銀國際研究預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

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责任。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。