

# 吴海生物科技(6826 HK)

## 眼科增长靓丽，骨科业务承压

❖ **眼科业务稳健增长。**眼科业务近几个月增速维持近 25%，增速高于我们之前高双位数的全年预期。人工晶体业务，吴海已经建立了完整的产品组合，目前拥有 6 大品牌，从低端 PMMA 硬式到高端软式可折叠亲水/疏水人工晶体（价格介于人民币 200-15,000 元）。吴海未来希望借助海外公司研发力量，提升国内公司河南宇宙和珠海艾格人工晶体产品线，拓展高毛利产品业务。借助较全的产品线，公司在医院招标过程中可以保持较为稳定的价格，在医院拓展方面拥有进口和国产品牌更容易进院销售。此外，公司将继续寻求该领域的并购机会。眼科板块收入占 17 财年总收入的 41.4%，已经成为吴海最大的业务板块，我们相信眼科业务未来有望实现 20% 的内生增长。

❖ **骨科业务增长缓慢。**玻璃酸钠注射液近期增长较为缓慢，受招标降价压力以及销量持平影响。考虑到医院控费现象依然存在，我们预计玻璃酸钠注射液 18 财年将实现低单位数增长。医用几丁糖近几个月看到复苏现象，销售增长达 20%。该产品目前已被列入北京、上海和山西的省保险目录，公司正在进行市场推广争取进入更多省份收费目录以及纳入医保目录。考虑未来该产品被纳入更多省份医保，我们预计几丁糖未来销售增速会加快。现骨科业务增速主要由几丁糖带动，预计 18 财年骨科板块将录得低双位数增长。

❖ **医美业务增长稳健，**玻尿酸产品增速较为稳定，主要由海薇强劲销售带动，而 17 年上市的姣兰增速低于预期，因为国内医美诊所和整形医院对玻尿酸全产品线的接受度不高，鉴于此，吴海下半年会加大玻尿酸产品线的市场推广和学术推广力度。康合素上半年增速也是较为稳健，受益于医保目录升级乙类药品，且该商品是重组人表皮生长因子的独家冻干剂型，医保招标降价压力较小。此外，玻尿酸产能预计 18 年中扩产 3 倍，康合素产能预计扩产 2 倍。考虑到公司医美领域较强的品牌价值、持续的市场投入以及新的产能扩充，我们预计医美业务 18 财年可以继续录得 30% 的强劲增速。

❖ **催化剂：**1) 眼科业务整合较好，2) 骨科产品增长超预期，3) 中期业绩强于预期。4) 未来新的并购。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	851	1,345	1,619	1,936	2,249
核心净利润(百万人民币)	304	370	448	551	660
核心 EPS (人民币)	1.90	2.31	2.80	3.44	4.12
EPS 变动 (%)	11.9	22.0	20.9	23.1	19.8
市盈率 (x)	23.7	19.4	16.1	13.1	10.9
市帐率 (x)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6
股息率 (%)	1.1	1.1	1.6	1.9	2.3
权益收益率 (%)	10.5	11.6	12.7	13.8	14.6
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\$62.80
(前目标价)	HK\$59.50)
潜在升幅	+17.3%
当前股价	HK\$53.55

### 葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：[amyge@cmbi.com.hk](mailto:amyge@cmbi.com.hk)

### 医药行业

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

资料来源：彭博

### 股东结构

Jiang Wei	48.77%
管理层和员工	15.50%
其他投资机构	10.71%
流通股	25.02%

资料来源：彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	3.1%	5.5%
3 月	28.1%	32.5%
6 月	51.2%	44.9%

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](http://www.3healthcare.com)

- ❖ **略微上调 18/19 财年核心净利预测 0.1%/0.8%**。我们将 18/19 财年总收入增速轻微上调了 1.1%/2.0%，以反映眼科产品增速高于预期以及骨科业务销售较为疲弱。我们轻微上调眼科板块毛利率预测 1 个百分点，从 64% 上调至 65%，考虑到未来眼科板块整合后产品结构调整（更多的高毛利软式产品）。因此，我们的 18/19 财年核心净利预测上调了 0.1%/0.8%。我们预计 17-20 财年收入复合年增长率为 18.7%，核心净利润复合年增长率为 21%。
- ❖ **维持买入评级，目标价升至 62.80 港元**。眼科和医美业务将继续保持稳健增长并推动总收入增长。鉴于眼科整合后的协同效应、营销活动持续增加以及未来潜在收购兼并，我们认为眼科和医美业务未来有加速增长潜力。公司目前的市盈率为 2018/19 财年 15.9x/13.1x。我们新的目标价为 62.80 港元，基于未来 5 年现金流折现模型，我们的目标价对应着 18/19 财年 18.6x/15.3x 预测市盈率，较现价仍有 17.3% 的上浮空间。

图 1: 盈利预测变动

	2018			2019		
	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change
骨科产品	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%
<b>核心淨利潤</b>	<b>452.8</b>	<b>453.3</b>	<b>0.1%</b>	<b>546.5</b>	<b>551.1</b>	<b>0.8%</b>
<b>核心每股盈利 (人民幣)</b>	<b>2.83</b>	<b>2.83</b>	<b>0.1%</b>	<b>3.41</b>	<b>3.44</b>	<b>0.8%</b>
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

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(%)		
				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
<b>医疗器械</b>															
山东威高	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
微创医疗	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
先健科技	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
现代牙科	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
普华和顺	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
春立医疗	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
<b>医药</b>															
石药集团	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
中国生物制药	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
丽珠集团	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
三生制药	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
绿叶制药	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
石四药集团	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
联邦制药	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
东阳光江	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
复旦张江	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
东瑞制药	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
李氏大药厂	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(医疗器械及医药)	33.1	25.3	20.1	3.4	4.0	3.4	15.7	17.4	13.6	16.2	15.3	16.7

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）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>851.2</b>	<b>1,344.9</b>	<b>1,619.2</b>	<b>1,935.6</b>	<b>2,248.6</b>
骨科产品	287.3	266.1	296.1	335.7	386.9
整形美容与创面护理	225.1	306.6	400.9	514.8	613.9
眼科	120.1	557.0	682.3	817.7	949.7
防粘连及止血	211.1	212.1	236.5	263.8	294.3
其他	7.6	3.1	3.3	3.6	3.9
销售成本	(141.6)	(287.5)	(344.2)	(410.5)	(475.4)
<b>毛利</b>	<b>709.6</b>	<b>1,057.4</b>	<b>1,274.9</b>	<b>1,525.0</b>	<b>1,773.2</b>
其他收益	28.2	53.9	49.4	58.8	68.7
销售费用	(287.8)	(414.1)	(499.3)	(587.8)	(667.2)
行政费用	(90.2)	(194.8)	(234.8)	(276.5)	(313.8)
研发开支	(47.3)	(76.3)	(88.9)	(105.7)	(123.1)
其他开支					
<b>息税前收益</b>	<b>304.7</b>	<b>404.1</b>	<b>491.1</b>	<b>600.6</b>	<b>722.6</b>
应占联营公司利润	1.2	(2.3)	-	-	-
净财务收入 / (支出)	58.3	57.3	42.5	48.1	54.4
非经常性收入	1.7	2.5	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>365.9</b>	<b>461.6</b>	<b>533.5</b>	<b>648.7</b>	<b>777.0</b>
所得税	(55.3)	(61.6)	(79.1)	(97.3)	(116.6)
非控制股东权益	(5.6)	(27.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
净利润	305.1	372.4	454.2	551.1	660.1
<b>核心净利润</b>	<b>303.6</b>	<b>370.3</b>	<b>447.7</b>	<b>551.1</b>	<b>660.1</b>
<b>息税折摊前收益</b>	<b>337.9</b>	<b>444.5</b>	<b>585.0</b>	<b>703.9</b>	<b>820.0</b>

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）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
<b>非流动资产</b>	<b>1,205.2</b>	<b>1,689.3</b>	<b>1,760.1</b>	<b>1,846.7</b>	<b>1,954.3</b>
物业、厂房及设备	544.7	703.4	803.4	919.3	1,056.3
无形资产	295.4	449.5	420.2	390.9	361.6
商誉	292.1	410.1	410.1	410.1	410.1
其他非流动资产	73.0	126.3	126.3	126.3	126.3
<b>流动资产</b>	<b>2,488.2</b>	<b>2,386.0</b>	<b>2,733.3</b>	<b>3,079.2</b>	<b>3,525.5</b>
现金及现金等值物	2,010.3	1,797.4	2,053.2	2,269.9	2,589.2
应收贸易款项	235.2	333.0	400.3	477.9	554.7
存货	118.0	174.9	209.3	249.6	289.0
其他流动资产	124.8	80.6	70.5	81.9	92.6
<b>流动负债</b>	<b>536.2</b>	<b>477.8</b>	<b>527.2</b>	<b>520.9</b>	<b>552.2</b>
银行贷款	26.7	19.9	17.9	16.1	14.5
应付贸易账款	462.1	415.4	461.6	441.0	456.4
其他流动负债	47.4	42.4	47.7	63.8	81.3
<b>非流动负债</b>	<b>171.4</b>	<b>230.8</b>	<b>230.8</b>	<b>230.8</b>	<b>230.8</b>
其他应付贸易账款	75.6	93.2	93.2	93.2	93.2
其他非流动负债	95.8	137.6	137.6	137.6	137.6
<b>净资产总值</b>	<b>2,985.9</b>	<b>3,366.7</b>	<b>3,735.3</b>	<b>4,174.1</b>	<b>4,696.8</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>81.9</b>	<b>166.1</b>	<b>166.4</b>	<b>166.7</b>	<b>167.0</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,904.0</b>	<b>3,200.6</b>	<b>3,568.3</b>	<b>4,007.4</b>	<b>4,529.8</b>

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)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息税前收益</b>	<b>304.7</b>	<b>404.1</b>	<b>491.1</b>	<b>600.6</b>	<b>722.6</b>
折摊和摊销	35.8	67.7	100.7	103.6	97.7
营运资金变动	(58.1)	(47.1)	(45.4)	(149.9)	(111.5)
税务开支	(33.2)	(80.7)	(73.8)	(81.2)	(99.1)
其他	5.3	(1.1)	(7.6)	(2.3)	(1.5)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>254.5</b>	<b>343.1</b>	<b>465.0</b>	<b>470.8</b>	<b>608.3</b>
资本开支	(75.7)	(134.3)	(171.5)	(190.2)	(205.4)
收购子公司	(242.2)	(296.0)	-	-	-
其他	(1,193.4)	281.9	42.5	48.1	54.4
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,511.2)</b>	<b>(148.4)</b>	<b>(129.0)</b>	<b>(142.1)</b>	<b>(151.0)</b>
债务变化	0.4	(8.6)	(2.0)	(1.8)	(1.6)
发行新股	-	-	-	-	-
派息	(58.6)	(85.8)	(80.0)	(111.9)	(137.8)
利息开支	(0.2)	(2.1)	1.8	1.6	1.5
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(58.4)</b>	<b>(96.5)</b>	<b>(80.2)</b>	<b>(112.1)</b>	<b>(137.9)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(1,315.2)</b>	<b>98.2</b>	<b>255.8</b>	<b>216.6</b>	<b>319.4</b>
年初现金及现金等值物	2,037.8	725.3	1,797.4	2,053.2	2,269.9
汇兑差额	2.6	(1.6)	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等值物</b>	<b>2,010.3</b>	<b>1,797.4</b>	<b>2,053.2</b>	<b>2,269.9</b>	<b>2,589.2</b>

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	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
骨科产品	33.7	19.8	18.3	17.3	17.2
整形美容与创面护理	26.4	22.8	24.8	26.6	27.3
眼科	14.1	41.4	42.1	42.2	42.2
防粘连及止血	24.8	15.8	14.6	13.6	13.1
其他	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

## 盈利能力比率 (%)

毛利率	83.4	78.6	78.7	78.8	78.9
息税折摊前利润率	39.7	33.1	36.1	36.4	36.5
税前利润率	43.0	34.3	33.0	33.5	34.6
净利润率	35.8	27.7	28.1	28.5	29.4
核心净利润率	35.7	27.5	27.7	28.5	29.4
有效税率	15.1	13.3	14.8	15.0	15.0

## 增长 (%)

收入	28.2	58.0	20.4	19.5	16.2
毛利	27.0	49.0	20.6	19.6	16.3
息税折摊前利润	6.7	31.6	31.6	20.3	16.5
经营利润	20.3	32.6	21.5	22.3	20.3
净利润	11.5	22.1	22.0	21.3	19.8
核心净利润	21.9	22.0	20.9	23.1	19.8

## 资产负债比率

流动比率 (x)	4.6	5.0	5.2	5.9	6.4
平均应收账款周转天数	70.0	77.1	82.7	82.8	83.8
平均应付帐款周转天数	31.6	37.3	38.9	31.7	28.8
平均存货周转天数	252.7	185.9	203.7	204.0	206.8
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

## 回报率 (%)

资本回报率	10.5	11.6	12.7	13.8	14.6
资产回报率	8.3	9.1	10.1	11.2	12.0

## 每股数据

每股盈利(人民币)	1.91	2.33	2.80	3.44	4.12
核心每股盈利(人民币)	1.90	2.31	2.80	3.44	4.12
每股股息(港元)	0.50	0.50	0.70	0.86	1.03
每股账面值(人民币)	18.14	20.00	22.30	25.04	28.30

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。