



增持（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：104.22

证券分析师

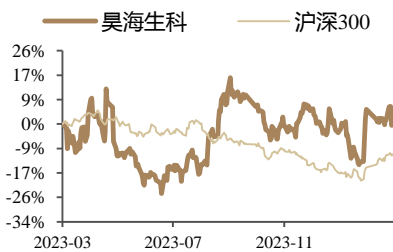
赵雅楠

资格编号：S0120523070002
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004
邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.50	3.87	-3.10
相对涨幅(%)	-8.85	-3.80	-7.37

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《昊海生科：23Q3 盈利能力持续提升，玻尿酸放量+医美矩阵丰富》，2023.10.26
- 《昊海生科(688366.SH)：23H1 业绩超预期，高端玻尿酸放量》，2023.8.18
- 《昊海生科(688366.SH)：短看疫后修复，长看“医美+医药”双轮发展》，2023.5.22

昊海生科：23 年业绩符合预期，玻尿酸延续高增，静待新品获批

投资要点

- **2023 年归母净利润+131%、延续高增长趋势，符合此前预期。(1) 2023 年业绩：**营收 26.54 亿/+24.59%、归母净利润 4.16 亿/+131%，落在此前预告的中枢。**(2) 23Q4 业绩：**营收 6.72 亿/+22.74%、归母净利润 0.89 亿/+377%，主因 22Q4 减值等因素影响基数，业绩符合预期。
- **销售结构调整带动毛利率提升，净利率同比改善明显。(1) 2023 年业绩：**高毛利的玻尿酸营收占比提升带动综合毛利率提升 1.52pcts 至 70.50%；期间费用为 52.38%、同比下降 3.47pcts，其中销售费率 30.69%/-1.21pcts，管理费率 15.74%/-3.14pcts，归母净利率为 15.68%、同比提升 7.21pcts。**(2) 23Q4 业绩：**毛利率为 67.13%、同比 22Q4 提升 1.26%、环比 23Q3 下降 5.71%，销售费率为 28.09%、同比及环比均下降，管理费率为 15.52%、同比提升 1.28%、环比下降 1.63%，归母净利率为 13.29%、同比提升 9.87%、环比下降 4.88%，展现较高盈利能力。
- **医美业务延续高增长趋势，储备多款新产品。(1) 整体经营：**2023 年医美业务实现营收 10.57 亿/+41.27%、超过眼科成为第一大业务，其中玻尿酸营收为 6.02 亿/+95.54%、人表皮生长因子为 1.71 亿/+13.58%、射频及激光设备为 2.84 亿/-1.97%；**(2) 玻尿酸产品拆分：**第三代玻尿酸海魅产品凭借较好效果+机构铺设，23 年营收超 2.3 亿、同增 129.32%，另外海薇、姣兰同增 94.14%、57.70%，预估 24 年将持续巩固海魅高端玻尿酸地位，同时“姣兰唇”新适应症获批后有望在合规发展下持续渗透；**(3) 新品规划：**1) 第四代交联产品已处于注册审评阶段；2) 正推进 Cytosial 玻尿酸国内注册上市工作；3) 储备外用产品 ET-01（已在美国开展二期临床）及注射产品 AI-09 肉毒素；4) 推进多款光电产品中国上市工作。
- **眼科国采落地，骨科恢复性增长。(1) 眼科业务：**2023 年营收为 9.28 亿/+20.57%，1) 白内障业务：营收为 4.97 亿/+35.07%，在疫后恢复性增长、且较 2021 年同增 12.9%，23 年 11 月人工晶体国采落地，以价换量有望提升市场占有率，预计短期内影响终端销售；2) 近视防控与屈光矫正产品线：营收为 4.01 亿/+5.82%，全球生产经营恢复带动视光材料恢复，同时高透氧材料持续拓展，视光终端材料略有承压、主因 22 年 7 月出售河北鑫视康影响（22 年营收 1351 万），24 年将加大“迈儿康 myOK”及“童享”等推广；3) 24 年计划：重点推进多款产品的注册申报及临床试验。**(2) 骨科业务：**23 年营收 4.76 亿/+22.56%，医用几丁糖（关节腔内注射用）以价换量实现 26.05% 营收增长，骨关节腔注射产品连续 9 年位居全国首位。
- **投资建议：**昊海生科为生物医用材料龙头企业，搭建“注射填充+光电仪器+肉毒+胶原”等管线，人工晶状体集采“以价换量”，看好“医美+医药”双轮驱动。预计 24-26 年营业收入至 32.41 亿/38.24 亿/43.33 亿，归母净利润为 4.98 亿/6.27 亿/7.55 亿，同增 20%/26%/20%，对应 PE 为 36X/29X/24X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济恢复低预期；医美市场竞争加剧；产品获批不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	171.48
流通 A 股(百万股):	138.58
52 周内股价区间(元):	77.70-119.41
总市值(百万元):	17,871.36
总资产(百万元):	7,105.50
每股净资产(元):	32.95

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,130	2,654	3,241	3,824	4,333
(+/-)YOY(%)	20.6%	24.6%	22.1%	18.0%	13.3%
净利润(百万元)	180	416	498	627	755
(+/-)YOY(%)	-48.8%	130.6%	19.7%	25.8%	20.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.05	2.43	2.91	3.65	4.40
毛利率(%)	69.0%	70.5%	70.4%	70.7%	70.9%
净资产收益率(%)	3.3%	7.4%	8.6%	10.4%	12.0%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.44	2.91	3.65	4.40
每股净资产	32.98	33.85	35.17	36.66
每股经营现金流	3.70	4.40	5.15	6.48
每股股利	0.40	1.87	2.33	2.92
价值评估(倍)				
P/E	44.38	35.87	28.52	23.69
P/B	3.28	3.08	2.96	2.84
P/S	6.73	7.71	6.53	5.77
EV/EBITDA	25.27	18.91	15.16	12.64
股息率%	0.4%	1.8%	2.2%	2.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	70.5%	70.4%	70.7%	70.9%
净利润率	15.5%	15.5%	16.6%	17.6%
净资产收益率	7.4%	8.6%	10.4%	12.0%
资产回报率	5.9%	6.8%	8.2%	9.4%
投资回报率	5.6%	7.2%	8.9%	10.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.6%	22.1%	18.0%	13.3%
EBIT 增长率	113.1%	31.9%	27.3%	21.1%
净利润增长率	130.6%	19.7%	25.8%	20.4%
偿债能力指标				
资产负债率	15.3%	15.7%	16.3%	16.5%
流动比率	5.2	4.9	4.7	4.5
速动比率	4.3	4.1	3.8	3.7
现金比率	3.8	3.6	3.3	3.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	48.1	38.0	35.0	33.0
存货周转天数	232.6	200.0	185.0	175.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
固定资产周转率	3.5	3.7	4.1	4.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	416	498	627	755
少数股东损益	-4	5	6	8
非现金支出	203	237	272	303
非经营收益	-71	3	4	3
营运资金变动	90	11	-26	43
经营活动现金流	634	754	883	1,112
资产	-265	-368	-371	-422
投资	-146	-2	-2	-2
其他	35	3	4	4
投资活动现金流	-377	-367	-369	-420
债权募资	298	0	0	0
股权募资	121	-24	0	0
其他	-676	-328	-408	-508
融资活动现金流	-258	-352	-408	-508
现金净流量	10	35	106	183

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为3月8日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,654	3,241	3,824	4,333
营业成本	783	960	1,121	1,260
毛利率%	70.5%	70.4%	70.7%	70.9%
营业税金及附加	15	23	27	30
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	815	972	1,128	1,257
营业费用率%	30.7%	30.0%	29.5%	29.0%
管理费用	418	493	566	628
管理费用率%	15.7%	15.2%	14.8%	14.5%
研发费用	220	259	298	325
研发费用率%	8.3%	8.0%	7.8%	7.5%
EBIT	444	585	745	903
财务费用	-62	-33	-33	-35
财务费用率%	-2.3%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-7	-2	-2	-2
投资收益	1	3	4	4
营业利润	507	620	781	941
营业外收支	1	1	0	0
利润总额	508	621	781	941
EBITDA	642	820	1,016	1,204
所得税	96	118	148	179
有效所得税率%	18.9%	19.0%	19.0%	19.0%
少数股东损益	-4	5	6	8
归属母公司所有者净利润	416	498	627	755

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,741	2,776	2,881	3,065
应收账款及应收票据	328	356	387	407
存货	526	541	611	614
其它流动资产	155	161	183	194
流动资产合计	3,750	3,834	4,062	4,279
长期股权投资	3	5	7	9
固定资产	767	868	941	1,032
在建工程	636	625	616	609
无形资产	729	767	795	823
非流动资产合计	3,355	3,491	3,592	3,714
资产总计	7,105	7,325	7,654	7,993
短期借款	10	10	10	10
应付票据及应付账款	55	62	75	79
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	651	704	788	860
流动负债合计	716	776	872	949
长期借款	157	157	157	157
其它长期负债	215	215	215	215
非流动负债合计	372	372	372	372
负债总计	1,088	1,148	1,244	1,322
实收资本	171	240	240	240
普通股股东权益	5,650	5,804	6,031	6,286
少数股东权益	367	372	379	386
负债和所有者权益合计	7,105	7,325	7,654	7,993

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。