

生物材料行业龙头，打造医械+医美消费综合平台

2024年04月17日

► **公司为生物材料细分领域龙头，眼科及医美增量业务布局打开发展天花板。**昊海生科成立于2007年，主要从事医疗器械产品的研发、生产和销售业务。公司以“自研+收购”策略快速切入医用生物材料市场，公司主营业务涵盖了眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连与止血四大类。其中公司近年积极布局的眼科(涵盖人工晶体、OK镜、PRL等)及医美业务(主要包括玻尿酸、肉毒素及光电产品)持续快速增长，打开公司发展第二曲线。

► **内外因素驱动下眼科及医美市场持续快速增长，创新产品迭起驱动行业增长持续性。**受益于较低的市场渗透率，以白内障手术治疗及屈光矫正为代表的眼科器械治疗市场前景广阔，2019年中国白内障及近视(20岁以下)患者规模分别为1.8亿人及1.7亿人，患病人群规模较大，且我国白内障手术治疗渗透率仅为发达国家的1/3，角膜塑形镜渗透率不足2%，健康意识增强背景下渗透率提升有望释放庞大市场需求。我国医美市场蓬勃发展，2021年市场规模达到1,891亿元，预计未来将持续以高速态势持续发展，以14%的复合增速增长至2030年的6,381亿元。近年以多功能晶体、新一代玻尿酸产品、医美光电为代表的新产品迭起，需求端繁荣+供给端迭代驱动眼科及医美行业持续较快增长。

► **公司业务布局全面，眼科及医美业务竞争力强。**1) **眼科业务：**公司实现眼科材料到产品全链路布局，公司为中低端人工晶体市场头部厂商，通过自有+代理品牌模式实现角膜塑形镜高中低端产品全覆盖，短期受益于2023年以来行业复苏，中长期随着公司多功能高端人工晶体及第二代PRL产品上市，眼科业务将进一步充实完善并扩充增量市场；2) **医美业务：**第三代“海魅”产品为国产首发，产品力强有望快速上量，公司新一代玻尿酸产品，公司收购欧美康华进入医美光电业务、投资布局肉毒素业务，此外公司第四代有机交联玻尿酸产品进入临床阶段，新产品不断推出为医美业务注入中长期增长动能；3) **骨科及防粘连业务：**公司为相关市场行业龙头公司，业务发展稳定。

► **投资建议：**公司为具有较强研发及业务管理布局能力、在细分赛道内具有市场影响力的消费+医械平台型公司，产品覆盖眼科、医美、骨科、防粘连等多个领域，医美及眼科产品力强，业务已经进入快速增长通道，骨科及防粘连业务发展稳定，我们预测2024-2026年公司收入32.6/39.9/48.1亿元，对应YoY为23%/22%/21%；归母净利润分别为5.3/6.7/8.2亿元，对应YoY为28%/25%/23%；对应2024-2026年PE倍数分别为29/23/19。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 行业竞争加剧的风险；2) 营销模式无法顺应市场变化的风险；3) 新产品开发不及预期的风险；4) 并购整合效果不及预期风险；5) 集采政策的不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,654	3,262	3,987	4,813
增长率(%)	24.6	22.9	22.2	20.7
归属母公司股东净利润(百万元)	416	534	665	819
增长率(%)	130.6	28.3	24.6	23.1
每股收益(元)	2.47	3.17	3.94	4.86
PE	38	29	23	19
PB	2.8	2.6	2.4	2.2

信息来源：IFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年4月16日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

92.55元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 袁维超

执业证书：S0100122070077

邮箱：yuanweichao@mszq.com

目录

1 生物材料细分领域龙头，布局眼科+医美业务拓宽成长边界	3
1.1 十余载精耕细作，打造医用耗材产品综合平台	3
1.2 公司股权结构集中稳定，高管团队专业背景深厚	5
1.3 2023 年以来业绩迅速反弹，营收利润均呈高速增长态势	6
2 眼科业务：基于全球领先技术，自研+收购打通全产业链	8
2.1 中国眼病市场潜力大，非药物治疗方向聚焦屈光矫正及白内障治疗两大领域	8
2.2 白内障：我国白内障患者基数大，长期渗透空间广阔	9
2.3 屈光矫正：近视防控成国家战略，OK 镜有效延缓近视发展	13
2.4 昊海生科：人工晶体产品矩阵丰富，屈视光业务长期成长可期	15
3 医美及创面护理业务：多维优势驱动玻尿酸业务高增，肉毒及光电等业务接力成长	23
3.1 “颜值经济”迎来快速增长，中国医美市场前景广阔	23
3.2 玻尿酸：终端应用场景广泛，占据医美市场核心地位	24
3.3 肉毒素：产品研发难度高，“四雄争霸”格局清晰	27
3.4 昊海生科：市场定位+技术优势，医美业务维持高增长	28
4 骨科&防粘连及止血业务：细分领域龙头，市占率常年居于首位	34
4.1 骨科：行业受益于老龄化加剧，公司市占率持续爬坡	34
4.2 防粘连及止血：终端手术人次稳定提升，公司龙头地位稳固	34
5 盈利预测与投资建议	36
5.1 盈利预测假设与业务拆分	36
5.2 估值分析	37
5.3 投资建议	38
6 风险提示	39
插图目录	41
表格目录	42

1 生物材料细分领域龙头，布局眼科+医美业务拓宽成长边界

1.1 十余载精耕细作，打造医用耗材产品综合平台

昊海生科成立于 2007 年，主要从事医疗器械产品的研发、生产和销售业务。公司以“自研+收购”策略快速切入医用生物材料市场，截至当前，公司主营业务涵盖了眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连与止血四大类。其中：

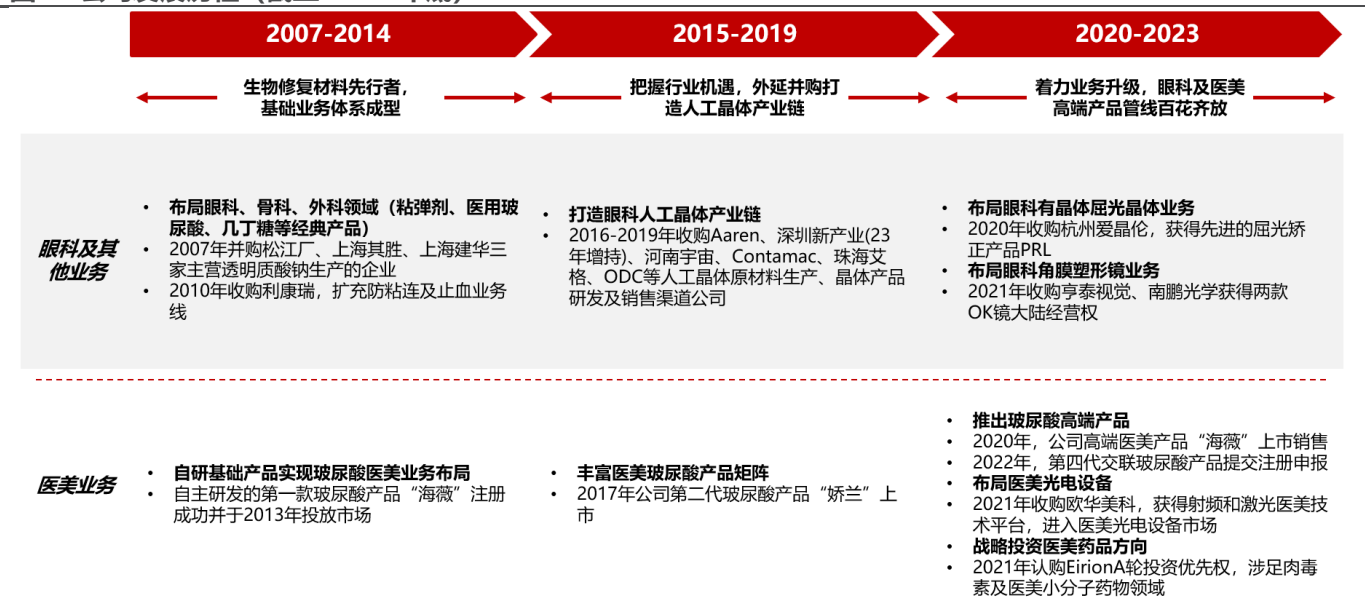
- 1) **眼科业务**：公司业务主要涉及白内障晶体植入治疗及屈光矫正领域，重点产品包括人工晶状体、角膜塑形镜、有晶体眼后房屈光晶体及眼科粘弹剂。公司单焦人工晶体发展较成熟，并通过国家集采进一步巩固市场份额。公司是国内眼科粘弹剂市场最大供应商，根据标点医药统计数据，截至 2022 年，公司眼科粘弹剂产品的市场份额为 44.5%，连续十六年位居中国市场份额首位。
- 2) **医疗美容与创面护理**：公司已形成覆盖玻尿酸真皮填充剂、表皮修复基因工程制剂、射频及激光设备四大品类的业务矩阵，贯通医疗美容、生活美容以及家用美容三大应用场景，可满足终端客户的全方位医美消费需求。其中，公司第三代玻尿酸产品“海魅”产品力较强，在国产厂商中具有稀缺性及显著竞争优势，发展前景广阔。公司通过外延+自建方式进入医美光电设备市场。
- 3) **骨科产品**：主要产品包含医用几丁糖产品与玻璃酸钠注射液，主要针对骨关节炎疾病的管理。公司为骨关节注射产品细分领域龙头，根据标点医药的研究报告，截止 2022 年，公司已连续九年稳居中国骨关节腔注射产品市场份额首位，市场份额由 2021 年的 45.5%持续增长至 45.5%。
- 4) **防粘连及止血产品**：该领域以医用几丁糖（防粘连用）和医用透明质酸钠凝胶两个产品为主。根据标点医药的统计数据，2022 年，公司防粘连材料的市场份额为 29.9%，是中国最大的防粘连材料供应商。

表1：公司各产品线内代表性产品汇总

类别	名称(代表产品)	适应症或用途
眼科	人工晶体	用于白内障摘除术后植入矫正无晶状体病人的视力
	有晶体眼后房屈光晶体	现有产品用于 20-50 周岁，-10.0D~-30.0D 的近视且屈光稳定的有晶体眼人群的屈光矫正
	角膜塑形镜	用于近视及散光度数在特定区间内的配戴者近视的暂时矫正
医美及创面护理	眼科粘弹剂	用作眼外科手术的填充剂，起手术空间及手术垫作用
	注射用透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织的中层到深层部位注射，以纠正鼻唇沟皱纹，部分产品可用于唇红体和唇红缘的皮下（或黏膜下）注射填充
	外用重组人表皮因子	适用于烧伤创面、残余小创面、供皮区创伤创面，慢性溃疡等新鲜和陈旧的皮肤创面的治疗
骨科	光电设备	射频产品：通过射频热能刺激真皮胶原重塑；激光产品：激光美肤设备和皮秒激光设备，利用高输出功率的激光产生光机械效应，震碎色素颗粒达到祛斑、提亮等皮肤医美效果
	几丁糖（关节腔内注射用）	作为骨关节内的润滑剂，用于防治外伤性或退变性骨关节炎。
防粘连及止血	玻璃酸钠注射液	膝关节退行性骨关节炎
	医用几丁糖	普通外科、妇产科：适用于所有腹腔、盆腔手术，可预防术后肠粘连和盆腔粘连；骨科：适用于所有肌腱、关节及神经手术，可预防肌腱、关节及神经粘连
	医用透明质酸钠凝胶	用于预防或减少腹（盆）腔手术的术后粘连

信息来源：公司官网，民生证券研究院

十余载精耕细作，“自研+并购”打造医用耗材产品综合平台。2007年，公司并购松江生物、上海其胜、上海建华、利康瑞，实现眼科、骨科、外科、医美领域基础业务奠基。此后，公司通过收购了Aarren、新产业、河南宇宙等人工晶体产业链公司构建完善人工晶体相关业务线；此后公司收购亨泰视觉、南鹏光学、河北鑫视康等多家企业开展OK镜、隐形眼镜的生产及销售；公司自2013年以来成功实现三代医美玻尿酸产品的商业化，在2021年收购欧美华科、Eirion进一步巩固医美产品平台。

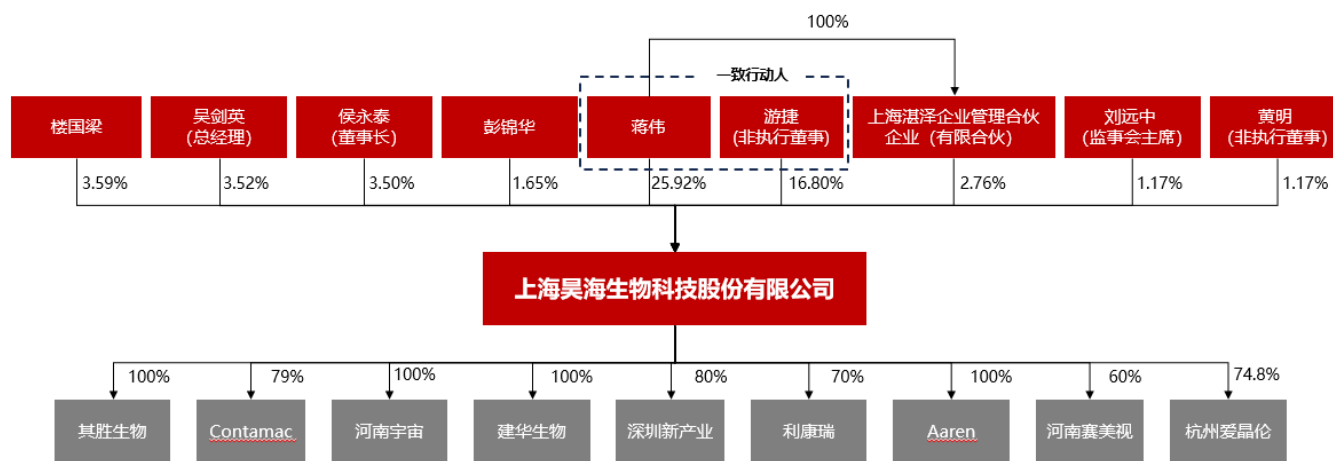
图1：公司发展历程（截至2023年底）


信息来源：公司公告，公司招股书，国家药品监督管理局，民生证券研究院

1.2 公司股权结构集中稳定，高管团队专业背景深厚

公司股权结构集中稳定。公司实际控制人为蒋伟、游捷夫妇，截至 2023 年 12 月 31 日，二人通过直接、间接持股共 45.48%，其中第一大股东蒋伟持股 25.92%，游捷持股 16.80%。总经理吴剑英和董事长侯永泰分别持股 3.52%、3.50%。

图2：公司股权结构（截止 2023 年底）



信息来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

表2：主要控股子公司主营业务

子公司	主营业务
其胜生物	主要从事医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶的生产和销售业务
建华生物	主要从事医用透明质酸钠凝胶的生产和销售业务
Contamac	主要从事制造及销售隐形眼镜及人工晶体材料、机器及饰品业务
河南宇宙	主要从事人工晶状体及相关产品的生产和销售业务
深圳新产业	主要从事眼科产品的销售业务
利康瑞	主要从事研发生物工程及药品以及相关技术转让、咨询及服务
Aaren	主要从事人工晶状体及相关产品的生产和销售业务
河南赛美视	主要从事人工晶状体及相关产品的研发、生产和销售业务
杭州爱晶伦	主要从事眼科产品的生产和销售业务

信息来源：公司公告，民生证券研究院

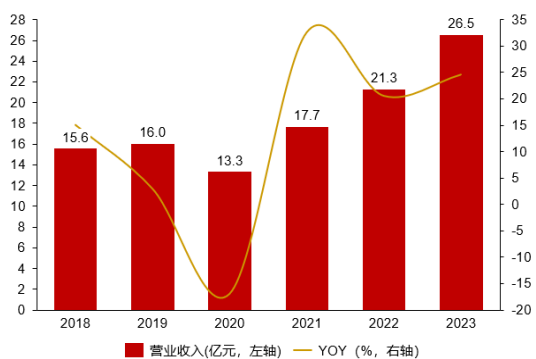
核心团队稳定，高管层拥有丰富医药领域从业经验。董事长侯永泰在医药行业拥有 28 年以上的医药行业研发经验，拥有超过 20 年以上的医药公司管理经验，曾入选“中国科学院海外人才百人计划”，曾在中国科学院上海药物研究所担任研究员及博士生导师。总经理吴剑英在医药行业拥有超过 29 年的从业经验，拥有超过 20 年以上的医药公司管理经验，于第二军医大学获得临床医学硕士，曾为第二军医大学第二附属医院普外科医生。董事长、总经理及任彩霞副总经理，

王文斌副总经理均为 2007 年公司成立即加入，团队长期合作，具备高度稳定性。

1.3 2023 年以来业绩迅速反弹，营收利润均呈高速增长态势

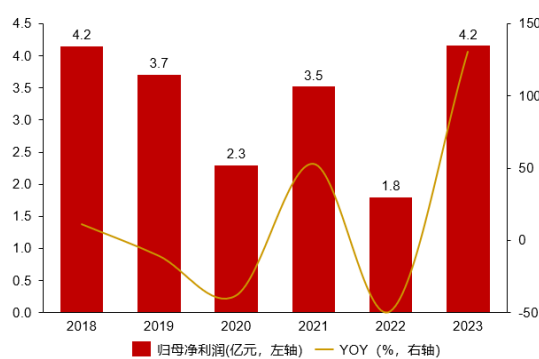
公司收入近年持续较快增长，2023 年以来行业形势复苏叠加新产品放量驱动盈利规模跃升。2021 年公司发展步入快车道，2020 年公司高端医美产品“海魅”获批上市、2020-2021 年公司通过收购切入眼科屈光矫正领域，驱动公司收入规模持续较快增长，2021-2023 年公司收入增速分别达到 32.6%、20.6%及 24.6%。2023 年以来公司利润端快速修复，2021-2023 年公司归母净利润增速分别为 53.1%、-48.8%及 130.6%。

图3：公司 2018-2023 营业收入及增速



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

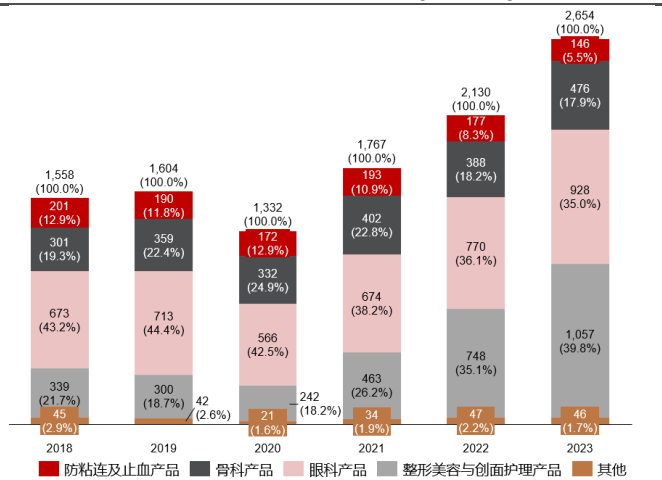
图4：公司 2018-2023 归母净利润及增速



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

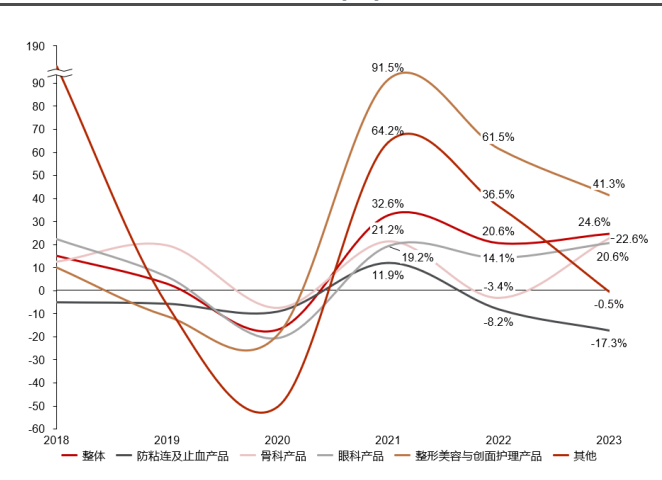
眼科+医美业务收入占比高、增长速度快，骨科+防粘连业务进入稳定发展阶段。眼科及医美业务是公司主要收入来源及增长驱动引擎。**1) 眼科业务：**公司 2016 年以来以外延收购方式布局人工晶体产业链，眼科业务逐渐发展成为公司支柱板块，2021、2022 及 2023 年收入占比分别为 38.2%、36.1%及 35.0%，2023 年以来随着院内及消费领域的复苏，眼科业务重回快速增长通道，2021、2022 及 2023 年板块收入增速分别为 19.2%、14.2%及 20.6%。**2) 医美业务：**医美板块收入近年处于快速增长阶段，公司第一代玻尿酸产品“海薇”于 2013 年上市，第二代产品“娇兰”及第三代产品“海魅”分别于 2017 及 2020 年上市，丰富的产品组合叠加较强的产品力共同驱动公司医美业务快速增长并成为公司另一个重要的支柱业务，打开眼科之后的第二增长曲线。2021、2022 及 2023 年公司医美业务占比分别为 26.2%、35.1%及 39.8%；2021、2022 及 2023 年医美业务增速分别达到 91.5%、61.5%及 41.3%。

图5：公司分板块营业收入及占比（百万元）



信息来源：IFinD，民生证券研究院

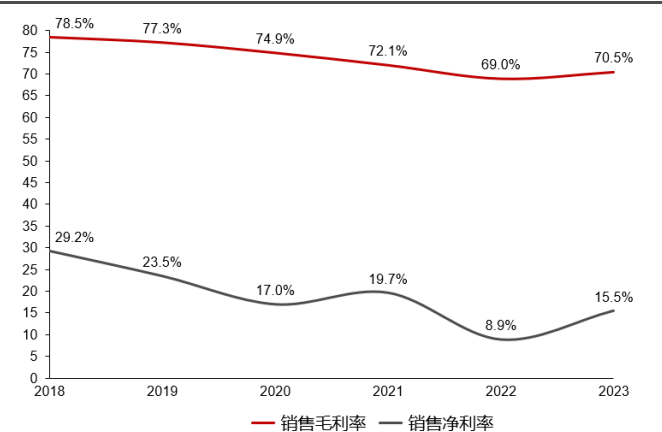
图6：公司分板块收入增速（%）



信息来源：IFinD，民生证券研究院

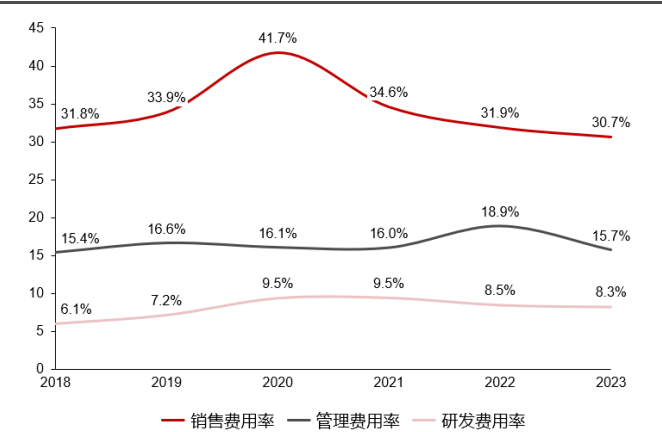
公司毛利率及净利率水平疫后显著改善，公司费用率维持稳定。公司盈利能力2023年以来持续恢复，公司销售毛利率、销售净利率水平分别从2022年69.0%及8.9%水平较快上升至2023年70.5%及15.5%水平。公司销售费用率情况持续优化，自2020年达到峰值后迅速下降，研发费用率及管理费用率近三年分别在15-20%及8-10%区间波动。

图7：2018-2023 公司盈利能力指标



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

图8：2018-2023 公司三费情况



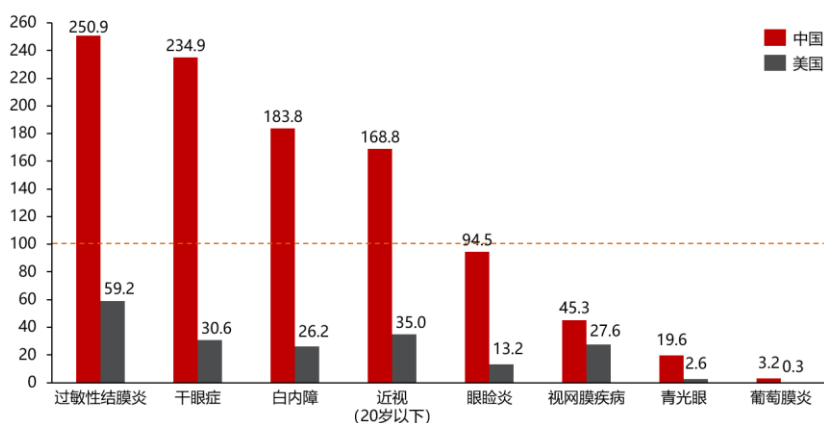
信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

2 眼科业务：基于全球领先技术，自研+收购打通全产业链

2.1 中国眼病市场潜力大，非药物治疗方向聚焦屈光矫正及白内障治疗两大领域

需求端看，中国是眼病大国，部分细分领域国内患病人群超亿人。参考2019年中美两国主要眼病患者规模，中国眼病患者规模显著高于美国水平，中国市场潜力较大。在主要眼科领域中，2019年中国过敏性结膜炎、干眼症、白内障及近视(20岁以下)患者规模分别为2.5亿人、2.3亿人、1.8亿人及1.7亿人，患病人群规模较大。其中白内障及近视矫正是非药品治疗方向的重点细分领域。白内障唯一有效治疗方案为人工晶体植入术，近视的主要治疗方案为佩戴视力矫正镜片(包括OK镜、传统框架眼镜等)，成为非药物治疗领域重点细分市场。

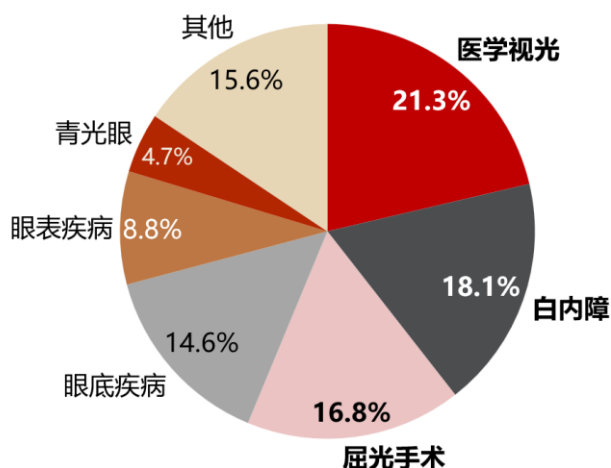
图9：2019年中美两国常见眼科疾病患者数（百万人）



信息来源：欧康维视招股书，民生证券研究院

供给端看，医学视光、白内障及屈光手术已经成为院端前三大收入来源。在细分市场上，于2019年，医学视光、白内障、屈光手术分别占据眼科医疗服务细分市场的前三位，占比分别达到21.3%、18.1%和16.8%。

图10：2019年中国眼科医疗服务市场各细分领域占比

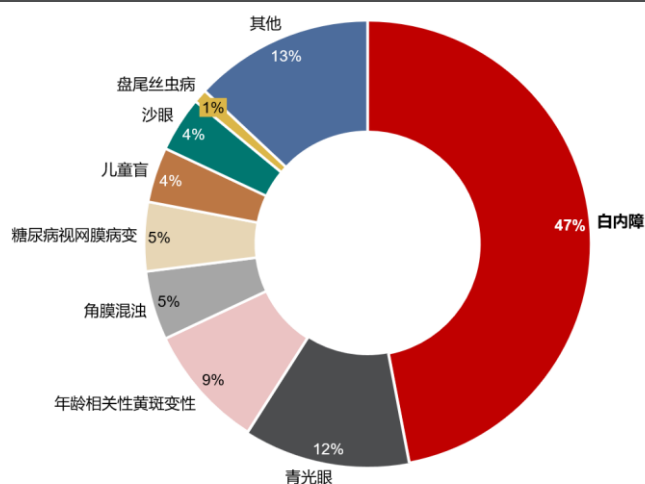


信息来源：华夏眼科招股书，民生证券研究院

2.2 白内障：我国白内障患者基数大，长期渗透空间广阔

白内障是致盲的首要原因，治疗必要性高。白内障是由于眼睛内的天然晶状体浑浊，阻碍光线进入而影响视力甚至导致失明，白内障是眼科致盲类疾病其中的第一大类疾病，是致盲的首要病因。根据世界卫生组织统计，老年性白内障是致盲的首要病因，约占失明原因的48%，大幅高于青光眼、黄斑变性、角膜浑浊等其他致盲因素。

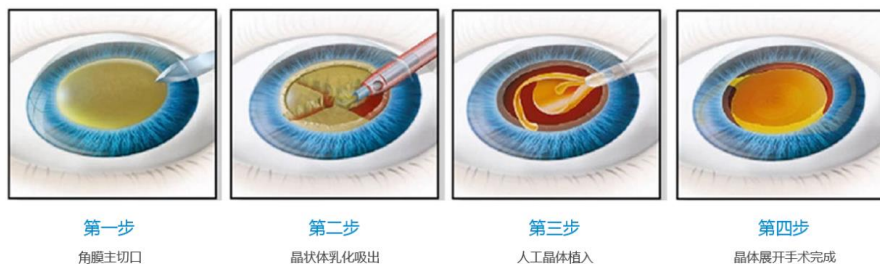
图11：全球致盲病因分布



信息来源：爱博医疗官网，民生证券研究院

手术植入人工晶体是目前白内障唯一有效疗法，涉及的人工晶体耗材是全球用量最大的植入类医疗器械。目前尚无可以有效阻止、延缓、治疗白内障的药物，通过手术植入人工晶状体以取代已变浑浊的天然晶状体是治疗白内障唯一有效的手段。因此，治疗白内障所用的人工晶状体成为眼科领域最主要和产值最高的生物材料，是全世界用量最大的人工器官和植入类医疗器械产品。

图12：手术植入人工晶体治疗白内障示意图

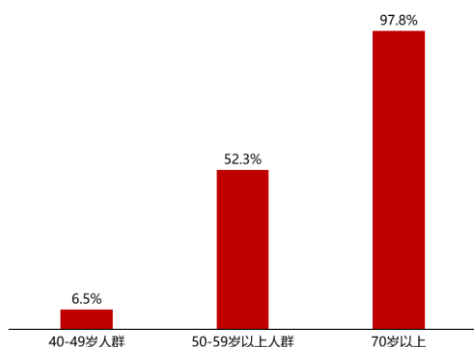


信息来源：爱尔眼科官网，民生证券研究院

受益于老龄化加深及手术渗透率提升，国内白内障手术量持续高增长具有坚实基础。白内障年龄相关程度较高，1) 在国内老龄化程度加深的背景下，潜在患者群体有望出现持续增长。根据北京市眼科研究所对北京地区所作的普查，白内障在 40-49 岁年龄组占 6.5%，在 50-59 岁年龄组占 52.3%，在 70 岁以上年龄组占 97.8%。中国社会老龄化程度日益加深，2018 年中国 60 岁及以上人口规模为 2.49 亿人，占总人口的比重已经达到 17.9%，随着中国全社会年龄结构的变化，白内障患病人数将持续增长，人工晶状体需求有望呈现长期较快增长态势。

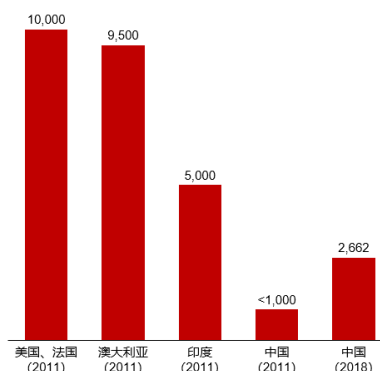
2) 国内白内障手术渗透率显著低于合理水平，根据《Cataract Surgical Rate and Socioeconomics: A Global Study》报告，2011 年美国、法国等发达国家的 CSR(Cataract Surgical Rate, 每年每百万人白内障手术例数)已达到 10,000，澳大利亚 CSR 为 9,500，印度 CSR 超过 5,000，2011 年中国 CSR 不足 1,000，经过近年快速发展，2018 年中国 CSR 已经达到 2,662，但较前述国家 2011 年水平仍有较大差距，手术渗透率进一步提高的潜力充足。随着中国国民视力健康程度逐步提高及政府和民间慈善组织的推动，中国 CSR 有望持续较快增长。

图13：中国分年龄白内障发病率统计数据



信息来源：爱博医疗官网，北京眼病研究(The Beijing Eye Study, BES)数据集，民生证券研究院

图14：主要国家白内障手术 CSR 对比(例/百万人)

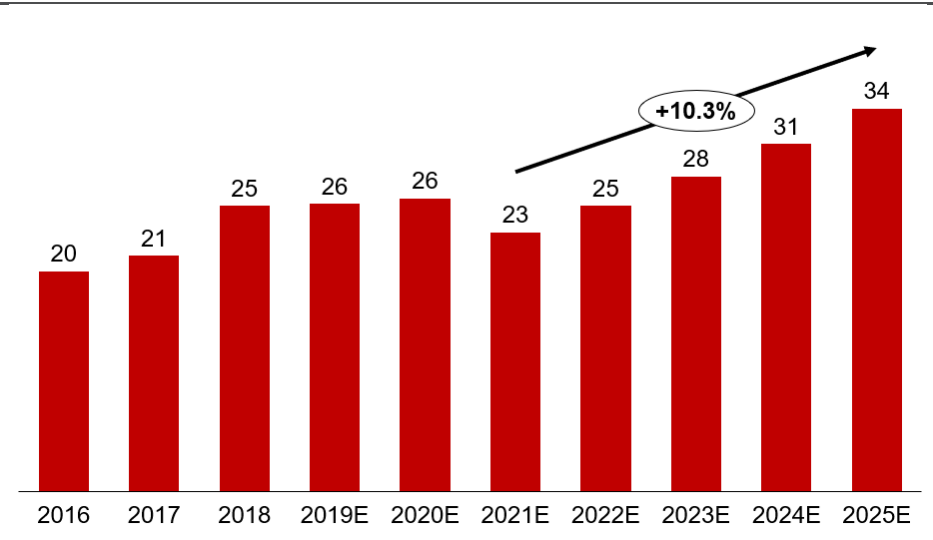


信息来源：爱博医疗招股书，民生证券研究院

在行业渗透率成长空间广阔背景下，我们预期集采推行有望实现以价换量，行业将维持平稳增长。根据爱博医疗招股说明书测算，2020 年我国人工晶状体市场规模约为 26 亿元（出厂端），2021 年一方面由于京津冀牵头的 3+N 集采导致市场价格有所下降，另一方面是 2020-2022 年白内障手术的正常开展受到一定影响，市场销售量亦有所降低。但随着集采及公卫事件带来的阵痛逐渐出清，行

业规模仍将在人口老龄化进程加剧及白内障手术 CSR 提升的共同驱动下实现稳定增长。

图15：中国白内障市场规模(亿元)

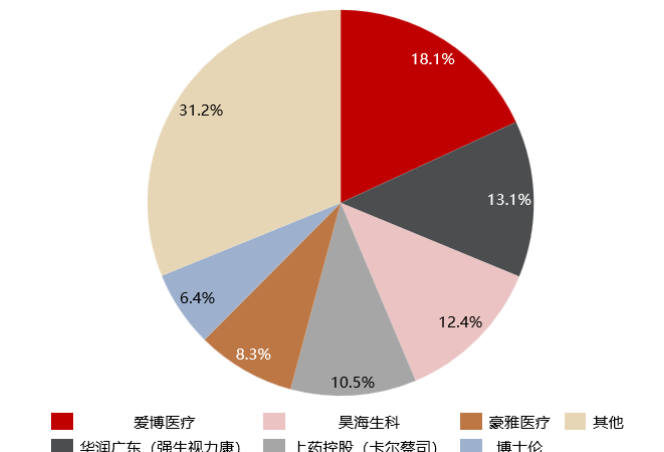
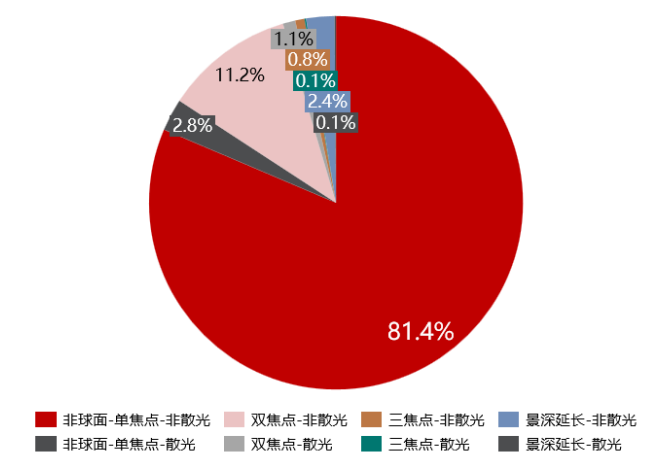


信息来源：爱博医疗招股说明书，民生证券研究院

从量的视角来看，中低端市场国产替代进程快速推进，爱博医疗、昊海生科为国产龙头企业。根据 2023 年《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告（第 2 号）》中所统计的终端医院需求申报数据，当前我国人工晶体市场仍以中低端基础产品单焦点（非球面-非散光）人工晶体为主（市场采购需求量占比达 81%）。单焦点（非球面-非散光）产品中爱博医疗、强生视力康、昊海生科为行业采购需求量前三厂商，市场份额分别为 18%、13%、12%。

图16：各类型人工晶体产品国采采购需求量格局

图17：单焦点非散光人工晶体国采采购需求量格局



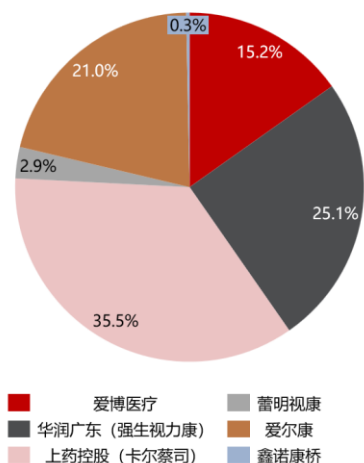
信息来源：国家组织医用耗材联合采购平台，民生证券研究院

信息来源：国家组织医用耗材联合采购平台，民生证券研究院

中端多功能人工晶体市场国产替代初具雏形。在中端多功能人工晶体中，新增散光管理功能的单焦（非球面-散光）人工晶体市场需求量中卡尔蔡司、强生视力康、爱尔康具有较大的市场份额，市场份额分别为 36%，25%及 21%，国产厂商中爱博医疗具有一定的市场地位，市场份额达到 15%，双焦点（含非散光

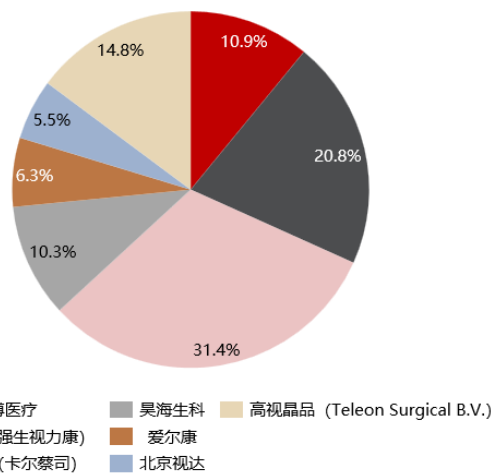
及散光) 人工晶体市场由卡尔蔡司、强生视力康主导，但国产人工晶体龙头厂商爱博医疗及昊海生科市场渗透初具成效，市场份额分别达到 11% 及 10%。中端人工晶体国产替代的进程初具雏形，以爱博医疗及昊海生科为代表的龙头厂商在国产化的浪潮中取得了一定的市场基础。

图18：单焦点散光人工晶体国采采购需求量格局



信息来源：国家组织医用耗材联合采购平台，民生证券研究院

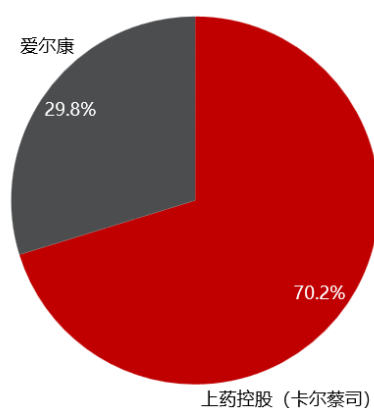
图19：双焦点人工晶体国采采购需求量格局



信息来源：国家组织医用耗材联合采购平台，民生证券研究院

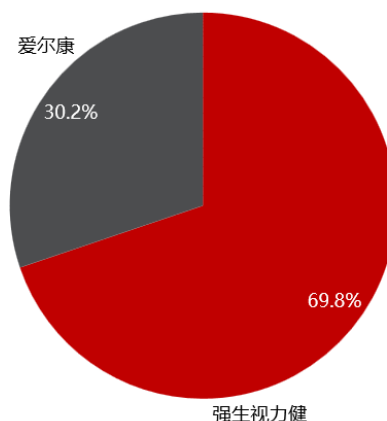
高端人工晶体市场当前仍被少数外资厂商垄断。相比于中低端人工晶体市场，高端市场厂商数量较少，仍处于蓝海阶段。高端市场中三焦点（含散光及非散光）人工晶体市场中，卡尔蔡司及爱尔康市场份额分别为 70.2% 及 29.8%。景深延长（含散光及非散光）人工晶体市场中，强生视力健、爱尔康市场份额分别为 69.8% 及 30.2%。

图20：三焦点人工晶体国采采购需求量格局



信息来源：国家组织医用耗材联合采购平台，民生证券研究院

图21：景深延长人工晶体国采采购需求量格局

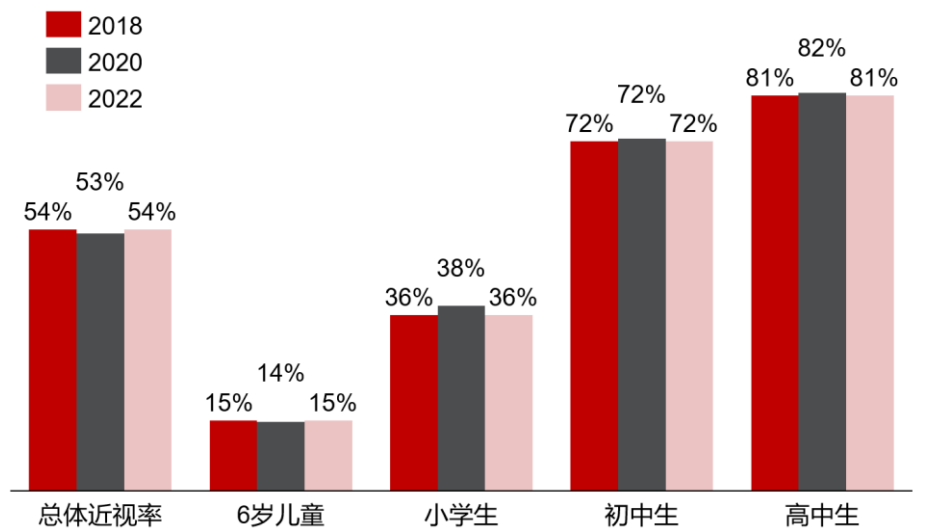


信息来源：国家组织医用耗材联合采购平台，民生证券研究院

2.3 屈光矫正：近视防控成国家战略，OK 镜有效延缓近视发展

我国近视人群数量庞大，近视市场广阔。我国近视人群数量庞大，据国家卫健委调查显示，2022 年全国儿童青少年总体近视率为 53.6%，其中 6 岁儿童近视率为 14.5%，小学生为 36.0%，初中生为 71.6%，高中生为 81%。呈现低龄化趋势，高度近视人群的眼科疾病发病率远高于正常视力人群。

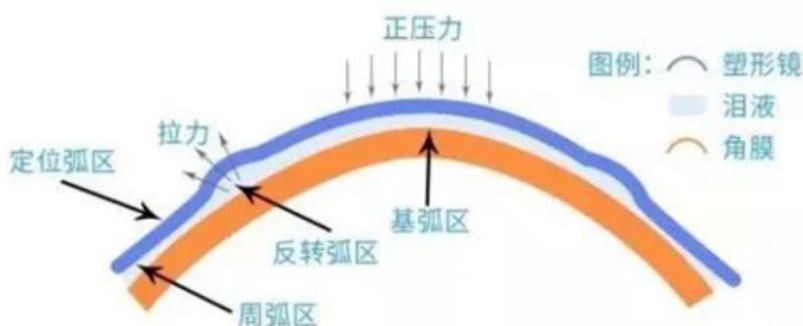
图22：我国青少年近视患病率维持高位



信息来源：国家卫健委，民生证券研究院

角膜塑形镜是主要屈光矫正产品之一，通过调整角膜形态控制近视度数。角膜塑形镜是一种经过特殊设计制作而成的硬性高透氧角膜接触镜。角膜塑形镜通过重塑角膜形状暂时性改变角膜屈光度，达到提高裸眼视力的效果。佩戴角膜塑形镜可改变角膜屈光力，在视网膜上形成近视化周边离焦，中心像点落在视网膜上，边缘像点落在视网膜上或视网膜前，消除远视性周边离焦，不会引起额外调节反射和眼轴伸长，达到控制近视发展效果。

图23：角膜塑形镜原理

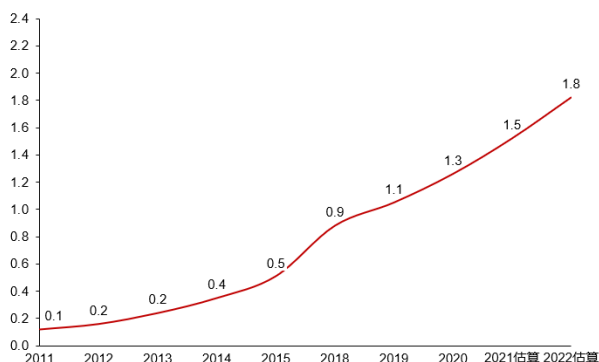


信息来源：南通大学附属医院眼科，民生证券研究院

当前我国大陆地区近视防控形势相对严峻，屈光矫正渗透率处于低位，对标

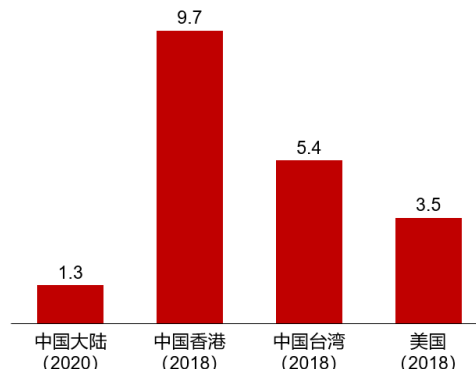
成熟市场还有数倍成长空间。近视防控与矫正已成为我国社会中广泛关注和亟待解决的重大健康问题，根据中国医疗器械行业协会数据，2020 年我国角膜塑形镜渗透率为 1.26%，呈现逐年提升趋势。随着产品逐步成熟，市场教育推广，采用角膜塑形镜等产品防控及矫正近视，已逐渐得到越来越多医生和近视人群的关注和认可，渗透率有望进一步提升。

图24：中国角膜塑形镜渗透率 (%)



信息来源：中国医疗器械行业协会，爱博医疗招股书，民生证券研究院

图25：中国大陆与港台、美国 OK 镜渗透率 (%) 对比



信息来源：中国医疗器械行业协会，爱博医疗招股书，民生证券研究院

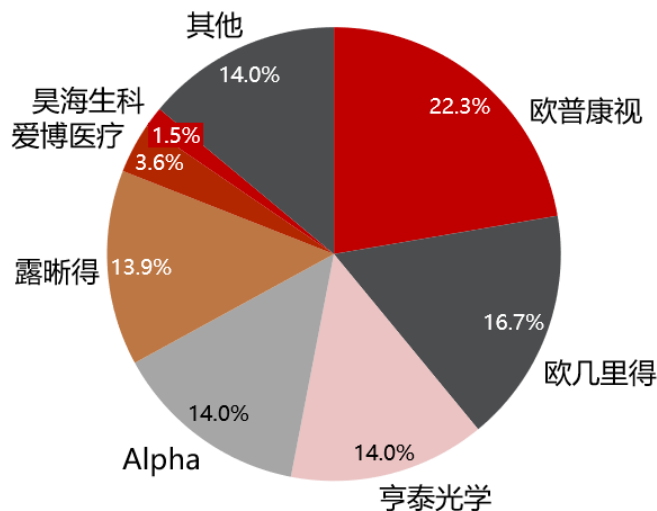
儿童青少年近视防控已上升为国家战略，近视矫正率有望持续提升。国家层面积极发布《儿童青少年近视防控光明行动工作方案(2021-2025年)》、《“十四五”全国眼健康规划(2021-2025年)》等支持性政策，提出要科学开展验光等检查，强化高度近视患者早期预警和干预，提升近视早期诊断、早期控制能力。

表3：政策层面多方关注青少年近视防控问题

时间	文件名称	相关内容	颁发部门
2018年	综合防控儿童青少年近视实施方案	到2030年，实现全国儿童青少年新发近视力健康整体水平显著提升，国家学生体质健康标准达标优秀率达25%以上。	教育部
2021年	儿童青少年近视防控光明行动方案(2021-2025年)	合力开展儿童青少年近视防控光明行动，健全完善儿童青少年近视防控体系，到2025年持续降低儿童青少年近视率。	教育部
2022年	“十四五”全国眼健康规划(2021-2025年)	推动近视科学地，科开展光等检查，强化高度近视患者早期预警和干预，提升近视早期诊断，早期控制能力。	卫健委

信息来源：教育部，卫健委，民生证券研究院

角膜塑形镜开发难度及品牌价值是重要的竞争壁垒，行业竞争格局较为集中。角膜塑形镜产品开发过程涉及材料学、光学等学科，中高端产品开发难度高，且其商业模式具有较强的消费属性，品牌壁垒较高，目前国内已经形成头部集中的竞争格局特征。根据华经产业研究院，我国角膜塑形镜行业前五大厂商依次为欧普康视、欧几里得、亨泰光学(昊海生科)、Alpha和韩国露晰得，前五家厂商合计市场份额占比高达81%，行业集中度较高。而新推出角膜塑形镜产品的爱博医疗和昊海生科自产角膜塑形镜产品市场份额占比分别为3.57%、1.50%。

图26：中国角膜塑形镜行业竞争格局


信息来源：华经产业研究院，民生证券研究院

2.4 昊海生科：人工晶体产品矩阵丰富，屈视光业务长期成长可期

公司起步于眼科粘弹剂基础业务，近年通过外延收购模式快速扩充构建了涵盖人工晶体全产业链、角膜塑形镜、有晶体眼屈光晶体的完善产品矩阵。自2016年起，公司通过收并购及增资控股等多种方式，陆续获得了深圳新产业、Contamac、河北鑫视康、亨泰视觉、杭州爱晶伦等公司的控制权。截至2023年底，公司已形成白内障、屈光矫正两大产品线，并在部分细分产品上形成了从上游原料供应、中游研发生产到下游销售服务的全产业链布局，实现了在眼科业务领域的纵深发展。

表4：公司自成立以来人工晶体相关业务投资并购项目汇总(截至2021年底)

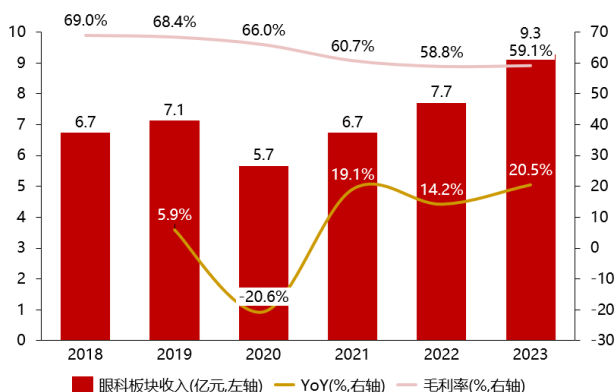
业务类型	时间	投资并购事件	标的公司业务
人工晶体	2016年11月	收购 Aaren 股权	全系列人工晶状体的研发、生产和销售
	2016年11月	收购深圳新产业 60%股权	人工晶状体销售、Lenstec 品牌人工晶状体长期独家代理商
	2016年12月	收购河南宇宙 100%股权	人工晶状体及其配套产品的生产和销售
	2017年12月	收购珠海艾格 100%股权	人工晶状体的研发、生产和销售
	2019年4月	收购 ODC100%股权	人工晶状体推注器产品生产商
眼科材料	2017年4月	收购 Contamac70%股权	角膜接触镜、人工晶状体原材料及视光材料供应商
PRL	2020年4月	收购杭州爱晶伦 55%股权	有晶体眼屈光晶体产品的研发、生产和销售
角膜塑形镜	2021年3月	收购亨泰视觉 55%股权	眼视光光学产品线综合服务商（迈儿康角 2021年3月膜塑形用硬性透气接触镜与贝视得视光功能性光学镜片）
	2021年12月	收购南鹏光学 51%股权	眼视光专业高科技企业（亨泰光学角膜塑形用硬性透气接触镜和硬性角膜接触镜 RGP）
隐形眼镜	2021年4月	收购河北鑫视康 60%股权	软性隐形眼镜的研发、生产和销售

资料来源：公司公告，公司招股说明书，民生证券研究院

2023 年以来公司眼科业务复苏态势强劲。2020-2022 年公司眼科业务增长经历阶段低谷，2020-2022 年公司眼科业务收入同比增长速度分别为-20.6%、19.1%及-14.2%且同期毛利率出现一定幅度的下滑，2023 年以来公司眼科进入复苏阶段，2023 年公司实现眼科业务收入 9.3 亿元，收入同比增速达 20.5%。

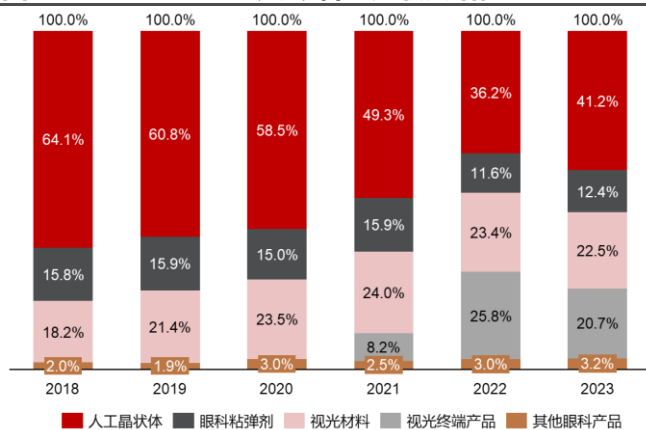
人工晶体为公司眼科业务核心业务板块，视光终端产品有望牵引公司第二增长曲线。自公司 2016 年收购 Aaren 并逐步搭建完善人工晶体产业链以来，人工晶体业务成为公司眼科业务线最大收入来源，2018-2020 年人工晶体业务在眼科板块收入贡献率均在 50%以上，2021-2023 人工晶体在眼科板块收入贡献率分别为 49.3%、36.2%及 41.2%。2021 年公司收购亨泰视觉及南鹏光学后，以角膜塑形镜为主的视光业务打开眼科业务增长第二曲线，2022 年及 2023 视光终端产品收入在眼科板块的收入贡献比例分别达到 25.8%及 20.7%，有望跟随国内消费复苏态势持续发展。此外，公司收购 Contamac 后，视光材料在眼科板块的收入贡献率维持在 20%以上的较高水平。

图27：2018-2023 公司眼科业务盈利情况



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

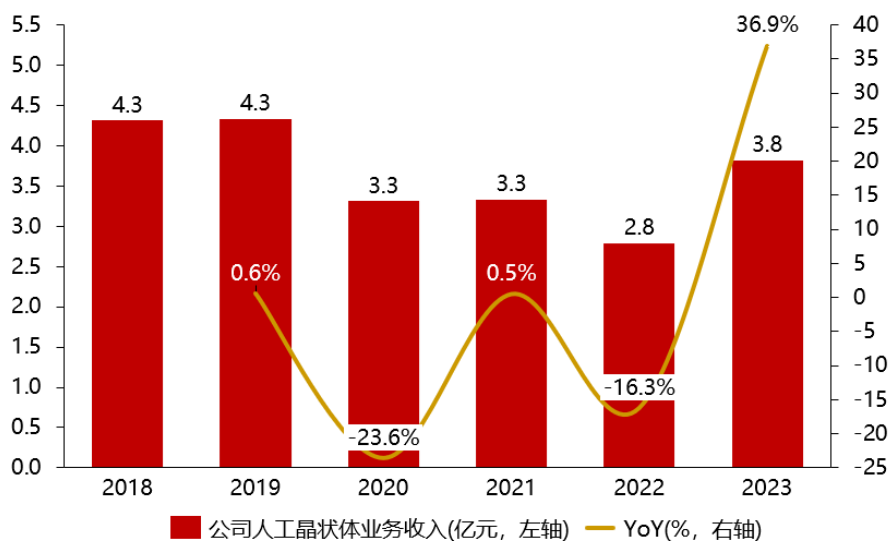
图28：2018-2023 公司眼科业务收入结构



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

2.4.1 人工晶体：人工晶体产品矩阵完善，在研多功能晶体蓄势待发

人工晶体为公司眼科业务支柱产品，看好外部扰动出清后的业绩反转持续性。人工晶状体为公司眼科业务的主要收入来源，2018-2019 年占比均稳定在 60.0% 以上，但 2020-2022 年，公司人工晶状体业务受到终端手术量下降及多地集采落地影响，销售收入及其占比持续下滑，2022 年人工晶状体实现营业收入 2.8 亿元。随着 2023 年终端白内障治疗手术量回暖复苏，公司 2023 年人工晶状体实现营业收入 3.8 亿元，同比增长 36.9%，基于白内障手术良好的基本面及持续推进的国产替代产业趋势，我们认为公司人工晶体业务未来仍将维持较快的增长速度。

图29：2018-2023 公司人工晶体业务收入及增速


信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

公司人工晶体并购成长路径清晰，人工晶体业务已实现从原料、研发到渠道的完整布局。公司在 2016 年-2017 年之间，陆续收购 Aaren、深圳新产业、河南宇宙、Contamac、珠海艾格等多家企业。从产业链布局上来看，公司通过收购世界最大的人工晶体、视光产品上游原料供应商之一 Contamac，掌握了上游优质原料供应环节的技术及产能；通过收购 Aaren、河南宇宙等掌握了人工晶状体产品的研发和生产工艺；通过深圳新产业等的专业眼科高值耗材营销平台强化了人工晶状体产品下游销售渠道。截至当前，公司在人工晶状体领域已经实现了纵向全产业链的完整布局。

现有产品：公司拥有完整的人工晶状体产品组合，覆盖各主要材质、光学设计及附加功能品类的全系列人工晶状体。公司生产及经销的人工晶状体材质包括 PMMA，亲水性丙烯酸和疏水性丙烯酸；光学基面包括球面和非球面，光学设计包括单焦点，可调节和多焦点产品；附加功能包括防紫外线，增加生物相容性以降低术后炎症反应的肝素表面改性产品以及预装式设计等。凭借完整的人工晶状体产品组合，公司在市场开拓中能够更好地满足各类终端医院的多样化需求，从而更具竞争力。

表5：公司人工晶体产品汇总

	型号	市场定位	材质	光学设计	终端市场中标价格
河南宇宙	PC156C55	基础型	PMMA	球面单焦	100-400
	PCF60	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	900-1,600
珠海艾格	PC55125	基础型	PMMA	球面单焦	100-500
	N4-18B	中端	疏水性丙烯酸	球面单焦	1,400-1,800
	N4-18YG	中端	疏水性丙烯酸	非球单焦	3,000-3,600
	NS-60YG	中高端	疏水性丙烯酸	非球单焦	3,200-4,000
	SZ-1	中高端	疏水性丙烯酸	非球单焦	3,800-4,000
Aaren	HSP-55B	基础型	PMMA	球面单焦	500-1,000
	Aqua-Sense	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	800-1,500
	Bio Vue	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	900-1,600
	Aqua-Sense PAL	中端	亲水性丙烯酸	非球单焦	2,000-2,500
	X55125H	基础型	PMMA	球面单焦	800-1,000
	HQ-201	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	1,400-1,800
	HQ-201 HEP	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	1,700-2,200
	HQ-201 HEP XO	中高端	亲水性丙烯酸	非球单焦	3,300-3,500
深圳新产业	SOFTEC I	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦	1,300-1,600
	SOFTEC IO	中端	亲水性丙烯酸	球面单焦（大光学面）	1,800-2,400
	HD	中端	亲水性丙烯酸	非球单焦	2,500-2,800
	HDO	中高端	亲水性丙烯酸	非球单焦（大光学面）	4,200-5,000
	HD PLI	中高端	亲水性丙烯酸	非球单焦	3,500-5,000
	SBL-3	高端	亲水性丙烯酸	非球多焦	9,500-13,000
	Tetraflex HD	高端	亲水性丙烯酸	非球可调节	7,800-10,000
	Tetraflex HD PLI	高端	亲水性丙烯酸	非球可调节	7,700-12,000

信息来源：公司招股说明书，民生证券研究院

在研产品：公司高端人工晶体研发管线储备充分，强大研发能力赋予公司在高端市场的破局潜力。公司人工晶状体在研产品储备丰富，根据公司 2023 年半年度报告，公司目前拥有多个国际领先的人工晶状体在研项目，其中包含疏水模注散光矫正非球面人工晶状体、疏水模注非球面三焦点人工晶状体、亲水非球面多焦点人工晶状体等突破了公司原有单焦点基础产品产线制约的创新型产品。未来借助公司基础市场份额优势，高端产品上市后有望帮助公司打破高端市场的进口品牌垄断格局。

表6：公司人工晶状体在研产品

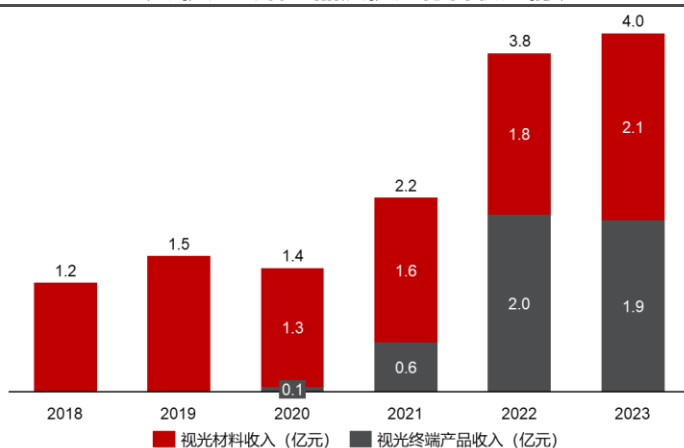
项目名称	投资进度	项目进度	技术水平	具体应用前景
疏水模注散光矫正非球面人工晶状体	86.89%	临床试验	国际领先	开发一种具有矫正角膜散光功能的新型人工晶状体。
亲水非球面多焦点人工晶状体	63.58%	临床试验	国际领先	获得一种新型的基于衍射光学原理的多焦点人工晶状体，使患者在术后获得良好的全程视力，提高术后完全脱镜率。
疏水模注非球面三焦点人工晶状体	66.18%	临床试验	国际领先	依托全球领先的材料技术，采用独有模注工艺，获得一种新型的基于衍射光学原理的全球领先三焦点人工晶状体。

信息来源：公司公告，民生证券研究院

2.4.2 屈光矫正及视光材料：角膜塑形镜产品组合丰富，屈光 PRL 具备高度稀缺性

公司视光产品种类丰富，屈光产品具备较强稀缺性，并外延收购上游视光材料公司 Contamac，有望驱动公司眼科业务保持增长。2018-2022 年，在并购业务带来的并表影响下，公司近视防控与屈光矫正业务收入复合增速达到 32.7%，呈现高速增长态势。2023 年，公司近视防控与屈光矫正业务收入 4.0 亿元，同比增长 5.8%，增速有所下降主要是 2022 年 7 月 1 日出售河北鑫视康 60% 股权后，不再将其纳入合并范围。公司掌握全球最大视光产品原料供应商之一 (Contamac)，拥有原材料端的稳定供应及成本优势，且在现有产品性能优势显著、储备产品管线富足的背景之下，有望持续增厚公司近视防控与屈光矫正业务收入，打造公司眼科业务的第二增长引擎。

打通高毛利视光全产业链，视光业务持续增长。公司 2016-2017 年收购全球最大视光材料生产商之一 Contamac 开始布局眼科材料业务。在 2020-2022 年间，继续收购亨泰视觉、厦门南鹏等多个视光终端产品公司，打通视光产品全产业链。2023 年公司视光材料及视光终端产品分别实现销售收入 2.1 亿元、1.9 亿元，有望成为公司眼科业务新的增长点。

图30：2018-2023 公司视光终端产品及视光材料收入情况


信息来源：公司公告，民生证券研究院

在角膜塑形镜 (OK 镜) 领域，公司经销产品“迈儿康 myOK” 透氧系数 DK 值国内领先，自研“童享” 补足视光产线。公司通过下属子公司上海亨泰视

觉及南鹏光学分别拥有亨泰光学高端角膜塑形镜产品“迈儿康 myOK”、角膜塑形镜产品“亨泰 Hiline”于中国大陆地区的独家经销权。其中“迈儿康 myOK”为目前国内透氧率最高的角膜塑形镜产品，透氧系数 DK 值高达 141，并已获中国专利授权 7 项。“亨泰 Hiline”角膜塑形镜产品在中国市场销售已超过十年，拥有极高的行业声誉和品牌口碑。

此外，公司旗下子公司（深圳新产业）利用自主研发的光学设计系统，基于 Contamac 全球领先的高透氧材料，研制的“童享”系列新型角膜塑形镜产品已于 2022 年 12 月在国内获批注册上市，自此，公司形成多款产品线，可有效满足不同消费者的细分需求，有望扩大公司角膜塑形镜产品的市场占有率和影响力。

表7：国内已上市角膜塑形镜产品

注册证编号	注册人名称	镜片材质	近视度数范围	散光度数范围	透氧系数	批准日期
进口产品						
国械注许 20213160016	鹰视	Oprifocon A(Boston Equalens II)	-4.00D 之内	1.50D 以内		2021/9/28
国械注进 20163160202	Paragon Vision	氟硅丙烯酸酯聚合物	-3D.00 以内	0 ~ -1.50D	75	2020/1/10
国械注许 20193160009	亨泰光学	镜片材料为 hexafocon B	-4.00D 之内	1.50D 以内	141	2019/9/23
国械注许 20163160006	亨泰光学	Oprifocon A (Boston®Equalens II)	-4.00D 之内	1.50D 以内	67.5	2021/1/26
国械注进 20163163260	普睿光视	Paflufocon D	-4.00D 之内	1.50D 以内	75	2022/1/4
国械注进 20223160319	目立康	tisilfocon A	-4.00D 之内	1.50D 以内		2022/6/28
国械注进 20163161583	阿迩发	BOSTON EM	-4.00D 之内	1.0D 以内	78	2019/10/18
国械注进 20163160204	欧几里德	BOSTON EQUALENS II (oprifocon a)	-5.00D 之内	1.50D 以内	95	2020/12/25
国械注进 20163160203	韩国露晰得	BOSTON XO (hexafocon a)	-5.00D 之内	2D 以内	75	2020/6/23
国械注进 20173166392	荷兰普罗克尼	六氟异丙基异丁烯酸酯	-4.50D 以内	1.50D 以内		2021/7/15
国产产品						
国械注准 20223161551	阿迩发(无锡)	BOSTON EM	-4.00D 之内	1.0D 以内	78	2022/11/23
国械注准 20223161170	北京博视顿	氟硅丙烯酸酯	-4.00D 之内	1.50D 以内	-	2022/9/5
国械注准 20233160484	菁眸生物	氟硅丙烯酸酯	-3D.00 以内	1.50D 以内	-	2023/4/12
国械注准 20163160131	欧普康视	氟硅丙烯酸酯	-6.00D 以内	1.50D 以内	75	2020/3/2
国械注准 20223161771	深圳市新产业	氟硅丙烯酸酯	-4.00D 之内	1.50D 以内	-	2022/12/23
国械注准 20193160198	爱博诺德	氟硅丙烯酸酯	-4.00D 之内	1.75D 以内	125	2019/3/25
国械注准 20213160638	天津视达佳	氟硅丙烯酸酯	-4.00D 之内	1.50D 以内	-	2021/8/18
国械注准 20223160792	浙江天瞳	氟硅丙烯酸酯	-4.00D 之内	1.50D 以内	-	2022/6/28
国械注准 20233161197	上海艾康特	氟硅丙烯酸酯	-4.00D 以内	1.50D 以内	-	2023/8/17
国械注准 20233161315	富螺医疗	硅酮丙烯酸酯	-4.00D 之内	1.50D 以内	-	2023/9/12

信息来源：NMPA，民生证券研究院

在有晶体眼屈光晶体领域，公司依镜 PRL 具备稀缺性。有晶体眼屈光晶体手术能够在不切削角膜正常组织的同时实现矫正近视，具有保留人眼晶状体调节功能、手术可逆等优点，是一种安全有效的近视矫正方法。目前，中国市场仅有两款有晶体眼屈光晶体获批上市销售（分别为 Staar Surgical 的 V4c、杭州爱晶伦的 PRL），**依镜 PRL 为唯一的国产产品，且为 1,800 度以上超高度近视患者的唯一选择，具有高度稀缺性。**

表8: 公司 PRL 晶体特性

公司 PRL 晶体优势	详解
适应症广	1)PRL 晶体轻薄, 对前房深度包容性强; 2)矫正范围广 (-10.00D~-30.00D); 3)浅前房 (ACD \geq 2.5mm)、房角更窄 (房角 \geq 35°)、角膜更小 (WTW \geq 10.3mm) 的患者;
PRL 晶体选型简便	1)悬浮型设计, PRL 晶体拱高自然稳定; 2)两种型号 (BK113&BK108) 更适合亚洲人眼需求;
PRL 晶体源性白内障发生风险低	1)疏水材料安全、无毒、稳定性强; 2) PRL 晶体柔软, 保护眼组织; 3)悬浮设计, 不接触、不摩擦眼内组织; 4) 光学区设计合理, 后表光滑;
手术可逆	1)不切削角膜, 术后干眼少; 2)加法手术, PRL 晶体可随时取出;
视觉质量优	1)不损伤人眼光学系统; 2)不改变人眼自身像差; 3)PRL 晶体光透过率高

信息来源: 依镜 PRL 微信公众号, 民生证券研究院

此外, 公司自收购杭州爱晶伦后即着手对 PRL 产品进行升级, 第二代房水通透型产品相较前一代产品, 将实现房水循环, 并能够提供更为广泛的视力矫正范围。目前, 该项目已在国内开展临床试验。

表9: 公司有晶体眼人工晶体产品及在研项目

产品名	公司	产品描述
依镜®PRL 有晶体眼后房屈光晶体	杭州爱晶伦	屈光矫正范围为-10.00D~-30.00D, 已获得国家药监局批准上市。目前, 中国市场仅有两款该类产品获批上市销售, 依镜 PRL 为唯一的国产产品。
房水通透型有晶体眼后房人工晶状体 (在研)	杭州爱晶伦	一款用于矫正近视的可植入人工晶状体, 能够实现近视、尤其是高度近视人群的摘镜需求, 且无需做虹膜周切手术, 就能实现房水的自然流通。

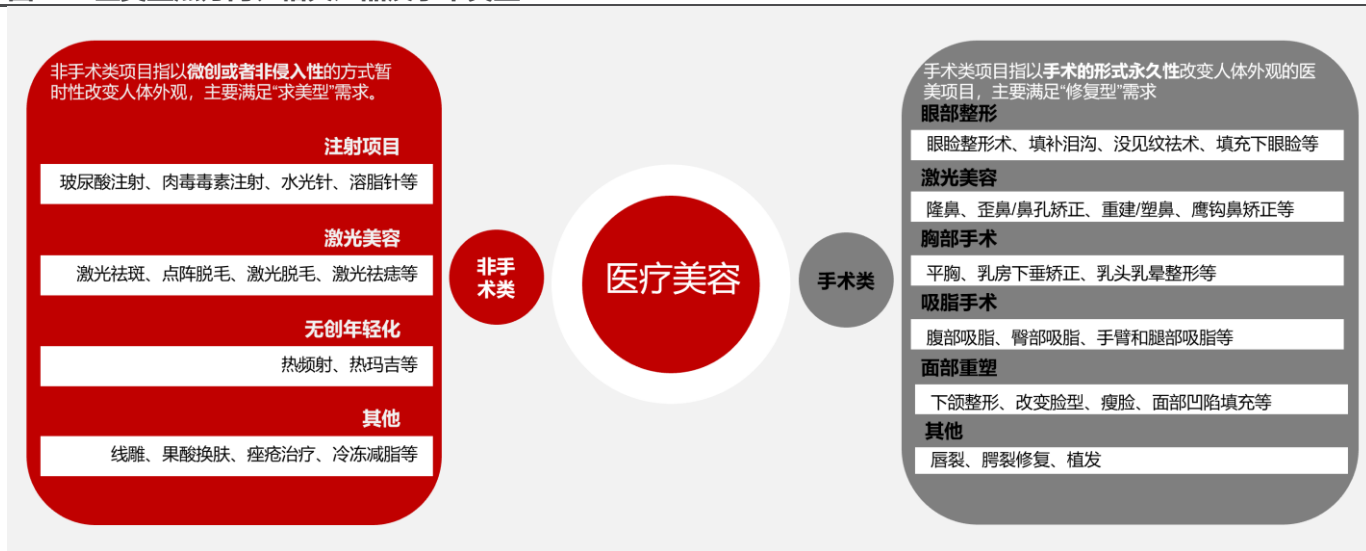
信息来源: 公司官网, 公司公告, 民生证券研究院

3 医美及创面护理业务：多维优势驱动玻尿酸业务高增，肉毒及光电等业务接力成长

3.1 “颜值经济” 迎来快速增长，中国医美市场前景广阔

医疗美容是指运用手术药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。医疗美容分为手术类和非手术类，手术类是指通过手术对身体直接进行改变或改善胸、鼻眼等部位的外观，非手术类主要是注射激光和超声等疗法。

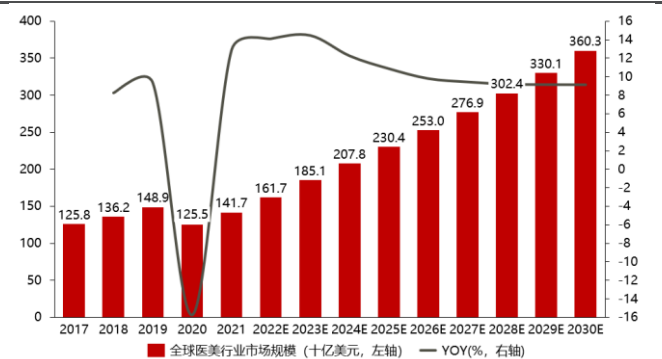
图31：医美重点方向、相关产品及手术类型



信息来源：ISAPA，医疗美容分级管理目录，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

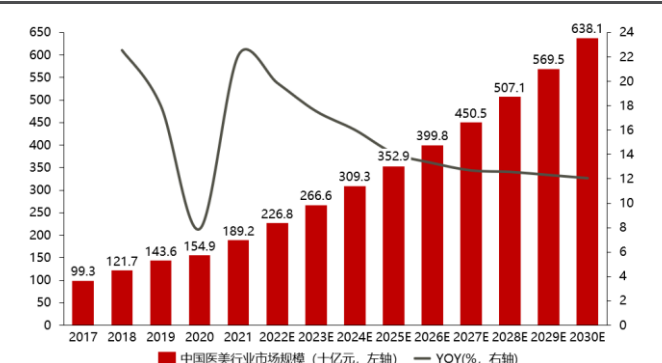
颜值经济兴起，全球医美市场高景气度，中国医美市场蓬勃发展。全球医美市场进入稳定发展阶段，中国医美市场增速领跑全球，处于加速增长期。根据弗若斯特沙利文报告，2021 年全球医美市场规模约 1,417 亿美元并将以 11% 的复合增速较快增长，2030 年市场规模有望达到 3,603 亿美元。从我国市场来看，随着人均可支配收入增加、大众对医美接受程度提高等多重因素推动，我国医美市场将持续蓬勃发展，2021 年中国医美市场规模达到 1,891 亿元，弗若斯特沙利文预计中国医美市场未来将以 14% 的复合增速持续增长至 2030 年并达到 6,381 亿元的市场规模。根据艾瑞咨询预测，2019 年我国医美市场规模达 1,769 亿元，预计 2023 年将增加至 3,115 亿元，期间 CAGR 为 15.19%。

图32: 全球医美行业市场规模及增速



信息来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

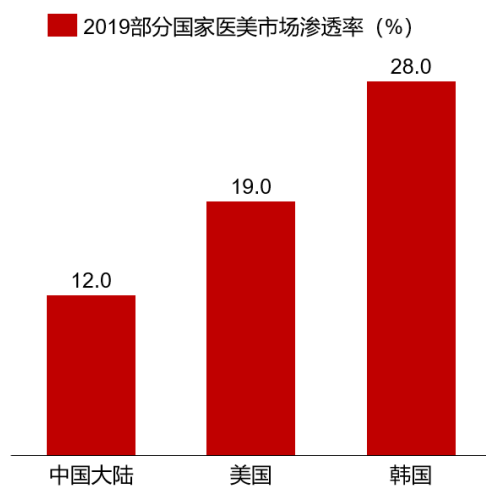
图33: 中国医美行业市场规模及增速



信息来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

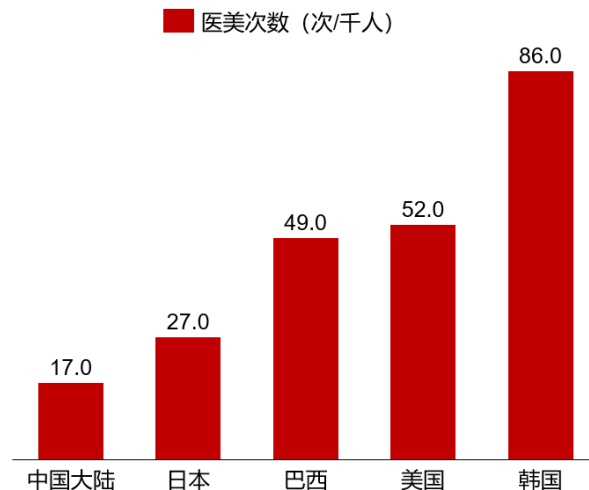
中国医美行业渗透率仍处于相对低水平, 医美市场可触及人群存在极大提升空间。根据德勤咨询统计, 截至 2019 年, 对比医美成熟市场, 中国大陆地区医美项目渗透率相对较低。中国大陆地区可触达人群医美渗透率不足韩国 1/2。对比 2019 年中国大陆、日本、巴西、美国、韩国每千人医美次数, 中国大陆每千人医美次数为 17 次, 巴西、美国、韩国人均水平均在其 2 倍及以上, 中国大陆地区医美市场发展潜力广阔。

图34: 2019 年中国大陆、美国、韩国医美市场渗透率



信息来源: 德勤咨询, 民生证券研究院

图35: 2019 年中国大陆、日本、巴西、美国、韩国每千人医美次数



信息来源: 德勤咨询, 民生证券研究院

3.2 玻尿酸: 终端应用场景广泛, 占据医美市场核心地位

玻尿酸 (又名透明质酸), 是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖, 分布在人体的眼玻璃体、关节、皮肤等部位, 发挥重要生理功能。玻尿酸其具有良好的保水性、润滑性、粘弹性、生物降解性和生物相容性, 因此常被用在医美项目中, 并广受消费者认可。在医美领域中, 玻尿酸应用场景也在逐步拓宽, 从初期的面部填充塑形, 逐步发展至面部骨骼和韧带间支撑, 再至未来的身体塑形。

表10：透明质酸应用场景分布

	医药领域	日化产品领域	食品添加领域	宠物食品用品领域
应用领域/科室	成熟应用： 眼科、骨科、外科、微创医疗美容科、耳鼻喉科、口腔科 新型应用： 成人用品、生殖医学等 前沿应用： 组织工程、药物载体、放疗辅助、骨骼再生等	成熟应用： 功能性护肤品、身体及头部护理品 新型应用： 彩妆/底妆、牙膏、消毒剂等	新型应用： 保健食品添加剂、普通食品添加剂	新型应用： 宠物食品、宠物洗护用品
典型应用产品	透明质酸粘弹剂、滴眼液、注射液、凝胶 透明质酸微粒、微针、修护/保护膜 透明质酸安全套、润滑液	透明质酸原液、面膜、眼霜、面霜等 透明质酸洗面奶、沐浴液、洗发水、护发素、牙膏、免洗消毒剂、透明质酸粉底液、隔离霜、口红	透明质酸口服液、胶囊、片剂、糖果、饮料、乳及乳制品、酒类等	含透明质酸的宠物功能性主粮、零食、保健品 含透明质酸的宠物沐浴液、护毛素等

信息来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

由于单个玻尿酸容易被水解，注射玻尿酸通常使用交联剂将单个玻尿酸串、并联为长链的大分子结构，从而增加玻尿酸的硬度、降低水解速度、提高效果持久度。根据交联技术的不同，交联玻尿酸又可被分为单相交联和双相交联两类，两种交联方法得到的玻尿酸在支撑性、持久性、延展性等维度上有不同的表现。通常单相交联玻尿酸具有更好的支撑性与塑形能力，适用于深层填充和隆鼻等，双相交联玻尿酸延展性好适用于浅层皱纹精细填充。

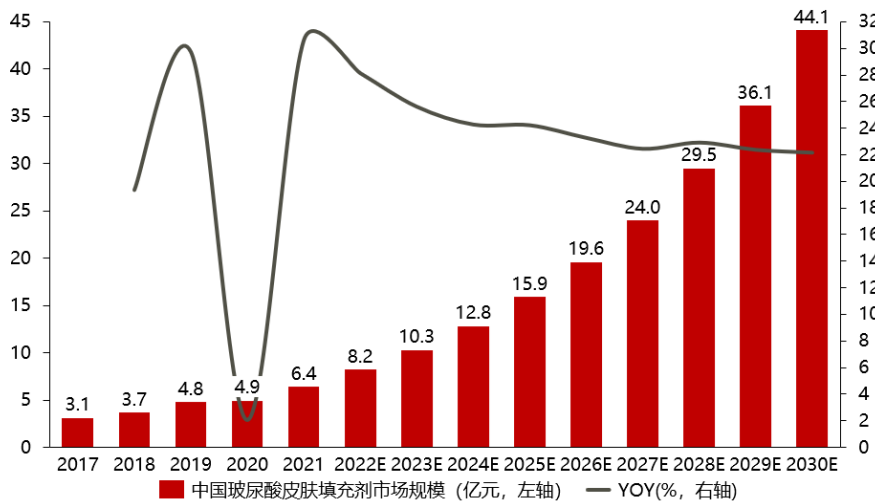
表11：当前市场主流交联技术对比

	单相玻尿酸	双相玻尿酸
状态	凝胶均质型	颗粒型
性状	均质细腻柔顺，捻搓无颗粒感	细微颗粒感，颗粒直径在 100-1000μm 不等
交联度	较高，约 6%-13%	较低，约为 1%-5%
黏弹性与塑型能力	黏性值高，可用于提升，不易移位扩散；通常交联度越高塑形能力越强。	弹性值高，延展性好，较易扩散；通常颗粒直径越大塑型能力越强。
维持时间	约为 12-18 月	约为 6-12 个月
产品浓度	交联透明质酸所含比例为 90%-100%	交联透明质酸所含比例位 70-90%
推挤质感	推注力稳定平滑，更易回抽	颗粒交大的产品推注力有波动感，且不易回抽

信息来源：恒达护肤微信公众号，民生证券研究院

受益于玻尿酸应用场景和产品种类的不断拓宽，中国玻尿酸行业发展前景可期。2021 年中国玻尿酸行业 64 亿市场规模，根据弗若斯特沙利文报告，中国玻尿酸产品市场规模于 2021 年为 64 亿元。未来在医疗美容注射治疗不断发展及基于玻尿酸的产品种类增加的驱动下，该市场预计于 2026 年达到人民币 196 亿元，2021 年至 2026 年的年复合增长率为 25.0%，于 2030 年将达到人民币 441 亿元，2026 年至 2030 年的年复合增长率为 22.5%。

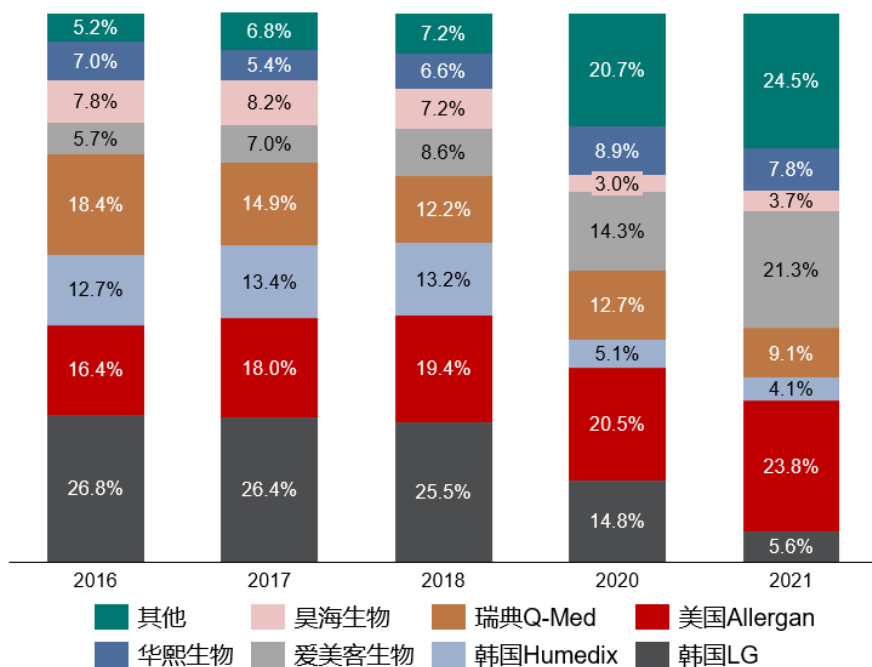
图36: 中国基于玻尿酸的皮肤填充剂终端市场规模 (按销售额计)



信息来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

国产品牌成长势头迅猛, 外资龙头厂商于国内份额快速降低。根据弗若斯特沙利文报告, 2016 年我国玻尿酸医美产品市场主要由外资品牌所占据, 其中以韩国 LG、瑞典 Q-Med 等四家外资品牌市场规模合计 74%。近年来国产品牌持续加强产品研发, 开发出性价比更高、更适合国内需求的产品, 国产品牌越来越多的得到医疗美容机构及终端消费者的欢迎。2021 年以爱美客、华熙生物及昊海生科为代表国产厂商快速崛起, 进口四大品牌于国内的市场份额占比降至 43%。

图37: 2016-2021 中国玻尿酸皮肤填充剂市场竞争格局 (销售额口径)

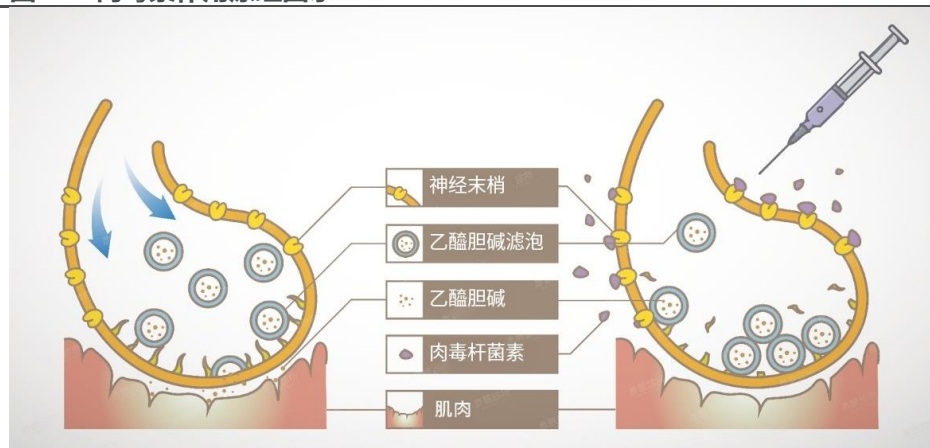


信息来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

3.3 肉毒素：产品研发难度高，“四雄争霸”格局清晰

肉毒素通过阻断神经与肌肉间的神经冲动或者暂时麻痹肌肉达到除皱瘦脸等功效。肉毒素是由肉毒杆菌在繁殖过程中产生的一种神经毒素蛋白。根据肉毒素抗原性的不同，肉毒素分为 A、B、C、α 等八种类型。正常情况下，神经末梢会分泌能使肌肉收缩和促进腺体分泌的乙酰胆碱，但肉毒素能与神经末梢结合，抑制神经末梢分泌乙酰胆碱，使得肌肉无法收缩、腺体无法分泌。因此，低剂量局部使用肉毒素可起到消除肌肉痉挛、抗皱纹等功效，被广泛应用于医美行业。

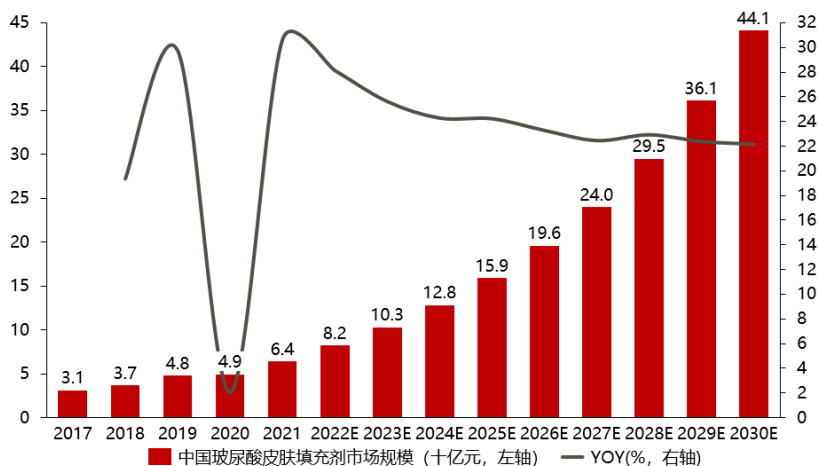
图38：肉毒素作用原理图示



信息来源：彦靓诊所官网，民生证券研究院整理

中国肉毒素市场高速发展，预期 2030 年触及将近 400 亿市场空间（出厂端）。根据弗若斯特沙利文，中国肉毒素产品市场规模由 2017 年的人民币 19 亿元增至 2021 年的人民币 46 亿元，年复合增长率为 25.6%。根据同一信息来源，在医疗美容注射治疗不断发展及肉毒毒素产品种类增加的推动下，该市场预计于 2026 年将达到人民币 159 亿元，自 2021 年至 2026 年的年复合增长率为 28.0%，于 2030 年将达到人民币 390 亿元，自 2026 年至 2030 年的年复合增长率为 25.1%。

图39：中国肉毒素市场规模及增速



信息来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

肉毒素依据毒麻药品进行审批管理，产品进入壁垒较高。作为一种毒麻类产品，肉毒素在我国的审批流程较医疗器械类产品更长，从立项到获批最少需要八年时间，若直接引入海外认证产品从临床试验到获批也至少需要五六年时间。更高的审批流程和要求使得肉毒素较普通医美产品准入门槛更高，因此产品一旦获批也将获得相对更好地竞争格局。在品质可靠的前提下，较早上市且找准定位积极营销的产品有望获得较为可观的市场份额。

国内仅有四款肉毒素产品获批，竞争态势温和。国内已获批的四个肉毒素品牌分别是衡力（兰州生物）、保妥适（艾尔建）、吉适（Ipsen）、乐提葆（Hugel）。从规格上看，吉适规格和其他品牌不同，保妥适、衡力和乐提葆的规格分别为每瓶 50U/100U，吉适的规格为每瓶 300U。从价格带上看，保妥适的终端价为 4000 元+/瓶，定位中国高端市场，吉适和乐提葆定位中高端市场，价格带分别为 3500-4000 元/瓶、2200-2400 元/瓶，中国国产企业兰州生物的衡力零售价 < 1000 元/瓶，定位中低端市场。

表 12：国内获批肉毒素产品对比

产品名称	衡力	保妥适 (Botox)	吉适 (Dysport)	乐提葆 (Letybo)
原产国	中国	美国	英国	韩国
公司	兰州生物	Allergan	Ipsen	Hugel
国内合作企业	/	国药控股及其国内总经销商	博福-普益生（天津）制药有限公司	四环医药独家代理
国内获批时间	2012 年	2009 年	2020 年	2020 年
产品定位	中低端	高端	中高端	中高端
血清型	A	A	A	A
菌株	Hall	Hall (Allergan 专利)	Hall	CBFC26 (专利)
分子量	300-900KD	900KD	300/500/900KD	900KD
赋性剂蛋白	医用明胶	人血白蛋白	人血白蛋白	人血白蛋白
弥散度	(+++++)	(++)	(+++)	(++)
生产工艺	冻干干燥	真空干燥	冻干干燥	冻干干燥
出厂价格	600 元左右/瓶 (100U)	2200-2400 元/瓶 (100U)	/	/
终端价格	<1000/瓶 (100U)	>4000 元/瓶 (100U)	3500-4000 元/瓶 (300U)	2200-2400 元/瓶 (100U)
起效时间	72h	48h	24-48h	24-48h
中国获批适应症	眉间纹	眉间纹、鱼尾纹	眉间纹	眉间纹

信息来源：医药魔方，各公司官网，锐翎资本，民生证券研究院

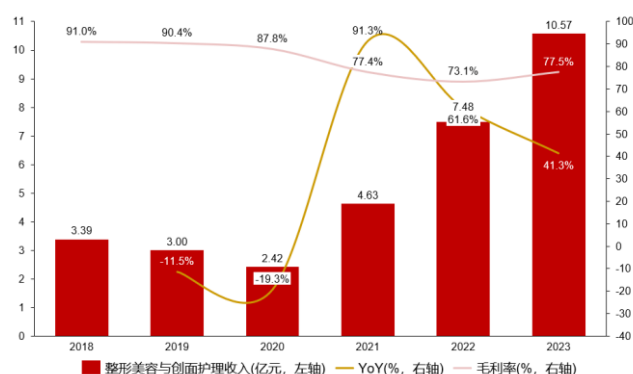
3.4 昊海生科：市场定位 + 技术优势，医美业务维持高增

长

医美板块已发展成为公司支柱业务之一，今年继续以较快速度增长。2023 年公司医美产品实现销售收入 10.6 亿元，同比增速达 41.3%。公司目前医美类产品主要拥有 3 类：玻尿酸、重组人表皮生长因子及光电设备，2023 年分别占总收入比重的 57.0%、16.2%和 26.9%。在玻尿酸领域，公司已有 3 款自研产品获批，即瞄准医美塑形功能的“海薇”，瞄准医美填充功能的“姣兰”及瞄准医美精准雕饰功能的“海魅”；在重组人表皮生长因子领域，公司利用基因工程技术

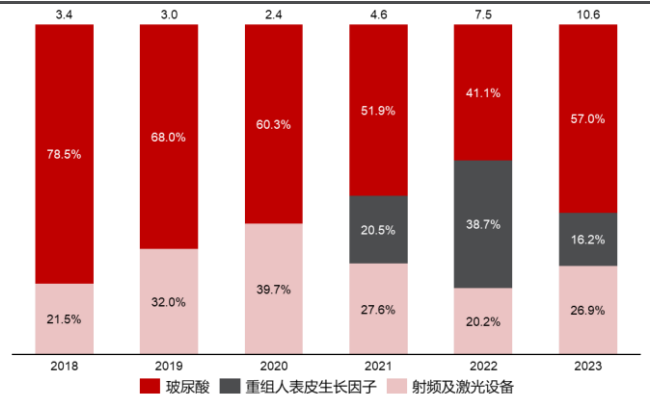
研发的“康合素”产品，是国际上第一个获得注册的重组人表皮生长因子产品，2022年市占率27%；在医美光电设备领域，公司控股孙公司EndyMed、镭科光电聚焦光电类设备产品，助力公司产品线拓展至激光、射频类皮肤护理光电设备领域。

图40：2018-2023 公司医美业务盈利情况



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

图41：2018-2023 公司医美业务收入占比



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

3.4.1 玻尿酸：三大品牌差异化聚焦细分市场，第四代产品进入注册上市阶段

公司自研三款玻尿酸卡位不同功效及价格带，高端海魅长期成长空间可期。

第一代玻尿酸产品“海薇”在2013年获批，是国内首个获得NMPA批准的单相交联注射用透明质酸钠凝胶，主要定位于大众普及入门型玻尿酸；第二代玻尿酸产品“姣兰”于2016年获批，定位于“组织填充”，与首代产品打造差异化，产品采用低温较长时间首次交联以及高温二次深度交联相结合工艺，适合面部表情部位的自然塑造，适中的颗粒大小也使得注射效果更持久。第三代玻尿酸产品“海魅”与2020年获批，定位高端，主打“精准雕饰”功效，维持时间可达2年。至此，公司玻尿酸“三足鼎立”产线形成，共同推动了公司近些年来医美整形业务的高速增长。

表12：公司三款玻尿酸产品的差异化布局

产品名称	图示	上市年份	核心技术	维持时间	作用部位	参考价格
海薇		2013	单相“0”稀释	4-6个月	适合面部真皮组织中层至深层填充，用以改善中重度鼻唇沟、填充额头、苹果肌等	341元/ml
姣兰		2017	低温二次交联	4-8个月	用于面部浅层部位填充，适用于面颊凹陷、口角细纹、苹果肌填充、鱼尾纹等	1035元/ml
海魅		2020	均相线性交联	18-24个月	用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中重度鼻唇沟皱纹等	8028元/ml

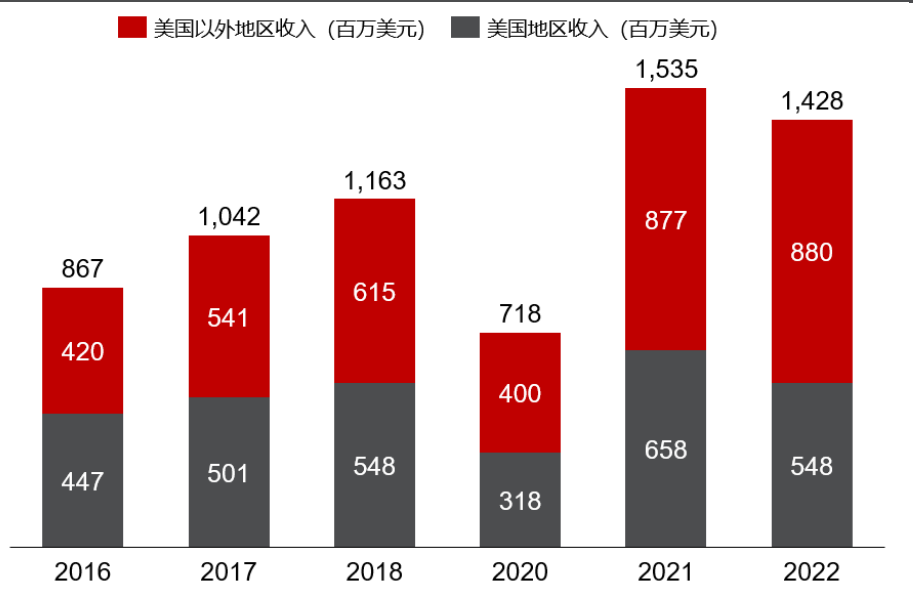
信息来源：上海其胜官网（昊海生科子公司），NMPA，新氧APP，民生证券研究院

注：参考价格数据来源于新氧APP，计算方法为1）检索对应产品后按照销量排名；2）将销量前十的对应产品价格取中位数作为参考价格（规格为1ml）

公司定位高端市场的第三代玻尿酸产品“海魅”安全性高、适用范围广，对标乔雅登未来空间广阔。公司三代产品“海魅”采用线性无颗粒的均相交联技术，

技术特点为持久抗降解且能同人体结构融合。使用产品后通常不会出现红肿等不良反应，可以实现独特的动态记忆性以保持更好的外在形象效果，表情变化更丰富，不会出现僵硬假面问题。从技术平台及产品力视角来看，公司“海魅”玻尿酸产品对标进口品牌艾尔建旗下医美高端品牌雅登玻尿酸产品（乔雅登玻尿酸产品 2022 年全球销售额 14.3 亿美元），有望通过海魅交联技术带来的差异化优势实现国产替代。2023 年，公司“海魅”产品实现销售收入超过 2.3 亿元，较上年同期增长达 129.3%。

图42：2016-2022 乔雅登玻尿酸全球收入情况



信息来源：乔雅登年度报告，民生证券研究院

目前公司第四代有机交联玻尿酸产品已完成国内的临床试验，进入注册申报阶段。该产品使用天然产物为交联剂，降解产物为不能合成的人体必需氨基酸，相较于传统化学交联剂，具有更好的远期安全性。同时，该产品为国内首个封闭透明质酸酶作用位点的产品，具有更为长效的特质。昊海生科子公司欧美华科旗下的 Cytosial 玻尿酸产品在国内市场的注册工作正在有序推进中，持续的产线丰富和迭代更新有望在未来贡献新的收入增量。

3.4.2 肉毒素：肉毒管线储备待发力，涂抹肉毒有望构建独有优势

肉毒素具有研发难度大、申报流程长的特征，国内企业更多选择临床合作方式切入肉毒素赛道。截至 2023 年 11 月底，国内已获批肉毒素产品仅有四款，处于临床阶段的肉毒素产品共有八个。其中共有四个产品处于申请上市阶段，复星医药（与 Revance 合作）为其中唯一国产品牌产品。医美龙头爱美客、华东医药分别选择与 Huons、Jetema 共同推进肉毒素在国内的上市进程，其中爱美客已处于Ⅲ期临床阶段，华东医药正值申请临床阶段。

表13：我国在研肉毒素产品整理

通用名	剂型	企业 (品种)	靶点	本企业进度
A 型肉毒素	注射型 (冻干)	Merz Phamarceuciais GmbH.	BoNT/A	申请上市
A 型肉毒素 (白蛋白)	注射型 (冻干)	爱美客技术发展股份有限公司; Huons Global Co., Ltd.	BoNT/A	III期临床
A 型肉毒素 (白蛋白)	注射型 (冻干)	Jetema Co., Ltd.;华东医美生物科技 (宁波) 有限公司	BoNT/A	I 期临床
A 型肉毒素 (白蛋白)	注射型 (冻干)	河北智同生物制药股份有限公司	BoNT/A	申请临床 (Inactive)
A 型肉毒素 (白蛋白)	注射型 (冻干)	Medytox inc.	BoNT/A	申请上市
A 型肉毒素 (白蛋白)	注射型 (冻干)	Inibio co., Ltd;北京玉琢生物科技有限公司	BoNT/A	II期临床
A 型肉毒素 (白蛋白)	注射型 (冻干)	Daewoong Phamaceutical Co., Ltd; 北京大熊伟业医药科技有限公司	BoNT/A	申请上市
A 型肉毒素 (白蛋白)	注射型 (长效)	上海复星医药产业发展有限公司; Revance Therapeutics, Inc.	BoNT/A	申请上市

信息来源：医药魔方，民生证券研究院

投资美国 Eirion，昊海生科拓展“外用涂抹+经典注射”肉毒素产品线。

2021年3月3日，昊海生科与美国 Eirion Therapeutics, Inc. 签署股权投资协议和产品许可协议，公司将在满足约定的交易里程碑前提下，以 3100 万美元认购 Eirion 新发行的 A 轮优先股，持有 Eirion 约 14.0% 股权。同时，Eirion 授权昊海生科外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、注射用 A 型肉毒毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02 在中国大陆、香港及澳门特别行政区、台湾地区的独家研发、销售、商业化许可。

公司重磅肉毒产品使用方式实现差异化创新，涂抹类肉毒有效提升患者接受度及降低医美机构对注射医师的依赖。 ET-01 为外用型 A 型肉毒毒素产品，采用纳米微乳液技术包裹 A 型肉毒毒素分子，首先通过独特的无痛微针对皮肤进行预处理，然后将包含肉毒毒素分子的乳液制剂通过局部按摩的手法导入表皮组织，肉毒毒素分子再逐级渗透和缓释释放到目标肌肉组织。通过将微针皮肤预处理和乳液制剂相结合的方法，可以解决传统肉毒毒素肌肉注射产生的疼痛问题，降低医美机构对注射医师的依赖，同时拓展因不能接受侵入式治疗方法的消费人群。

AI-09 系液体注射型 A 型肉毒毒素产品，相比于现有已上市 A 型肉毒毒素产品普遍采用的冻干粉剂型，临床使用上更为简便。 AI-09 为 Eirion 旗下第二款在常温下也能保持稳定，可显著降低产品的运输和存储成本。目前，Eirion 正在推进 AI-09 的上市申请工作，预计将于 2025 年在美国获批上市。同时，公司拟将在中国境内同步开展注册申报工作。

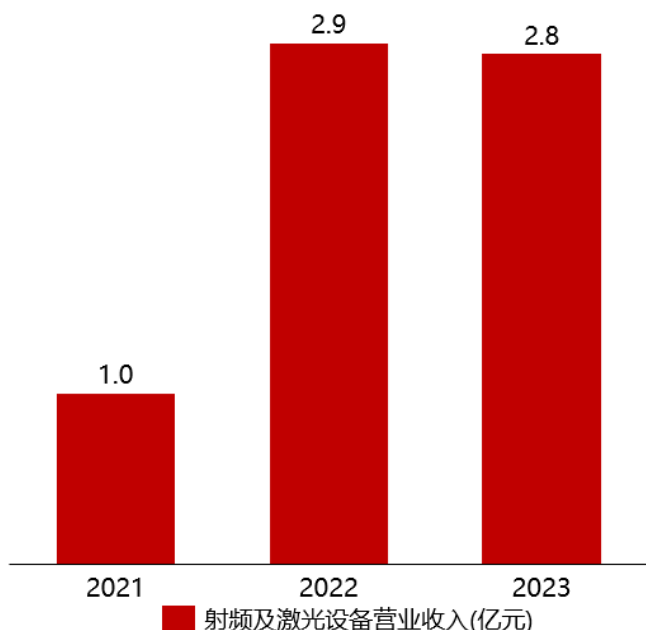
表14: 公司与 Eirion 达成商业合作的产品汇总

产品名称	临床阶段	产品特性
外用型 A 型肉毒毒素产品 (ET-01)	正在准备 ET-01 鱼尾纹 IIb 临床试验, 当 ET-01 进入美国 III 期临床试验时, 拟在中国境内同时开展 III 临床试验。	采用纳米微乳液技术包裹 A 型肉毒毒素分子, 通过独特的无痛微针对皮肤进行预处理, 然后将包含肉毒毒素分子的乳液制剂通过局部按摩的手法导入表皮组织, 肉毒毒素分子再逐级渗透和缓释释放到目标肌肉组织。
注射型 A 型肉毒毒素产品 (AI-09)	Eirion 正在推进 AI-09 的上市申请工作, 预计将于 2025 年在美国获批上市	相比于现有已上市 A 型肉毒毒素产品普遍采用的冻干粉剂型, 临床使用上更为简便。AI-09 在常温下也能保持稳定, 可显著降低产品的运输和存储成本。
针对毛囊干细胞的小分子药物 (ET-02)	临床前研究	用于雄激素性脱发, 白发和其他皮肤病症的小分子化合物。ET-02 含有与雄激素性脱发 (男性或女性型脱发) 和白发的局部治疗相同的小分子化合物。

信息来源: 公司官网, 民生证券研究院

3.4.3 光电设备: 并购进军光电市场, 射频+激光布局医美终端

收购欧华美科, 强势切入高增光电设备市场。2021 年 2 月公司获得欧华美科 64% 股权, 并在 2023 年 7 月继续收购欧华美科 36.0% 股权, 交易完成后欧华美科成为公司全资子公司。此次收购行为将欧华美科旗下射频及激光医疗美容设备、家用仪器、创新型真皮填充剂等产品纳入公司医美版图。欧华美科旗下拥有多家优质子公司, 其中 EndyMed(持股 49.0%) 专注于射频美肤设备, 镭科光电(持股 58%) 专注于激光美肤设备, 产品主要出口海外市场。2023 年公司射频及激光设备类产品受到注册管理政策变更影响, 营业收入同比略有收窄降至 2.8 亿元。

图43: 公司光电设备收入情况


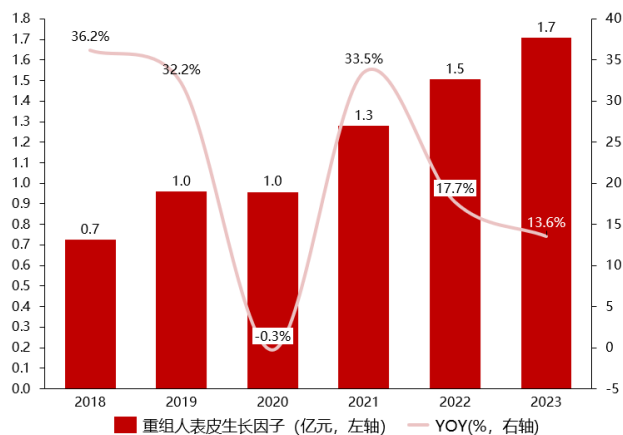
信息来源: IFinD, 公司公告, 民生证券研究院

3.4.4 重组人表皮生长因子: 产品力优势显著, 市场地位居前

在创面护理领域, 公司是国内第二大外用人表皮生长因子生产商。公司生产的外用人表皮生长因子“康合素”为国内唯一与人体天然 EGF 拥有完全相同的氨基酸数量、序列以及空间结构的表皮生长因子产品, 亦是国际第一个获得注册的外用人表皮生长因子产品, 在创面护理治疗领域疗效显著。根据公司年度报告, 2022 年公司外用人表皮生长因子实现营业收入 1.5 亿元, 同比增长 17.7%,

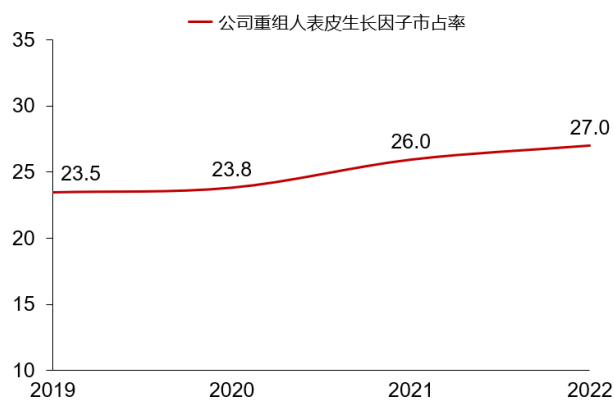
2022 年度“康合素”产品的市场份额由 2021 年的 26.0%持续上升至 27.0%，继续缩小与第一位的差距。

图44：2018-2023 公司重组人表皮生长因子业务收入及增速



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

图45：2019-2022 公司重组人表皮生长因子市占率 (%)



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

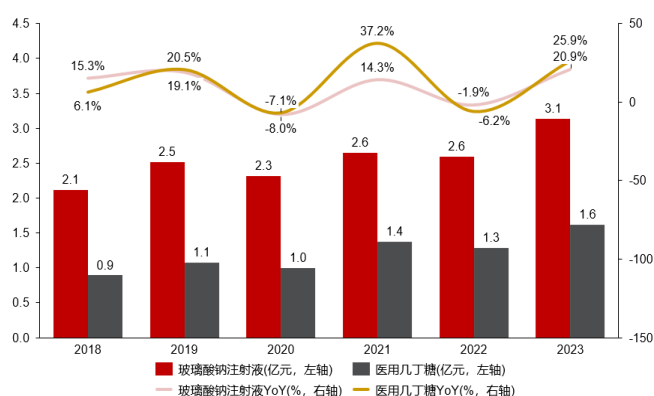
4 骨科&防粘连及止血业务：细分领域龙头，市占率常年居于首位

4.1 骨科：行业受益于老龄化加剧，公司市占率持续爬坡

骨关节炎高发于老年群体，当前我国患者数超一亿人。骨关节炎是一种退行性关节疾病，又称增生性关节炎、退行性关节炎或骨关节病，是一种中老年人群中的常见病、多发病。骨关节炎主要侵害关节软骨、骨和滑膜组织，导致关节疼痛、畸形和功能障碍，从而影响病人的活动能力。根据公司 2022 年年度报告，骨关节炎高发于老年人群体，65 岁以上男性骨关节炎的发病率为 58%，女性为 65%-67%；75 岁以上人群发病率高达 80%。目前，我国骨关节炎患者超过 1 亿人。

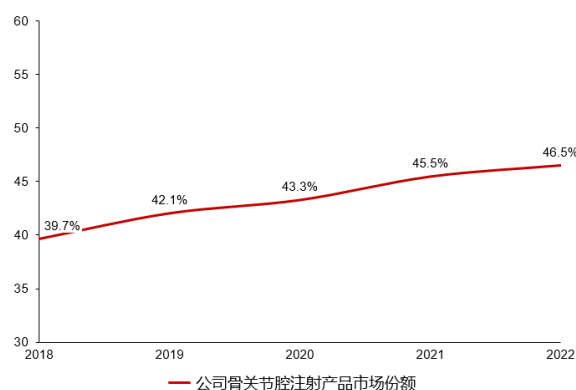
在骨科领域，公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂提供商。公司的医用几丁糖（关节腔内注射用）为我国唯一以三类医疗器械注册的关节腔粘弹补充剂产品。且公司医用几丁糖产品与玻璃酸钠注射液形成了独特的产品疗效和组合优势，凭借良好的定价体系，该产品组合持续扩大市场份额，根据标点医药数据，2022 年，公司已连续九年稳居中国骨关节腔注射产品市场份额首位。凭借产品技术差异化的竞争优势，在 2023 年报告期内，公司医用几丁糖和玻璃酸钠注射液分别实现营业收入 1.6、3.1 亿元，分别同比增长 25.9%、20.9%。

图46：2018-2023 公司骨科关节腔粘弹补充剂业务收入及增速（亿元；%）



信息来源：公司公告，民生证券研究院

图47：2018-2022 公司骨科关节腔粘弹补充剂市占率



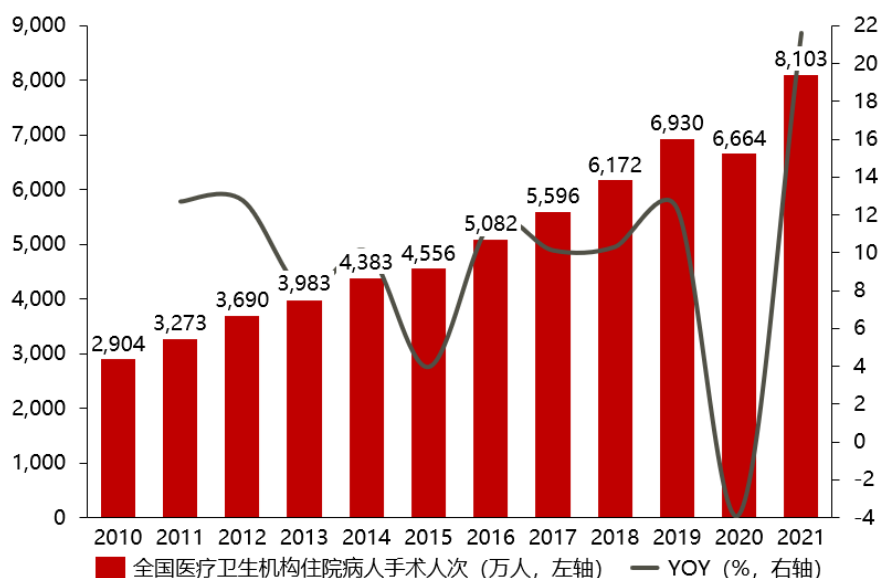
信息来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 防粘连及止血：终端手术人次稳定提升，公司龙头地位稳固

全国住院病人手术人次稳定增长，防粘连及止血产品直接受益。粘连是外科手术中由于组织的创伤使结缔组织纤维带与相邻的组织或器官结合在一起，形成的异常结构，它是一种常见的病理反应（医学统称术后组织粘连）。几乎所有的

手术都涉及到组织之间粘连，特别在腹、盆腔手术，甲状腺手术和妇产科手术中尤为突出，会引起严重的术后并发症。根据国家统计局数据，2021年全国医疗卫生机构住院病人手术人次为8103万，2010-2021年复合增速达10%，蓬勃发展的底层市场有望驱动防粘连及止血市场持续扩容。

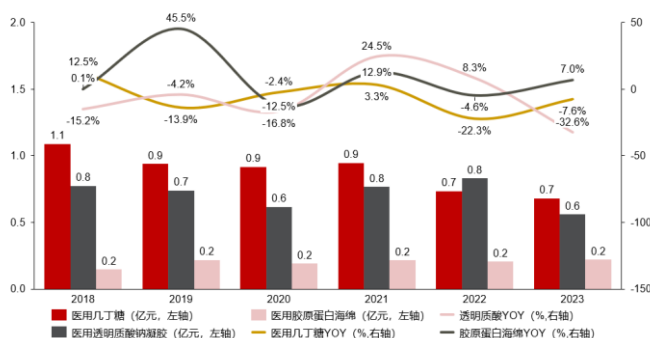
图48：2010-2021 全国医疗卫生机构住院病人手术人次



信息来源：国家统计局，民生证券研究院

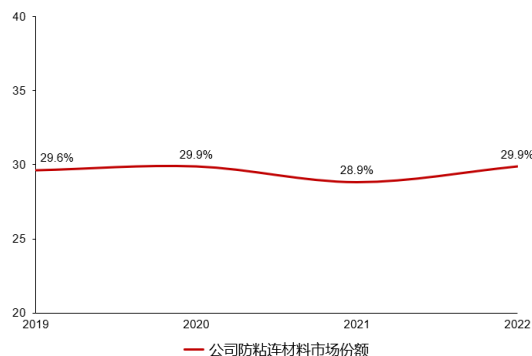
公司是国内最大手术防粘连剂生产商以及主要的医用胶原蛋白海绵生产商之一。公司自主研发的医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶防粘连产品，已在临床中得到广泛应用。医用胶原蛋白具有较好的止血及组织填充效果，公司的医用胶原蛋白海绵产品“奇特邦”可用于止血、各类组织和器官空腔填充以消除残腔，实现缩短手术时间并促进术后伤口及组织愈合的临床效果。截至2023年，公司骨科相关产品合计实现营业收入1.5亿元，其中医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶和医用胶原蛋白海绵分别实现营业收入0.7、0.6和0.2亿元。根据标点医药研究数据，2022年，公司防粘连材料市场份额近29.9%，为国内最大供应商。

图49：2018-2023 公司防粘连及止血业务收入及增速



信息来源：IFinD，公司公告，民生证券研究院

图50：2019-2022 公司防粘连及止血业务市占率



信息来源：公司公告，标点医药，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

- 1) 医美业务收入增速及毛利率假设：**主要受益于 a) 2023 年以来国内经济的持续企稳复苏带来的消费改善， b) 公司具有较强产品竞争力的第三代玻尿酸“海魅”的持续放量， c) 公司医美能量平台业务的持续拓展放量，我们认为公司医美业务有望维持较快增长，2021-2023 年医美业务收入增速为 91.5%，61.5%及 41.3%，我们预计 2024-2026 年医美业务收入增速为 35.9%，32.1%及 30.1%。2021-2023 年医美业务毛利率为 77.4%及 73.1%及 77.5%，我们预测 2024-2026 年医美业务毛利率将在历史水平上稳定提升至 78.5%，79.1%及 79.4%。
- 2) 眼科业务收入增速及毛利率假设：**公司眼科业务产品线布局全面，人工晶体中低端产品布局完善且具有较高市场份额，OK 镜实现高中低端产品全布局，短期受 a) 第四批高值耗材国家集采带来的国产渗透率提升驱动及 b) 消费逐步企稳复苏后 OK 镜业务增长提速影响。中长期受益于 c) 白内障手术渗透率提升及 d) 人工晶体及 PRL 新产品逐步推出，我们预计公司眼科业务将持续增长。2021-2023 年眼科业务收入增速为 19.2%，14.1%及 20.6%，我们预计 2024-2026 年眼科业务收入增速为 19.0%，17.7%及 14.6%。2021-2023 年眼科业务毛利率为 60.7%，58.8%及 59.1%，我们预测 2024-2026 年毛利率为 61.1%，60.7%，60.0%。
- 3) 骨科业务收入增速及毛利率假设：**相关产品市场增速稳定，公司产品相对成熟且市占率较高，预计维持稳定增长。受影响于终端医疗机构门诊量变化，公司骨科业务历史增速波动较大，2021-2023 年骨科业务收入增速为 21.2%，-3.4%及 22.6%，我们预计 2024-2026 年骨科业务收入规模将以 10~15%左右增速稳定增长。2021-2023 年骨科业务毛利率为 84.3%、82.2%及 80.1%，考虑到行业成熟度状况及近三年毛利率变化趋势，我们预测 2024-2026 年骨科业务毛利率水平为 79.3%，78.3%及 77.3%。
- 4) 防粘连业务收入增速及毛利率假设：**防粘连市场进入稳定成长状态且公司防粘连业务发展周期较长，产品成熟度高，预计未来将维持稳定增长。2021-2023 年防粘连业务收入增速为 11.9%，-8.2%及-17.3%，近年来负增长主要受到高值耗材控费控量等政策因素影响。我们预计随着政策影响因素的出清，公司防粘连业务有望重回增长轨道，预计 2024-2026 年防粘连业务收入增速为-10.0%，3.0%及 3.0%。2021-2023 年防粘连业务毛利率为 73.3%、67.8%及 68.4%，我们预测 2024-2026 年防粘连业务毛利率将略有下降，分别为 66.0%，64.0%及 62.0%。

5) 费用率假设:

销售费用率: 2021-2023年公司销售费用率为34.7%, 31.9%及30.7%, 由于公司着力开拓海外市场, 销售费用率仍将维持在较高水平, 我们参考最近一年销售费用率预测 2024-2026 年销售费用率均为 30.7%, 30.7%及 30.7%。

管理费用率: 2021-2023年公司管理费用率为16.0%, 18.9%及15.7%, 在规模经济及公司内部治理持续优化影响下, 我们预测 2024-2026 年公司管理费用率为 15.5%, 15.3%及 15.1%。

研发费用率: 2021-2023 年公司研发费用率为 9.5%, 8.6%及 8.3%, 我们预计公司研发费用率在 7-8%的区间中维持稳定并受规模经济效应影响逐步下降, 2024-2026 年研发费用率为 8.1%, 7.9%及 7.7%。

表15: 公司业绩拆分及预测 (单位: 百万元)

财务数据单位: 百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,767.0	2,130.3	2,654.0	3,262.4	3,987.3	4,813.2
YoY	32.6%	20.6%	24.6%	22.9%	22.2%	20.7%
毛利率	72.1%	69.0%	70.5%	71.7%	72.1%	72.2%
1.医美业务	463.4	748.1	1,056.9	1,436.8	1,897.9	2,468.4
YoY	91.5%	61.5%	41.3%	35.9%	32.1%	30.1%
毛利率	77.4%	73.1%	77.5%	78.5%	79.1%	79.4%
2.眼科业务	674.5	769.9	928.2	1,104.9	1,300.1	1,489.6
YoY	19.2%	14.1%	20.6%	19.0%	17.7%	14.6%
毛利率	60.7%	58.8%	59.1%	61.1%	60.7%	60.0%
3.骨科业务	402.1	388.4	476.1	541.1	604.2	664.6
YoY	21.2%	-3.4%	22.6%	13.7%	11.7%	10.0%
毛利率	84.3%	82.2%	80.1%	79.3%	78.3%	77.3%
4.防粘连及止血业务	192.9	177.2	146.5	131.8	135.8	139.9
YoY	11.9%	-8.2%	-17.3%	-10.0%	3.0%	3.0%
毛利率	73.3%	67.8%	68.4%	66.0%	64.0%	62.0%
5.其他业务	34.2	46.6	46.4	47.8	49.2	50.7
YoY	64.2%	36.5%	-0.5%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	74.9%	64.9%	48.4%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

5.2 估值分析

昊海生科为主营眼科高值耗材、医美填充产品、医用生物修复材料的平台型公司, 我们选择爱博医疗、锦波生物、爱美客及冠昊生物作为昊海生科可比公司, 昊海生科 2023-2025 年 PE 倍数为 38x, 29x 及 23x。

爱博医疗为深耕眼科高值耗材领域并在人工晶体方向具有较强产品力和较高市场份额的国产龙头公司, 与昊海生科眼科高值耗材业务具有较高可比性。

爱美客在医美玻尿酸填充领域具有较强产品力和市场影响力, 锦波生物在医美重组胶原蛋白填充领域具有领先优势, 与昊海生科医美填充业务具有较高可比

性。

冠昊生物为医用生物材料领域龙头公司，与昊海生科医用生物修复材料业务具有较高可比性。

表16：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
688050.SH	爱博医疗	122.5	2.89	4.1	5.46	42	30	22
300238.SZ	冠昊生物	8.58	0.12	0.22	0.31	72	39	28
832982.BJ	锦波生物	211.2	4.4	6.87	9.51	48	31	22
300896.SZ	爱美客	298.09	8.59	11.59	15.2	35	26	20
可比公司均值			-	-	-	49	31	23
688366.SH	昊海生科	92.55	2.47	3.17	3.94	38	29	23

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，参考 2024 年 4 月 16 日收盘价

5.3 投资建议

公司为具有较强研发及业务管理布局能力、在细分赛道内具有市场影响力的消费+医械平台型公司，产品覆盖眼科、医美、骨科、防粘连等多个领域，医美及眼科产品力强，业务已经进入快速增长通道，骨科及防粘连业务发展稳定，我们预测 2024-2026 年公司收入 32.6/39.9/48.1 亿元，对应 YoY 为 23%/22%/21%；归母净利润分别为 5.3/6.7/8.2 亿元，对应 YoY 为 28%/25%/23%；对应 2024-2026 年 PE 倍数分别为 29/23/19。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下,贡献公司增量的主要板块医美及眼科市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品,可能会影响公司在细分市场的领先地位,从而使公司销售收入增长放缓甚至出现下滑,公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 营销模式无法顺应市场变化的风险。眼科及医美市场的竞争一定程度上是营销模式的竞争,依赖对消费市场动向的持续把握及营销模式的适时调整,决定了企业能否灵活运用营销方式,进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。

3) 新产品开发不及预期的风险。公司管线产品较多,包括高端多功能人工晶体、新一代 PRL 产品、新一代玻尿酸产品等,相关产品研发仍然存在不确定性,相关产品的上市时间节点可能不及预期。

4) 并购整合效果不及预期风险。近年来公司为完成产业链布局多次并购上下游产业和对外股权投资。若未来收购业务无法整合进当前业务,或整合效果不及预期,或导致公司就并购产生的商誉计提减值,可能造成投资和现金流损失。

5) 集采政策的不确定性。眼科产品续约谈判出现量价重新调整而影响公司业绩的不确定性,近年部分消费医疗产品纳入集采的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,654	3,262	3,987	4,813
营业成本	783	922	1,114	1,336
营业税金及附加	15	18	22	26
销售费用	815	1,001	1,224	1,477
管理费用	418	506	610	727
研发费用	220	264	315	371
EBIT	455	586	745	927
财务费用	-62	-68	-69	-76
资产减值损失	-7	-10	-12	-14
投资收益	1	7	9	11
营业利润	507	651	811	1,000
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	508	652	813	1,000
所得税	96	123	153	189
净利润	412	529	659	812
归属于母公司净利润	416	534	665	819
EBITDA	652	813	1,019	1,221

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,741	2,774	3,019	3,319
应收账款及票据	328	546	667	806
预付款项	52	83	100	120
存货	526	644	778	933
其他流动资产	103	123	116	133
流动资产合计	3,750	4,170	4,679	5,310
长期股权投资	3	11	19	30
固定资产	767	1,044	1,302	1,408
无形资产	729	713	698	686
非流动资产合计	3,355	3,476	3,564	3,683
资产合计	7,105	7,645	8,243	8,992
短期借款	10	10	10	10
应付账款及票据	55	76	92	110
其他流动负债	651	827	957	1,107
流动负债合计	716	913	1,059	1,227
长期借款	157	157	157	157
其他长期负债	215	211	206	228
非流动负债合计	372	368	364	386
负债合计	1,088	1,281	1,423	1,613
股本	171	169	169	169
少数股东权益	367	362	356	349
股东权益合计	6,017	6,364	6,821	7,380
负债和股东权益合计	7,105	7,645	8,243	8,992

信息来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.59	22.92	22.22	20.72
EBIT 增长率	102.33	28.83	27.15	24.49
净利润增长率	130.58	28.32	24.57	23.13
盈利能力 (%)				
毛利率	70.50	71.73	72.06	72.24
净利润率	15.68	16.37	16.68	17.02
总资产收益率 ROA	5.86	6.98	8.07	9.11
净资产收益率 ROE	7.36	8.90	10.29	11.65
偿债能力				
流动比率	5.24	4.57	4.42	4.33
速动比率	4.35	3.71	3.56	3.44
现金比率	3.83	3.04	2.85	2.70
资产负债率 (%)	15.31	16.76	17.26	17.94
经营效率				
应收账款周转天数	45.09	62.33	62.33	62.33
存货周转天数	245.33	258.69	258.69	258.69
总资产周转率	0.38	0.44	0.50	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	2.47	3.17	3.94	4.86
每股净资产	33.49	35.58	38.32	41.68
每股经营现金流	3.76	3.46	4.74	5.64
每股股利	1.00	1.20	1.50	1.84
估值分析				
PE	38	29	23	19
PB	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	20.36	16.33	13.03	10.88
股息收益率 (%)	1.08	1.30	1.62	1.99

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	412	529	659	812
折旧和摊销	198	228	274	294
营运资金变动	90	-195	-158	-182
经营活动现金流	634	583	799	951
资本开支	-265	-315	-323	-364
投资	-146	-15	-12	-10
投资活动现金流	-377	-330	-309	-374
股权募资	121	-24	0	0
债务募资	298	0	0	0
筹资活动现金流	-258	-219	-246	-276
现金净流量	10	34	244	301

插图目录

图 1: 公司发展历程 (截至 2023 年底)	4
图 2: 公司股权结构 (截止 2023 年底)	5
图 3: 公司 2018-2023 营业收入及增速	6
图 4: 公司 2018-2023 归母净利润及增速	6
图 5: 公司分板块营业收入及占比 (百万元)	7
图 6: 公司分板块收入增速 (%)	7
图 7: 2018-2023 公司盈利能力指标	7
图 8: 2018-2023 公司三费情况	7
图 9: 2019 年中美两国常见眼科疾病患者数 (百万人)	8
图 10: 2019 年中国眼科医疗服务市场各细分领域占比	9
图 11: 全球致盲病因分布	9
图 12: 手术植入人工晶体治疗白内障示意图	10
图 13: 中国分年龄白内障发病率统计数据	10
图 14: 主要国家白内障手术 CSR 对比(例/百万人)	10
图 15: 中国白内障市场规模(亿元)	11
图 16: 各类型人工晶体产品国采采购需求量格局	11
图 17: 单焦点非散光人工晶体国采采购需求量格局	11
图 18: 单焦点散光人工晶体国采采购需求量格局	12
图 19: 双焦点人工晶体国采采购需求量格局	12
图 20: 三焦点人工晶体国采采购需求量格局	12
图 21: 景深延长人工晶体国采采购需求量格局	12
图 22: 我国青少年近视患病率维持高位	13
图 23: 角膜塑形镜原理	13
图 24: 中国角膜塑形镜渗透率 (%)	14
图 25: 中国大陆与港台、美国 OK 镜渗透率 (%) 对比	14
图 26: 中国角膜塑形镜行业竞争格局	15
图 27: 2018-2023 公司眼科业务盈利情况	16
图 28: 2018-2023 公司眼科业务收入结构	16
图 29: 2018-2023 公司人工晶体业务收入及增速	17
图 30: 2018-2023 公司视光终端产品及视光材料收入情况	19
图 31: 医美重点方向、相关产品及手术类型	23
图 32: 全球医美行业市场规模及增速	24
图 33: 中国医美行业市场规模及增速	24
图 34: 2019 年中国大陆、美国、韩国医美市场渗透率	24
图 35: 2019 年中国大陆、日本、巴西、美国、韩国每千人医美次数	24
图 36: 中国基于玻尿酸的皮肤填充剂终端市场规模 (按销售额计)	26
图 37: 2016-2021 中国玻尿酸皮肤填充剂市场竞争格局 (销售额口径)	26
图 38: 肉毒素作用原理图示	27
图 39: 中国肉毒素市场规模及增速	27
图 40: 2018-2023 公司医美业务盈利情况	29
图 41: 2018-2023 公司医美业务收入占比	29
图 42: 2016-2022 乔雅登玻尿酸全球收入情况	30
图 43: 公司光电设备收入情况	32
图 44: 2018-2023 公司重组人表皮生长因子业务收入及增速	33
图 45: 2019-2022 公司重组人表皮生长因子市占率 (%)	33
图 46: 2018-2023 公司骨科关节腔粘弹补充剂业务收入及增速 (亿元; %)	34
图 47: 2018-2022 公司骨科关节腔粘弹补充剂市占率	34
图 48: 2010-2021 全国医疗卫生机构住院病人手术人次	35
图 49: 2018-2023 公司防粘连及止血业务收入及增速	35
图 50: 2019-2022 公司防粘连及止血业务市占率	35

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司各产品线内代表性产品汇总	4
表 2: 主要控股子公司主营业务	5
表 3: 政策层面多方关注青少年近视防控问题	14
表 4: 公司自成立以来人工晶体相关业务投资并购项目汇总(截至 2021 年底)	15
表 5: 公司人工晶体产品汇总	18
表 6: 公司人工晶状体在研产品	19
表 7: 国内已上市角膜塑形镜产品	21
表 8: 公司 PRL 晶体特性	22
表 9: 公司有晶体眼人工晶体产品及在研项目	22
表 10: 透明质酸应用场景分布	25
表 11: 当前市场主流交联技术对比	25
表 12: 国内获批肉毒素产品对比	28
表 12: 公司三款玻尿酸产品的差异化布局	29
表 13: 我国在研肉毒素产品整理	31
表 14: 公司与 Eirion 达成商业合作的产品汇总	32
表 15: 公司业绩拆分及预测 (单位: 百万元)	37
表 16: 可比公司 PE 数据对比	38
公司财务报表数据预测汇总	40

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026