华龙证券 CHINA DRAGON SECURITIES

证券研究报告

医药生物

报告日期：2024 年 06 月 19 日

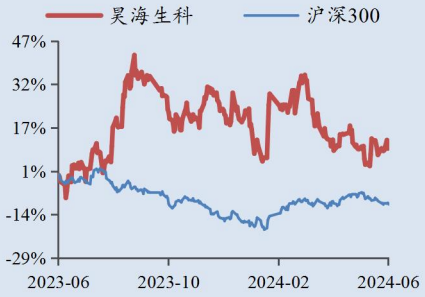
医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势

——昊海生科（688366.SH）公司深度研究

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

	2024 年 06 月 18 日
当前价格（元）	91.88
52 周价格区间（元）	77.61-120.00
总市值（百万元）	15,500.82
流通市值（百万元）	12,781.30
总股本（万股）	16,870.72
流通股（万股）	13,910.86
近一月换手（%）	8.03

分析师：姬志麒
执业证书编号：S0230521030008
邮箱：jizq@hlzqgs.com

相关阅读

请认真阅读文后免责条款

摘要：

- **医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势。**公司是一家从事医疗器械和药品研发、生产和销售业务的科技创新型企业，致力于通过技术创新及转化、国内外资源整合及规模化生产，为市场提供创新医疗产品，逐步实现相关医药产品的进口替代，成为生物医用材料领域的领军企业。公司四大业务板块包括眼科、医美、骨科、防黏连及止血，主要产品涵盖人工晶状体系列、近视屈光终端系列、医美光电终端系列、透明质酸系列、外用重组人表皮生长因子系列、医用胶原蛋白海绵系列、医用几丁糖系列等。

- **医美：产品矩阵丰富，高端产品贡献增量。**借鉴美国、韩国医美发展历程来看，需求端人均 GDP 提升与医美意愿增强、政策端行业监管完善与产业政策支持、供给端技术资源不断突破丰富产品结构及适应症扩展等是助推医美行业蓬勃发展的关键驱动力。悦己消费兴，医美消费认知与消费意愿提升，需求持续释放，渗透率提升驱动行业增长。预计到 2025 年医美市场规模将从 2021 年的 752 亿元上升至 2279 亿元，GAGR 31.9%。公司通过自研与并购发展实现了三大医美管线业务布局，全方位满足终端客户消费需求。其中，玻尿酸产品通过技术迭代，产品矩阵满足差异化需求，高端产品放量可期；全方位布局光电医美，未来有望增厚业绩贡献；人表皮生长因子产品具备稀缺性，市占份额持续攀升；积极布局肉毒素及胶原蛋白，进一步拓展医美产品矩阵。

- **眼科：全产业链布局眼科领域，打造综合性性眼科产品生产商。**眼科疾病种类繁杂且广泛，需求刚性特征显著，未来市场空间广阔。中国眼科医疗服务市场规模 2022 年大致在 1863 亿元。2015 年到 2019 年的市场增速（CAGR=15%）为基准，按 10%复合增速，预计 2025 年将达到 2479 亿元，增长空间广阔。公司聚焦全球眼科领域的领先技术，通过自主研发与投资整合并重的方式，致力于加速中国眼科产业的国产化进程，目标成为国际知名的综合性眼科产品生产商。公司眼科产品涵盖两大管线四大细分领域。包括人工晶状体、眼科粘弹剂、视光材料、视光终端产品及眼表用药，并已在眼底病治疗领域布局多个在研产品。2023 年，公司眼科业务总收入从 2016 年的 1.21 亿增至 2023 的 9.28 亿元，CAGR 达 33.8%。

- **骨科&防粘连及止血产品：细分龙头，稳健增长。**随着人口老龄

化及治疗意识的提高，以及骨科关节腔粘弹补充治疗的技术水平和质量的提高得到医生和患者的认可，骨科关节腔注射用凝胶需求有望持续增长。公司是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，市占率居首。在防粘连领域，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。公司防粘连材料的市场份额为 29.90%，连续 14 年稳居市场首位，国内绝对龙头位置持续得到巩固。

- **投资建议：**公司作为医用生物材料领域头部企业，聚焦差异化发展为企业战略，专注于眼科、医疗美容及创面护理、骨科、外科四大快速发展的治疗领域，通过与国内外知名研发机构合作、自主研发及技术引进并举，持续保持公司技术的领先地位，并不断扩张完善产品线、整合产业链，各系列细分产品获得市场高度认可。随着外部经营环境的稳定，公司及附属公司的生产经营和销售情况平稳恢复并持续向好。我们预计昊海生科 2024-2026 年实现营收 33.37/40.61/48.01 亿元，对应增速分别为 25.75%/21.67%/18.24%；EPS 为 2.85/3.31/3.61 元/股，按当前收盘价对应 PE 为 32.3/27.8/25.5 倍。综上多维度考量，公司眼科和医美市场前景广阔，给予昊海生科 2024 年 PE 为 34 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险、产品研发上市进度不及预期风险、行业政策风险、宏观环境风险、医疗事故风险、引用数据来源发布错误数据风险。

- **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,130	2,654	3,337	4,061	4,801
增长率（%）	20.56	24.59	25.75	21.67	18.24
归母净利润（百万元）	180	416	481	558	609
增长率（%）	-48.76	130.58	15.47	16.21	9.01
ROE（%）	3.22	6.85	7.62	8.36	8.59
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.07	2.47	2.85	3.31	3.61
市盈率（P/E）	85.9	37.3	32.3	27.8	25.5
市净率（P/B）	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3

数据来源：Wind，华龙证券研究所

内容目录

1 医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势 1
1.1 自研创新与外延并购协同发展，奠定核心竞争力 1
1.2 股权结构相对稳定，核心团队医药背景深厚 3
1.3 整体经营稳健，产品结构优化带动盈利增长 4
2 医美：产品矩阵丰富，高端产品贡献增量 7
2.1 医美市场：行业处于快速发展阶段，未来增长空间可期 7
2.1.1 行业规模不断扩大，上游集中格局显著 7
2.1.2 技术升级与扩展适应症主导玻尿酸行业趋势 10
2.1.3 轻医美有望成为市场主导，能量源医美市场前景广阔 13
2.1.4 人表皮生长因子应用场景广泛，市场规模稳步扩大 15
2.2 昊海生科：自研+并购布局医美领域，未来增长可期 15
2.2.1 布局三大管线全方位满足医美需求 15
2.2.2 积极布局肉毒素及胶原蛋白，拓展医美产品矩阵 18
3 眼科：全产业链布局眼科领域，打造综合性眼科产品生产商 19
3.1 眼科市场：眼科赛道患者基数庞大，呈现需求蓝海 19
3.1.1 刚性需求，前景广阔 19
3.1.2 竞争格局重塑，集采加持国产化加速 22
3.2 昊海生科：聚焦全球眼科领先技术，投资整合+自研奠定竞争优势 23
3.2.1 白内障产品线：产品矩阵丰富，差异定位满足多元需求 24
3.2.2 近视防控与屈光矫正产品线：贡献眼科业绩第二增长曲线 26
4 骨科&防粘连及止血产品：细分龙头，稳健增长 28
4.1 骨科骨科&防粘连及止血市场 28
4.1.1 骨科：深度老龄化人口结构催化需求稳定增长 28
4.1.2 防粘连及止血：需求不断增加，产品导向明显 29
4.2 昊海生科：骨科细分领域领先，业绩呈现稳健增长 30
5 盈利预测与估值 32
5.1 关键假设与盈利预测 32
5.2 相对估值分析 34
6 风险提示 35

图目录

图 1： 公司发展历程 1
图 2： 公司股权结构（部分子公司） 3
图 3： 2016-2023 公司营收情况（百万元，%） 5
图 4： 2016-2023 公司净利润情况（百万元，%） 5
图 5： 2016-2023 各业务收入占比（%） 6
图 6： 2016-2023 各业务收入增速（%） 6
图 7： 2016-2023 各项费用率情况（%） 6
图 8： 2016-2023 整体及各业务板块毛利率情况 6
图 9： 人均 GDP 及同比增速（元，%） 7
图 10： 综合与专科医院医美门诊急诊人次及增速（百万人，%） 7
图 11： 2017-2025 年中国医美市场规模（亿元，%） 9

图 12：2017-2025 年中国非手术类医美市场规模（亿元，%）.....9
图 13：医美消费意愿（全年医美消费总额/全年家庭税收收入）.....9
图 14：医美潜在/高端消费群体年龄分布（%）.....9
图 15：医美潜在/高端消费群体家庭年收入分布（%）.....10
图 16：各国医美渗透率（每千人接受医美治疗的次数）.....10
图 17：2017-2026E 全球透明质酸市场规模（吨，按销量）.....10
图 18：2017-2027E 中国透明质酸原料市场规模及增速（亿元，%）.....10
图 19：中国透明质酸终端产品市场规模及增速（亿元，%）.....11
图 20：2020 年全球透明质酸原料市场份额情况（按销量，%）.....11
图 21：透明质酸品类功效需求转变占比（消费端，%）.....12
图 22：2022 年医美人群最喜爱的玻尿酸细分项 TOP10（%）.....12
图 23：2015-2022 年中国激光医美器械市场规模（亿元，%）.....14
图 24：2016-2025 年中国脉冲医美器械市场规模（亿元，%）.....14
图 25：2020 年中国激光类医美器械市场格局（%）.....14
图 26：2020 年中国脉冲医美器械龙头市占份额（%）.....14
图 27：我国 rhEGF 市场规模（亿元，%）.....15
图 28：外用重组人表皮生长因子（商品名：康合素）.....15
图 29：国内玻尿酸品牌市场份额（按销售额，%）.....17
图 30：公司医美板块业务收入变化（亿元）.....17
图 31：公司“康合素”产品的市场份额（%）.....18
图 32：公司“康合素”产品营收情况（亿元，%）.....18
图 33：全球各类眼部疾病患者人数（亿人）.....20
图 34：全球视力受损者人数估计（百万人）.....20
图 35：中国眼科医疗服务市场规模（亿元，%）.....21
图 36：2016-2025 年我国白内障手术量（万例，%）.....21
图 37：2016-2025 年中国人工晶状体市场规模（亿元，%）.....21
图 38：2013-2022 年我国眼科粘弹剂市场规模（亿元，%）.....21
图 39：2018-2025 年近视人群数量及渗透率（万人，%）.....22
图 40：2018-2025 年国内角膜塑形镜市场规模（亿元，%）.....22
图 41：2017 年全球人工晶状体市场份额占比（%）.....23
图 42：昊海生科人工晶状体系列产品.....23
图 43：2016-2023 年公司眼科业务收入及增速（亿元，%）.....24
图 44：2016-2023 年公司眼科细分产品结构（亿元）.....24
图 45：2016-2023 年公司人工晶状体收入及增速（亿元，%）.....26
图 46：公司眼科粘弹剂市场份额占比情况（%）.....26
图 47：2016-2023 年公司视光材料收入及增速（亿元，%）.....27
图 48：2016-2023 年公司视光产品收入及增速（亿元，%）.....27
图 49：我国 65 岁及以上人口占比情况（%）.....29
图 50：2016-2022E 我国骨关节腔粘弹剂市场规模（亿元，%）.....29
图 51：2005-2021 我国住院病人手术人次及增速（千万人，%）.....30
图 52：2013-2022E 我国手术防粘连剂市场规模（亿元，%）.....30
图 53：2016-2023 年公司骨科业务收入及增速（亿元，%）.....31
图 54：公司骨科业务市占率（%）.....31
图 55：2016-2023 年公司防粘连业务收入及增速（亿元，%）.....31
图 56：公司防粘连业务市占率（%）.....31

表目录

表 1： 公司并购投资事件梳理 2
表 2： 公司管理层 4
表 3： 国内医美行业政策梳理 8
表 4： 国内市场主要玻尿酸注射产品种类梳理 12
表 5： 公司玻尿酸产品布局梳理 16
表 6： 不同档次的人工晶状体产品价格及市场占有率 23
表 7： 公司眼科产品技术研发储备及进展情况 25
表 8： 截至 2023 年 5 月底国内 18 款已获批角膜塑形镜产品顺理 28
表 9： 公司骨科&防粘连及止血领域新技术产品储备情况 32
表 10： 公司业务收入拆分及预测 33
表 11： 公司期间费用率预测 34
表 12： 昊海生科可比公司估值情况（截至 2024 年 5 月 27 日） 35

1 医美+医药两翼驱动发展，并购+自研强化竞争优势

1.1 自研创新与外延并购协同发展，奠定核心竞争力

公司是一家从事医疗器械和药品研发、生产和销售业务的科技创新型企业，致力于通过技术创新及转化、国内外资源整合及规模化生产，为市场提供创新医疗产品，逐步实现相关医药产品的进口替代，成为生物医用材料领域的领军企业。公司四大业务板块包括眼科、医美、骨科、防黏连及止血，主要产品涵盖人工晶状体系列、近视屈光终端系列、医美光电终端系列、透明质酸系列、外用重组人表皮生长因子系列、医用胶原蛋白海绵系列、医用几丁糖系列等。公司自 2007 年成立到 2019 年登陆 A 股科创板发展至今，历经十余年不断自主创新和产业整合发展，专注于医用生物材料行业，通过“自主研发+外延并购”模式快速成长，取得行业领先优势，占据市场核心地位。

目前已形成医药+医美双轮驱动发展格局，旗下产品眼科粘弹剂连续十六年国内份额首位，并已成为国内第二大外用人表皮生产因子生产商、国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商、国内第一大手术防粘连剂生产商，以及主要医用胶原蛋白海绵生产商之一。

图 1：公司发展历程

数据来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，华龙证券研究所

公司通过投资并购完成多业务布局，实现多层次多品类产品矩阵构建。2007-2009 年，公司成立于 2007 年，并购三家主营透明质酸钠的企业，初步形成业务涵盖眼科、骨科、外科三大领域的医用生物材料公司。2010-2015 年，第一款自研玻尿酸产品“海薇”注册成功并上市，涵盖眼科、医美、骨科、防粘连及止血四大板块业务运营格局基本形成，并于 2015 年成功上市香港联交所。2016-2020 年，眼科与医美业务快速增长，收购 Aaren、河南宇宙、

业射频美容仪、Newa 家用美容仪系列产品已在国内市场上市销售。（2）Bioxis（当前持有 35.65%股权，欧华美科持有两期认购期权，行权后持股比例达 52.34%）：主要研发玻尿酸及几丁糖生物应用材料，正在开展玻尿酸 Cytosial 国内的注册上市工作。（3）镭科光电（55%股权）：销售激光芯片及仪器设备，其中 VCSEL 可用于激光美容以及激光脱毛等功能，激光美肤设备已获得欧盟 CE 医疗器械认证并在海外销售，与此同时公司也正在推进激光美肤、皮秒激光等美容设备在中国和美国的注册上市。2022 年公司射频及激光设备实现收入 2.90 亿元，同比增长 205.49%，占医美业务收入占比的 38.72%。

人表皮生长因子：产品具备稀缺性，市占份额持续攀升

国内第二大外用人表皮生长因子生产商，政策叠加产品稀缺驱动市占份额稳步扩大。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，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。根据标点医药数据，昊海生科外用人表皮生长因子产品市场占有率从 2016 年的 16.44%提升至 2021 年的 25.95%，稳居市场份额第 2 位。同时，公司康合素产品有望凭借公司自身光电医美术后需求而进一步增厚业绩贡献。公司“康合素”产品收入稳步提升，从 2016 年的 0.38 亿元增长至 2022 年的 1.51 亿元，CAGR 达到 21.79%。

图 31：公司“康合素”产品的市场份额（%）

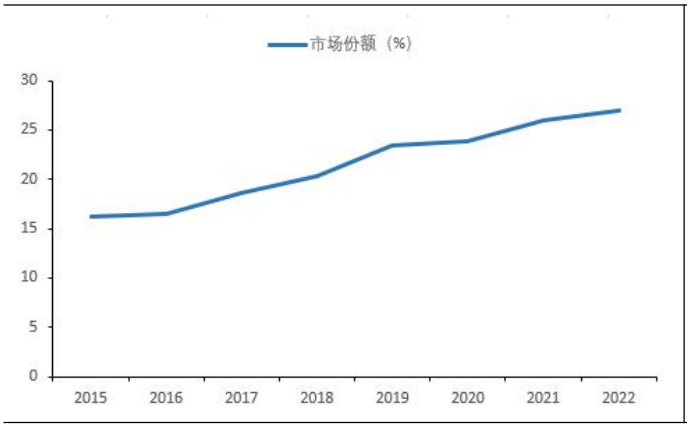
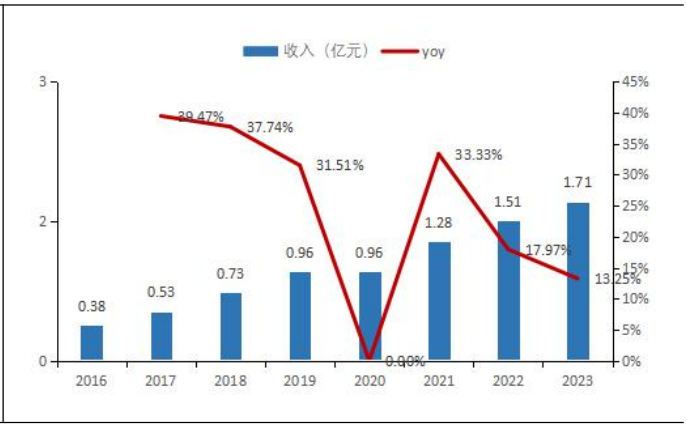


图 32：公司“康合素”产品营收情况（亿元，%）



数据来源：Wind，爱美客招股说明书，华龙证券研究所数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

2.2.2 积极布局肉毒素及胶原蛋白，拓展医美产品矩阵

肉毒素在消除皱纹上有显著效果，在医美上应用广泛，深受求美者和医美机构的追捧。作为毒性最强烈的生物毒素之一，其面临

严格的监管制度，审批流程漫长，因此供给端层面有所受限，已获牌照的企业具备明显的先发优势。2020 年以前，市场上仅有保妥适和衡力两款产品，2020 年伴随吉适和乐提葆的上市，供给端逐步丰富，推动肉毒素渗透率快速提升，未来在供给产品进一步丰富和医美强监管背景下，国内肉毒素产品规模有望实现快速增长。2021 年 3 月投资 Eirion 公司，将获得 Eirion 的创新外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品 ET-01、经典注射型肉毒毒素产品 AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品 ET-02 三款产品在中国地区的研发、销售、商业化的权利。2022 年 ET-01 已经在美国完成两期临床实验，临床数据显示产品与艾尔建的保妥适等效，预计 2023 下半年国内将与美国同时开展Ⅲ期临床实验。

公司旗下欧华美科产品思妥欣Ⅲ型酵母胶原蛋白，打破了胶原蛋白不易吸收的技术阻碍，通过基因重组技术，提取人体三型胶原基金的优质片段，再由工程菌发酵，所获取的胶原蛋白组织相容性好，透皮能力强，活性更高，作用力更强。思妥欣推出精华液、面膜、颈膜、保湿乳等多款产品。

3 眼科：全产业链布局眼科领域，打造综合性眼科产品生产商

3.1 眼科市场：眼科赛道患者基数庞大，呈现需求蓝海

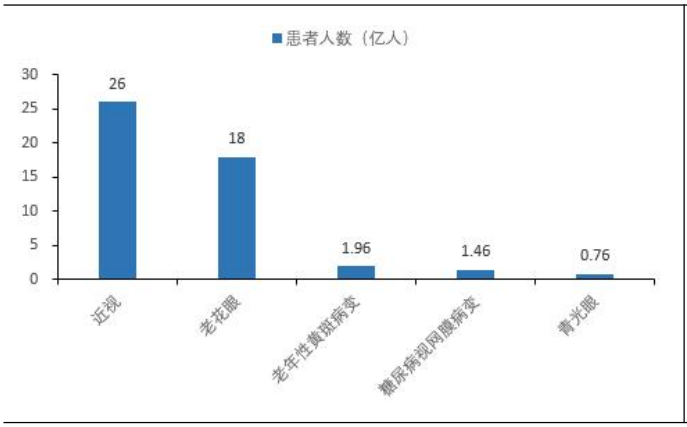
3.1.1 刚性需求，前景广阔

眼科疾病种类繁杂且广泛，需求刚性特征显著，未来市场空间广阔。眼科包括眼外科和视力保健两大领域，其中眼外科包括各类眼外科手术（白内障手术、玻璃体视网膜手术、青光眼手术、屈光手术等）的产品、耗材和设备，视力保健包括各种眼镜。市场份额来看，人工晶状体/眼科激光/眼科粘弹装置/青光眼手术设备占比依次为 75%/12%/%8/5%。眼疾病来看，致盲类疾病包括白内障、青光眼及眼底相关疾病，与人类健康和生活质量密切相关。白内障是其中的第一大类疾病，也是致盲的首要病因。而非致盲类疾病则包括屈光不正（近视、远视、散光、老化等）、干眼症、结膜炎等。眼科领域拥有庞大的患者群体，且患病率在逐渐提升，需求刚性且强烈，是拥有广阔发展空间的黄金赛道。《世界视觉报告》数据显示，全球近视/老花眼/老年性黄斑病变/糖尿病视网膜病变/青光眼的患病人数分别达到 26 亿/18 亿/1.96 亿/1.46 亿/0.76 亿。《柳叶刀·全球健康》显示，2020 年全球范围大约有 11 亿人因患眼疾而遭受不同程度的视力损伤，其中视力受损情况最为严重的盲症患者人数达到了 4,300 万。弗若斯特沙利文预测 30 年后的 2050 年全球将有约 17 亿视力损伤患者，盲症患者人数将增至 6,100 万。

国内而言，根据中国卫健委数据，2021 年我国眼科专科医院入院人次达 237.4 万人次，近 10 年 CAGR 达 15.35%，2020 年我国儿

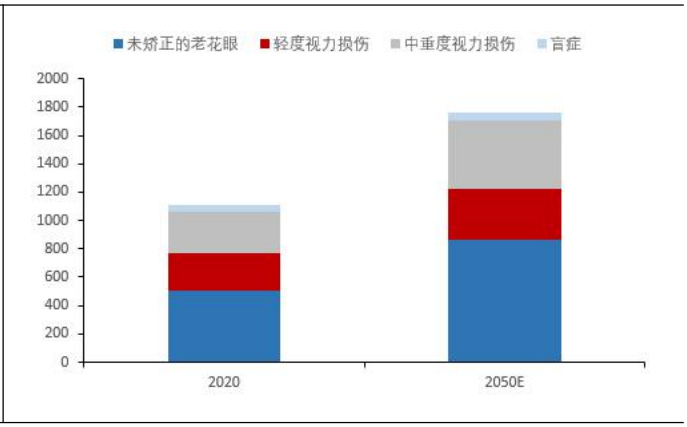
童青少年总体近视率是52.7%；根据中华医学会眼科学分会统计的数据显示，我国老年人群白内障发病率约为80%，达2.2亿人患病。与美国相比，我国虽然拥有更广阔的患者基数，但眼科器械及药物的市场规模仅有其八分之一到五分之一。我国眼科市场诊断及治疗渗透率极低，未来具备较大增长潜力。

图33：全球各类眼部疾病患者人数（亿人）



数据来源：世界视觉报告，弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

图34：全球视力受损者人数估计（百万人）



数据来源：弗若斯特沙利文，华龙证券研究所

刚需需求叠加低渗透率驱动眼科医疗市场需求量稳步增长。据Frost&Sulliva数据，中国眼科医疗服务市场规模2022年大致在1863亿元。2015年到2019年的市场增速（CAGR=15%）为基准，取10%复合增速，预计2025年将达到2479亿元，增长空间广阔。其中，未来5年眼科医疗器械将维17%的复合增长率，预计2025年规模达到283亿元，2026年到2030年市场将维持12%的增速，预计2030年规模接近500亿元。细分领域来看：

（1）**白内障手术渗透率提高，市场容量扩大。**根据中国防盲治盲网数据，2012至2018年我国白内障手术量年均复合增长率约为16.90%。通过白内障手术植入人工晶状体是白内障唯一有效的治疗手段，随着现代社会对白内障手术后视觉质量不断提高，作为白内障手术核心耗材，市场成长空间广阔。假设2019年、2020年CSR与2018年持平，2021年之后恢复正常增长率，增长率保守按照10%/年计算，2025年白内障手术量将达到625万例，人工晶状体市场规模有望达到34.15亿元。

图 35：中国眼科医疗服务市场规模（亿元，%）

数据来源：弗若斯特沙利文，蛋壳研究院，华龙证券研究所

图 36：2016-2025 年我国白内障手术量（万例，%）

数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

（2）随着国内眼科手术治疗覆盖率的不断增加，眼科粘弹剂产品的需求逐年提升。眼科粘弹剂被广泛应用于白内障手术、青光眼手术、白内障角膜移植联合手术以及眼外伤等显微眼科手术，已成为多种眼内手术的重要软性医用耗材，2017 年透明质酸钠凝胶在我国眼科粘弹剂的市场中占据超过 90%以上的市场份额。我国眼科粘弹剂市场规模也将保持稳健的增长态势。根据南方医药经济研究所及标点医药预测，预计 2022 年我国眼科粘弹剂市场规模将达到 26.18 亿元，2017 年至 2022 年年均复合增长率达 12.97%。

图 37：2016-2025 年中国人工晶状体市场规模（亿元，%）

数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

图 38：2013-2022 年我国眼科粘弹剂市场规模（亿元，%）

数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

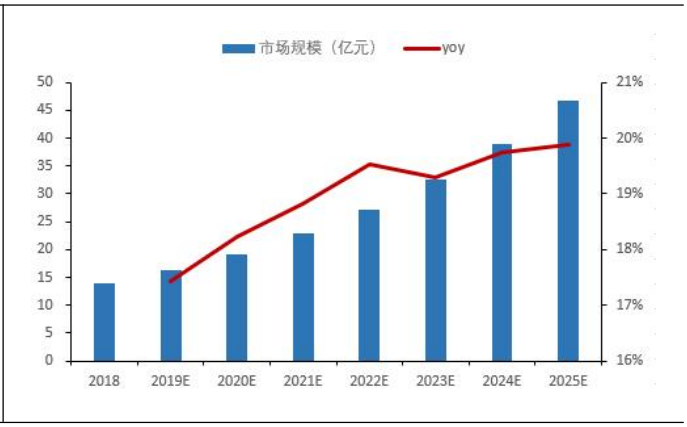
（3）角膜塑形镜（OK 镜）是目前为止防控近视最有效的方法之一，具有非常大的发展空间。《TheWorld Market for Vision Correction 2005-2020》报告，2005 年至 2020 年世界人口预期增长 16.8%，需要戴眼镜和进行视力矫正手术的人数将增 78.9%，是人口增长速度的 4.7 倍。根据美国眼科学会预计到 2050 年近视人

口将增至 47.58 亿，占世界人口 49.8%。据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会统计，2015 年我国角膜塑形镜销量达到 64.30 万副，2011 年至 2015 年复合增长率约为 44.11%，预测 2025 年市场规模将达到 46.67 亿元。

图 39：2018-2025 年近视人群数量及渗透率（万人，%）

数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

图 40：2018-2025 年国内角膜塑形镜市场规模（亿元，%）

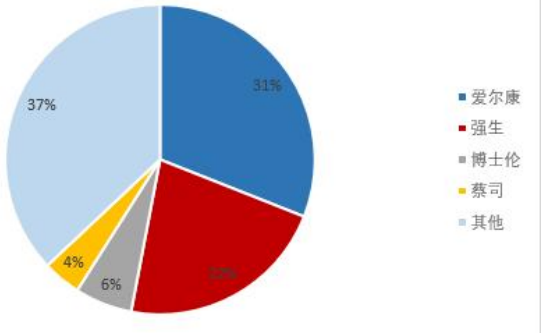


数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

3.1.2 竞争格局重塑，集采加持国产化加速

带量采购以价换量，中低端产品份额有望继续提高。目前，人工晶状体主要的先进技术由国际四大眼科医疗器械公司，包括爱尔康（美国）、强生（美国）、博士伦（美国）、蔡司（德国）掌握，这四大公司也占据国际人工晶状体市场的主要份额。根据爱尔康公司的报告及估算，2017 年全球人工晶状体市场中，爱尔康市场份额占 31%，强生占 22%，博士伦占 6%，蔡司占 4%，以上四家共占 63%全球市场份额。国内行业格局而言，中低端产品占据人工晶状体主要市场。根据爱博医疗调研结果，中端和低端（进院价格区间分别为 1600~4500 元，800~1600 元）分别占据了 50%和 30%的市场，而高端（进院价格区间为 4500~23000 元）则仅有 10%的市场占有率。随着带量采购等国家对高值耗材的限价措施逐步在国内大范围推出，将推动国内人工晶状体市场规模不断增长。中低端价格产品份额未来有望持续提高，占据主要国内市场。

图 41：2017 年全球人工晶状体市场份额占比（%）



数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

图 42：昊海生科人工晶状体系列产品

数据来源：公司官网，华龙证券研究所

表 6：不同档次的人工晶状体产品价格及市场占有率

人工晶体	进院价格区间(元)	主要进院价格/平均进院价格（元）	市占率
高端	4500-23000	12000	10%
中端	1600-4500	3050	50%
低端	800-1600	1200	30%
基础	100-500	300	10%

数据来源：Wind，爱博医疗招股说明书，华龙证券研究所

3.2 昊海生科：聚焦全球眼科领先技术，投资整合+自研奠定竞争优势

公司聚焦全球眼科领域的领先技术，通过自主研发与投资整合并重的方式，致力于加速中国眼科产业的国产化进程，目标成为国际知名的综合性眼科产品生产商。公司通过收购或整合，完成从上游原材料制备、中游研发设计与工艺生产到下游专业市场营销的眼科全产业链布局。包括收购 Contamac 布局人工晶状体的原料研发及配套；河南宇宙、Aaren、珠海艾格、河南赛美视、ODC 等子公司布局人工晶状体系列产品及配套设备；收购爱晶伦完成屈光产品研发及产销；收购亨泰视觉、河北鑫视康，布局角膜塑形镜和软性接触镜业务；收购其胜生物、建华生物等公司布局 PRL、眼科粘弹剂等业务；获得南鹏光学 51%的股权，获得角膜塑形镜“亨泰 Hiline”、硬性角膜接触镜等产品在中国大陆地区的独家代理经销权等。

公司眼科产品涵盖两大管线四大细分领域。包括人工晶状体、眼科粘弹剂、视光材料、视光终端产品及眼表用药，并已在眼底病治疗领域布局多个在研产品。2023 年，公司眼科业务总收入从 2016 年的 1.21 亿增至 2023 的 9.28 亿元，CAGR 达 33.8%。其中，2023 年，工晶状体/眼科粘弹剂/视光材料/视光终端产品收入分别为

3.82/1.15/2.09/1.92 亿元，分别同比增长 37%/29.05%/20.17%/-6.34%。

图 43：2016-2023 年公司眼科业务收入及增速(亿元,%)

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 44：2016-2023 年公司眼科细分产品结构（亿元）

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

3.2.1 白内障产品线：产品矩阵丰富，差异定位满足多元需求

国内人工晶状体市场的主要供应商，实现从普通球面单焦点人工晶状体到多焦点人工晶状体的全系列产品覆盖。（1）公司技术储备丰富。公司依托“十三五”国家重点研发计划的支持，联动公司在中国、美国、英国的眼科研发创新平台，已积极开展散光矫正、多焦点、EDOF 等功能型高端人工晶状体产品的研发工作，同时掌握有别于传统车铣工艺的一次模注成型工艺，实现人工晶状体高端材料、复杂光学性能、创新加工工艺的全面布局。（2）公司产品矩阵丰富。公司根据患者需求推出不同性能（诸如球面、非球面、多焦点）、不同材质（诸如疏水性、亲水性、PMMA、Silicone）的人工晶状体产品，目前人工晶状体品牌包括括河南宇宙、美国 Aaren、法国 HexaVision 及 Lenstec 等，实现全系列人工晶状体产品组合布局，基于产品多元化满足不同临床需求。（3）业绩加速修复。收入端，子公司河南宇宙自主生产的人工晶状体产品以及深圳新产业代理的 Lenstec 人工晶状体产品的销量均较上年度有显著增长。其中，高端区域折射双焦点人工晶状体产品 SBL-3 的销量较上年度增长 69.37%，显著增厚人工晶状体产品线业绩。

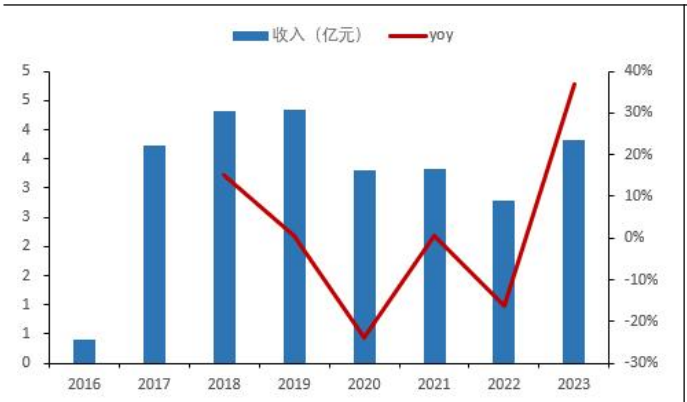
表 7：公司眼科产品技术研发储备及进展情况

项目名称	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
房水通透型有晶体眼后房人工晶状体	临床试验	国内领先	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。
高透氧巩膜镜	注册检验	国际领先	通过巩膜接触设计的眼表透镜，可以用于比角膜接触镜更广泛人群的屈光矫正，高透氧特性有助于提舒适性，减少并发症。
疏水模注散光矫正非球面人工晶状体	临床试验生	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	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	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。
眼内填充用生物凝胶	临床试验	国际领先	采用新型交联剂制备出线性交联多糖凝胶，应用于视网膜孔源裂孔的封闭。
新型人工玻璃体产品	注册检验	国际领先	以天然多肽为交联剂，粘多糖为主要原料，通过物理交联和化学交联相结合的技术手段得到人工玻璃体替代物。

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

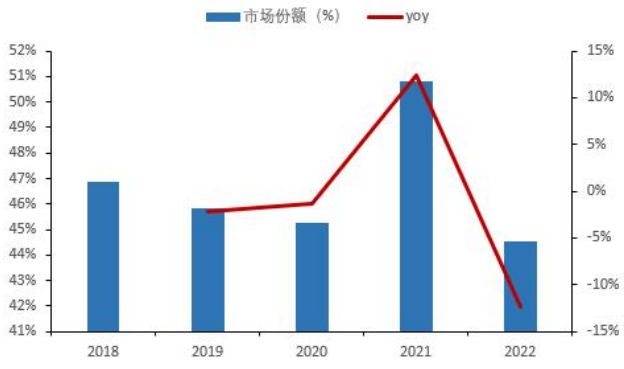
三因素影响公司人工晶状体业绩呈现下滑。2020-2022 年年公司人工晶状体收入出现下滑，主要原因在于：一是受到集采影响，销售单价下降导致业绩承压；二是代理的海外产品口 Lenstec 品牌上游供给受到疫情影响出现短缺，以及受 Aaren 品牌经销协议终止及重新整合影响，导致收入下滑；三是疫情期间白内障手术量下滑所致。我们认为此前因疫情影响导致供需两端受到抑制的因素已然消化，随着需求端白内障手术量回归正常化水平，业绩修复可期。中长期而言，公司人工晶状体产品系列在经历了过去两轮的省级集中带量采购后依然维持了相对稳定的价格体系，而且在中标国家集采背景下，公司有望利用多品牌全产品线优势、渠道优势、成本优势巩固进一步提高人工晶状体产品的市场占有率，未来业绩快速修复确定性较强。

图 45：2016-2023 年公司人工晶状体收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 46：公司眼科粘弹剂市场份额占比情况（%）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

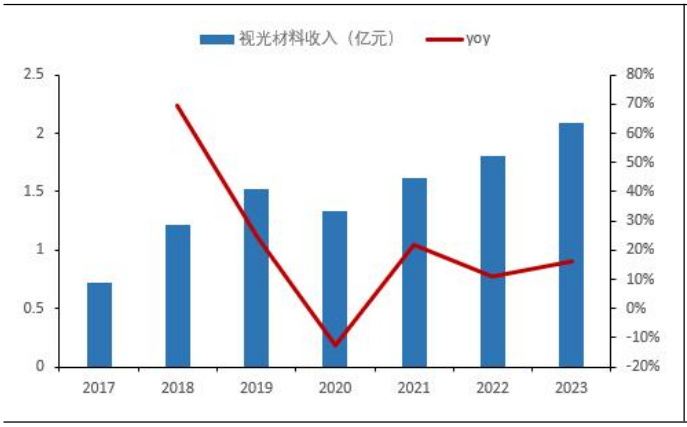
国内第一大眼科粘弹剂产品的生产商，连续十六年位居中国市场份额首位。眼科粘弹剂是一种被广泛应用于白内障、青光眼等多种眼内手术过程中的重要软性医用耗材，主要作用是固定和保护眼部组织以提高检查或手术的准确性和安全性。2023 年，公司眼科粘弹剂产品实现营业收入 1.15 亿元，较上年同比增长 29.05%，创造了该产品线收入的历史新高。根据标点医药的研究报告，受到 2022 年月至 5 月期间上海地区公司生产发货停滞的影响，眼科粘弹剂产品 2022 年的市场份额从 2021 年的 50.83%下降到 44.52%，主要原因是受到受到 2022 年月至 5 月期间上海地区公司生产发货停滞的影响，但依然连续十六年位居中国市场份额首位。2024 年，我们认为消费回暖，疫后眼科手术需求回补等将带动眼科粘弹剂产品消费回暖。同时，公司在研多款新技术产品具备市场竞争优势，例如盐酸莫西沙星滴眼液（用于眼表及眼底治疗领域）、盐酸利多卡因眼用凝胶（用于眼科手术局部麻醉）等产品处于申报阶段，眼内填充用生物凝胶产品在临床试验，新型人工玻璃体产品正注册检验。随着储备新产品逐步上市，未来公司产品占份额有望进一步提升并保持。

3.2.2 近视防控与屈光矫正产品线：贡献眼科业绩第二增长曲线

收购全球最大视光材料生产商布局屈光业务，高成长性可期。视光产品主要指角膜塑形镜，俗称 OK 镜。OK 镜采用与角膜表面几何形态相逆反的特殊设计，对角膜实施合理的、可调控的、可逆的程序化塑形，改变角膜的屈光力，不会引起额外的调节反射和眼轴伸长，从而达到矫正近视的作用。公司收购 Contamac、亨泰视觉、厦门南鹏，及并购杭州爱晶伦后，形成具备眼科原材料、PRL 产品线，及“迈儿康 myOK”、“亨泰 Hiline”、“贝视得”，RGP 等代理产品的全产业链布局。2023 年，公司视防控与屈光矫正产品线共实现营收 4.01 亿元，同比增长 5.82%。其中，由英国子公

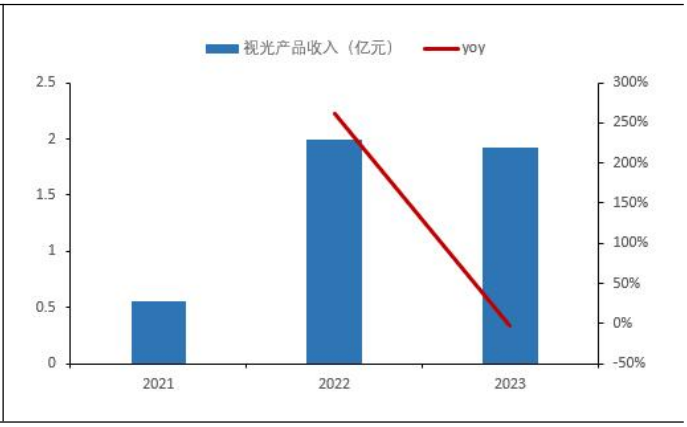
司 Contamac 主要负责运营的视光材料业务收入 2.09 亿元，同比增长 20.17%；公司视光终端产品实现营业收入 1.92 亿元，同比下降 6.34%，主要原因系出售河北鑫视康 60%股权后不再纳入合并报表所致。当前中国近视防控和屈光矫正渗透率处于低位，叠加国家政策方针重视青少年近视防控工作，未来视光材料及产品有望保持较高增速发展。公司的子公司 Contamac、上海亨泰等原材料优势凸显，技术实力深厚，PRL 及 OK 镜产品具备稀缺性，新技术产品储备丰富，未来进一步增厚眼科业绩空间可期。

图 47：2016-2023 年公司视光材料收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 48：2016-2023 年公司视光产品收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

积极布局分享赛道快速增长红利，差异化定位满足多层次需求。公司屈光矫正产品优质，且够为全年龄段人群提供从防控到矫正的多样化近视解决方案。“myOK 迈儿康”定位进口高端，产品采用透氧系数 DK 值达 141 的高透氧材质，有效保障戴镜后的角膜氧代谢水平、眼部舒适与健康，并已获 7 项中国专利授权；“亨泰 Hiline”定位进口大众型产品，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。自研 OK 镜产品“童享”利用公司自主研发的光学设计系统，基于公司控股子公司 Contamac 的高透氧材料研制的新型角膜塑形用硬性透气接触镜产品，适用于近视度数在-1.00D 至-4.00D 之内（包含-1.00D 和-4.00D），散光度数不超过 1.50D 的配戴者近视的暂时矫正，进一步彰显公司自研技术水平，并丰富屈光产品矩阵。子公司杭州爱晶伦自主研发的依镜悬浮型有晶体眼后房屈光晶体（PRL）屈光矫正范围为-10.00D 至-30.00D，且产品属于国内上市两款产品中唯一的国产产品，是 1,800 度以上超高度近视患者的唯一选择，具有高度稀缺性和良好的成长前景。另外，第二代 PRL 产品房水通透型有晶体眼后房人工晶状体已完成注册检验，并于 2022 年 8 月启动临床试验，相较前一代产品，该产品性能更优。具备高透氧性、材料牢固性以及矫正质量高特点的硬性角膜接触镜（RGP）能够有效的控制散光和

近视度数，P 适用范围较广，无患者年龄限制。贝视得暖暖镜专注解决儿童远视、弱视视力管理，以及贝视得跳跳乐针对运动型儿童进行近视管理。

表 8：截至 2023 年 5 月底国内 18 款已获批角膜塑形镜产品顺理

注册公司	品牌名称	产地	进氧系数	产品首次获批时间
欧普康视	DreamVision、 梦戴维	中国境内	100	2005/2/25
爱博医疗	普诺瞳	中国境内	125	2019/3/25
乐普医疗	菁眸	中国境内		2023/4/12
天津视达佳	视达佳	中国境内		2021/8/18
浙江天瞳	天瞳 TTOS	中国境内	100	2022/6/28
北京博视顿	XOOK	中国境内	100	2022/9/5
昊海生科控股子公司		中国境内		
-深圳新产业	童享		125	2022/12/23
阿迩发	Alpha	中国境内	104	2022/11/23
	Alpha	日本	104	2011 年
Euclid	Euclid	美国	85	2007 年
Procornea	DreamLite	荷兰	100	2013 年
台湾鹰视	鸥博	中国台湾	85	2021/9/28
PARAGON	CRT(依视路代理)	美国	100	2016 年
昊海生科独家代理	亨泰 Hiline	中国台湾	85	2011 年
-亨泰光学	迈尔康 myOK	中国台湾	141	2019/9/23
目立康 Menicon		日本		2022/6/28
韩国露晰得	Lucid	韩国	100	2011 年

数据来源：国家药监局，各公司公告及官网，华龙证券研究所

4 骨科&防粘连及止血产品：细分龙头，稳健增长

4.1 骨科骨科&防粘连及止血市场

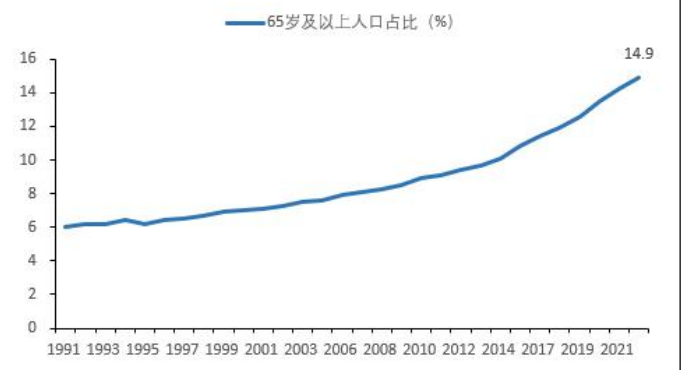
4.1.1 骨科：深度老龄化人口结构催化需求稳定增长

老龄化进程加速，需求持续增长，潜在空间巨大。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。目前治疗骨关节炎常用的病程改善类药物有三种:非体抗炎药(NSAIDS)、骨科关节腔粘弹补充剂及类固醇类激素，其中关节腔粘弹补充剂(包括玻璃酸钠注射液和医用几丁糖)已获证实为治疗骨关节炎的有效及安全方式，能够保护患者的关节软骨、显著减轻患者的关节疼痛和提高生活质量。数据显示，1990 年全球骨关节炎患者数量为 2.56 亿，2020 年这一数字猛增至 5.95 亿，30 年间增幅高达 132%，到 2050 年，全球预计有近 10 亿人受骨关节炎困扰。数据统计显示我国骨关节

炎患者已超 1.4 亿，50 岁以上人群骨质疏松患病率接近 20%，低骨量率接近 50%。

随着人口老龄化及治疗意识的提高，以及骨科关节腔粘弹补充治疗的技术水平和质量的提高得到医生和患者的认可，骨科关节腔注射用凝胶需求有望持续增长。根据南方医药经济研究所及标点医药预测，未来我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模将呈稳定增长趋势，预计至 2022 年骨科关节腔粘弹补充剂市场规模可达 32.14 亿元左右，2017 年至 2022 年年均复合增长率达 11.51%。

图 49：我国 65 岁及以上人口占比情况（%）



数据来源：Wind，国家统计局，华龙证券研究所

图 50：2016-2022E 我国骨关节腔粘弹剂市场规模（亿元，%）

数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

4.1.2 防粘连及止血：需求不断增加，产品导向明显

医疗政策持续完善，国内手术量增加带动手术防粘连产品市场的持续扩张。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，是一种常见的病理反应。目前，我国防粘连剂按照有效成份主要包括六大类，即医用几丁糖类、医用透明质酸钠类、中药类、聚乳酸类、壳聚糖类及纤维素类。其中医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶已得到临床的广泛认可，逐渐成为防粘连剂的主要产品。

据国家卫计委数据，2021 年我国医疗机构住院病人手术人次达 7573.84 万人次，呈现逐年递增趋势。我国手术量的不断增加带动手术防粘连产品市场的持续扩张，防粘连剂市场规模由 2013 年的 15.13 亿元增长至 2017 年的 25.07 亿元，CAGR 13.46%，表现山良好的成长性。其中，医用几丁糖市场规模由 2013 年的 6.86 亿元增长至 2017 年的 10.51 亿元，CAGR 11.26%；透明质酸钠市场规模由 2013 年的 5.54 亿元增长至 2017 年的 9.54 亿元，CAGR 14.55%。根据南方医药经济研究所及标点医药数据预测，2022 年我国手术防粘连剂市场可达 51.97 亿元，CAGR 15.70%。

图 51：2005-2021 我国住院病人手术人次及增速（千万人，%）

数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

图 52：2013-2022E 我国手术防粘连剂市场规模（亿元，%）

数据来源：Wind，公司招股说明书，华龙证券研究所

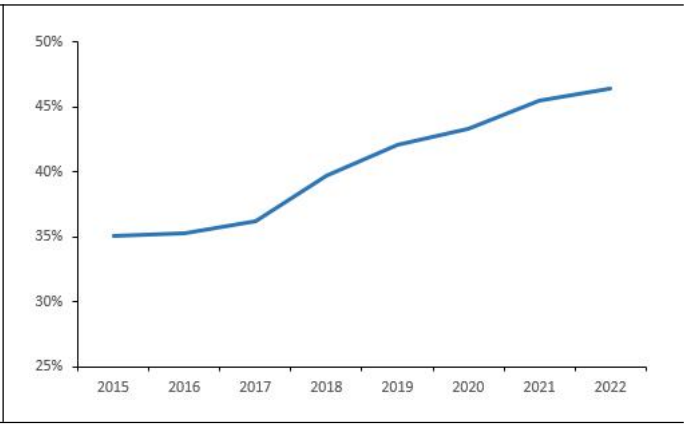
4.2 昊海生科：骨科细分领域领先，业绩呈现稳健增长

国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，市占率居首。公司在骨科关节腔粘弹补充剂领域拥有玻璃酸钠注射液和医用几丁糖（关节腔注射用）两类产品，是国内唯一拥有 2ml、2.5ml、3ml 全系列规格骨科玻璃酸钠注射液产品的生产企业。其中，医用几丁糖（关节腔内注射用）产品为公司独家品种，其所应用的水溶性几丁糖技术为公司独家专利技术，具有体内留存时间长、治疗效果持久等特点。是我国唯一以三类医疗器械注册的关节腔粘弹补充剂产品。公司两类产品实现协同发展、优势组合，进一步强化细分领域的核心竞争优势，市占率持续国内领先。同时，公司实施自主产销与委托加工，在提升产能的同时，促进产品线稳定增长。2023 年，公司骨科业务收入 4.76 亿元，同比增长 22.56%。其中，玻璃酸钠注射液产品收入 3.14 亿元，医用几丁糖产品收入 1.62 亿元。据标点医药，2022 年公司骨科关节腔粘弹补充剂产品的中国市场份额为 46.54%，连续 9 年位居市场首位。

图 53：2016-2023 年公司骨科业务收入及增速(亿元,%)

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 54：公司骨科业务市占率（%）

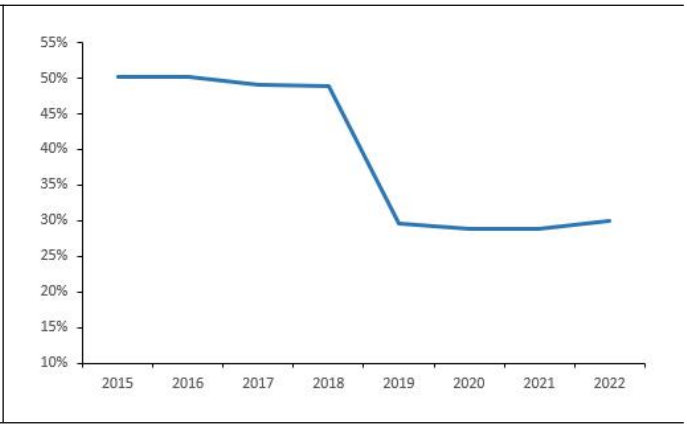


数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 55：2016-2023 年公司防粘连业务收入及增速（亿元，%）

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

图 56：公司防粘连业务市占率（%）



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

国内第一大手术防粘连剂生产商以及主要的医用胶原蛋白海绵、猪源纤维蛋白粘合剂生产商之一。在防粘连领域，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。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，以缩短手术时间并促进术后伤口及组织愈合。2021 年 3 月 30 日，公司猪源纤维蛋白粘合剂获得国家药监局批准注册上市。获批后，公司又对猪源纤维蛋白粘合剂产品进行工艺更新，优化生产，新的工艺变更已获得国家药品监督管理局的批准。在国内市场中，截至目前仅有 4 家企业取得上述产品的产品注册证书，集中度较高。2023 年，公司防粘连及止血业务收入 1.46 亿元。据标点医药数据，2022 年，公司防粘连材料的市场份额为 29.90%，连续 14 年稳居市场首位，国内绝对龙头位置持续得到巩固。公司在透明质酸钠、医用几丁糖、胶原蛋白等领域持续进行研发投入，开发新技术产品，并以新技术高性能产品获得更多市场份额，进一步提升自身竞争优势。

表 9：公司骨科&防粘连及止血领域新技术产品储备情况

项目名称	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
医用交联几丁糖凝胶	临床前研究	国际领先	采用独有的医用几丁糖为原材料，提高水光产品的推注性能和体内降解时间。
有机交联透明质酸钠凝胶	注册申报	国际同等	通过交联反应制备出适宜于体内注射的美容填充材料，提高了产品使用的安全性。
无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	临床试验	国内同等	降低注射过程中的疼痛同时提高深层填充效果。
智能交联胶原蛋白填充剂	临床前研究	国际领先	通过体内环境智能调节交联技术，使得胶原蛋白填充剂具有优秀的组织融合性和体内维持时间。
注射用透明质酸钠复合凝胶	临床前研究	国际领先	提高静态纹的填充修复效果。
新型玻璃酸钠注射液(制剂)	临床前研究	国内领先	使用发酵法原料制备玻璃酸钠注射液，用于骨关节炎治疗。
大规格玻璃酸钠注射液	申报临床	国内同等	解决骨关节炎多次治疗导致临床依从性差的问题。
长效交联玻璃酸钠注射液	临床前研究	国际领先	可以延长玻璃酸钠关节腔内滞留时间及骨关节炎治疗疗效。
发酵法生产几丁质及壳聚糖的工艺研究	工艺研究	国际领先	实现发酵法规模化生产医用几丁糖及壳聚糖原料。
线性交联几丁糖关节腔注射液	申报临床	国际领先	以水溶性医用几丁糖为主要原料和天然氨基酸为交联剂，制备线性交联几丁糖关节腔注射液。

数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 关键假设与盈利预测

公司作为医用生物材料领域头部企业，聚焦差异化发展为企业战略，专注于眼科、医疗美容及创面护理、骨科、外科四大快速发展的治疗领域，通过与国内外知名研发机构合作、自主研发及技术引进并举，持续保持公司技术的领先地位，并不断扩张完善产品线、整合产业链，各系列细分产品获得市场高度认可。随着外部经营环境的稳定，公司及附属公司的生产经营和销售情况平稳恢复并持续向好。综合预计公司 2024-2026 年营业收入为 33.4/40.68/48.17 亿元，对应增速分别为 25.85%/21.80%/18.41%。对应各个业务板块产品收入预测为：

（1）**医美业务**：公司医美产业链布局基本完成，旗下“海薇”、“姣兰”、“海魅”三大品牌差异化定位，覆盖人群广泛，并处于快速增长阶段。高端产品“海魅”放量仍然可期；第四代有机交联玻尿酸产品进入注册申报阶段，技术突破进一步提升产品的安全性及功效性，产品吸引力较强；子公司欧华美科旗下法国 Bioxis 的 Cytosial 三款玻尿酸产品上市在即；光电医美领域布局多款产品，

EndyMed Pro、Pure 专业射频美容仪可满足多元需求，Newa 美容仪进入家用场景，市场空间广阔，业绩有望实现高增长；人表皮生长因子产品“康合素”具有技术壁垒，未来维持稳定增长可期；肉毒素部分外用涂抹型与注射型产品获得授权，产品放 29 量 28.5 在即。随着医美领域产品矩阵逐步丰富，市占份额有望进一步提升，增厚业绩空间预期积极。预计 2024-2026 年公司医美板块实现营收 14.69/19.39/24.43 亿元，对应增速分别为 39%/32%/26%。随着高毛利率的医美业务营收贡献逐渐提升，且高端产品“海魅”持续放量，叠加第四代产品落地在即，整体价格带水平有望抬高，带动医美板块毛利率上行，预计毛利率分别为 77%/78%/78%。

（2）**眼科业务：**公司眼科业务已完成全产业链构建和全年龄段产品布局，包括 涵盖 PMMA、亲水性和疏水性等各主要材质、光学设计及附加功能品类的全系列人工晶状体产品组合。眼部疾病患者增加，白内障手术逐年增高，需求持续提升带来人工晶体市场延续增长格局；考虑到公司已拥有的 OK 镜、隐形眼镜等高复购率产品仍将保持较高景气度，未来巨大的市场潜力有望拉动公司视光产品延续强劲增长。虽然短期人工晶状体价格受到集采影响，但是中长期有望进一步提升市场份额，从而对冲集采带来的价格冲击影响。预计 2024-2026 年公司眼科板块实现营业收入分别为 10.95/12.49/13.98 亿元，对应增速分别为 18%/14%/12%。预计眼科业务受集采影响，毛利率将呈现小幅下行，分别为 59%/58%/58%。

（3）**骨科业务：**公司是国内唯一拥有全系列规格玻璃酸钠注射液产品企业，独家拥有医用几丁糖（关节腔内注射用）产品技术，具备产品稀缺性，未来有望延续销量驱动增长格局，营收贡献稳步抬升。预计骨科业务 2024-2026 年实现营收 5.48/6.19/6.81 亿元，对应增速分别为 15%/13%10%。预计毛利率基本稳定在 82%。

（4）**防粘连及止血业务：**国内防粘连材料龙头地位稳固，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，是国内医用胶原蛋白海绵、猪源纤维蛋白粘合剂产品的主要供应商。预计防粘连及止血板块 2024-2026 年实现营收 1.70/1.89/2.04 亿元，对应增速分别为 16%/11%/8%。预计毛利率基本稳定在 68%。

（5）**其他产品和业务：**主要系部分低值医疗耗材及原材料。预计其他产品 2024-2026 年实现营收 0.45/0.53/0.61 亿元，对应增速分别为 20%/18%/15%。

表 10：公司业务收入拆分及预测

单位：百万元		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入		1766.99	2130.28	2654.04	3340.11	4068.22	4817.23
	yoy		20.56%	24.59%	25.85%	21.80%	18.41%
	毛利率	72.10%	68.98%	70.50%	71.07%	71.60%	71.93%

单位：百万元		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
医疗美容与创面护理产品	销售收入	463.38	748.14	1056.86	1469.04	1939.13	2443.30
	yoy		61.45%	41.27%	39.00%	32.00%	26.00%
	毛利率	77.40%	73.11%	77.45%	77.00%	78.00%	78.00%
眼科产品	销售收入	674.45	769.88	928.21	1095.29	1248.63	1398.47
	yoy		14.15%	20.57%	18.00%	14.00%	12.00%
	毛利率	60.74%	58.83%	59.11%	59.00%	58.00%	58.00%
骨科产品	销售收入	402.07	388.45	476.09	547.50	618.68	680.54
	yoy		-3.39%	22.56%	15%	13%	10%
	毛利率		82.19%	80.07%	82.00%	82.00%	82.00%
防粘连及止血产品	销售收入	192.92	177.17	146.49	169.92	188.62	203.70
	yoy		-8.17%	-17.32%	16.00%	11.00%	8.00%
	毛利率	73.25%	67.78%	68.42%	68%	68%	68%
其他产品	销售收入	26.41	30.53	37.42	44.90	52.99	60.93
	yoy		15.62%	22.55%	20%	18%	15%
	毛利率	77.17%	60.31%	39.90%	50%	50%	50%

数据来源：iFind，华龙证券研究所

费用端预测：1）销售费用：考虑到公司规模效应逐渐显现，且随着具备高投入产出比的三四代高端玻尿酸占比有望进一步提升，预计销售费用率将呈现略降趋势，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 30.5%/29.0%/28.5%；2）管理费用：受规模效应影响，预计 2024-2026 年管理费用率分别为为 15.5%/15%/14.5%；3）研发费用：2023 年年报显示，公司全部业务板块在研储备项目达到 19 项，且公司注重自主研发维持竞争优势，预计研发投入逐年增长，预计 2024-2026 年研发费用率分别为 8.5%/8.6%/8.7%。

表 11：公司期间费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
管理费用率	15.99%	18.88%	15.74%	15.50%	15.00%	14.50%
研发费用率	9.48%	8.55%	8.29%	8.50%	8.60%	8.70%
销售费用率	34.65%	31.90%	30.69%	30.50%	29.00%	28.50%

数据来源：iFind，华龙证券研究所

5.2 相对估值分析

考虑到公司存在多条业务板块布局，且医美产品管线贡献占比逐年提升，目前已超越眼科业务贡献居首，形成主要以眼科产品及医美产品为主要贡献的业务格局。因此有必要采用分部估值法对各业务板块进行估值。（1）医美业务板块我们选取医美医疗器械赛道具备代表性爱美客、华熙生物、华东医药作为估值参考，2024 年可比公司平均估值为 25X；（2）眼科业务板块选取与公司具有较高眼科业务相似性的欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药作为可比公司，

2024 年可比公司平均估值为 33X。

综合考虑昊海生科估值：（1）医美产品矩阵丰富，价格带可满足多层次需求，玻尿酸+肉毒素+光电终端业务布局基本完成，未来规模收入可期，且高端玻尿酸产品持续放量，第四代高端玻尿酸产品上市在即，有望持续增厚业绩贡献；（2）人工晶状体受集采影响有限，且有望促进人工晶状体业务市占份额进一步提升，叠加公司积极布局 OK 镜业务，公司整体眼科业务有望延续稳定增长，并有望完成眼科全产业链构建，强化竞争优势；（3）公司通过自研+并购持续拓展业务空间，新产品研发储备丰富，在更多以供给主导的医美市场上，技术迭代中具备差异化优势的新品推出有望提升单品价格和疗程数，进而持续增厚公司业绩空间，战略并购不仅拓宽公司产品管线，而且有望助力公司海外业务的长远战略布局，赋能未来增长；（4）骨科及防粘连业务常年稳居国内之首，未来竞争格局有望延续，保持稳定增长。我们预计昊海生科 2024-2026 年实现营收 33.37/40.61/48.01 亿元，对应增速分别为 25.75%/21.67%/18.24%；EPS 为 2.85/3.31/3.61 元/股，按当前收盘价对应 PE 为 32.3/27.8/25.5 倍。综上多维度考量，公司眼科和医美市场前景广阔，给予昊海生科 2024 年 PE 为 34 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 12：昊海生科可比公司估值情况（截至 2024 年 6 月 18 日）

ZÂ9 ä G	ZÂ9 J•Hñ O¢øo	Do /<-	=o À Do									
	AƠN•*¡											
	"M@Ð Ah											
	"M ": Rn											
	WK -r &F											
	:&5m¶XÅ											
	AƠ'Y": D–											
	s nŒF;Rn											
	WK -r &F											
	5 <vD HĐ											

数据来源：华龙证券研究所(可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测)

6 风险提示

市场竞争加剧的风险：国内眼科和医美行业市场潜力大，更多参与者的进入将使行业竞争越发激烈，若公司未能及时应对，可能导致公司技术水平落后，从而导致竞争力下降，会对公司经营产生不利影响。

产品研发上市进度不及预期风险：公司产品多为医疗器械类，研发壁垒高、周期长、投入大，若不能形成相应成果或开发新产品

不及市场预期，甚至成功研发无法成功获批等风险均影响公司经营。

行业政策风险：我国医药卫生体制改革正逐步深入，重大行业政策陆续出台。如果公司没有根据行业新规及时调整，可能导致公司合规成本增加、产品需求减少等风险。

宏观环境风险：公司处于生物医用材料领域，若该领域整体增速放缓，可能会对公司业绩造成不利影响。此外，公司收购多家境外公司，若境外公司所在国家或地区发生法律法规、政治经济、关税贸易等因素的变化，可能对公司造成不利影响。

医疗事故风险：公司产品主要为医疗用途，存在医疗事故的可能性。

引用数据来源发布错误数据风险：本报告数据来源于公开或已购买数据库，若这些来源所发布数据出现错误，将可能对分析结果造成影响。

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,532	3,750	5,273	5,672	7,299
现金	2,545	2,741	3,446	4,193	4,958
应收票据及应收账款	382	328	892	482	1,083
其他应收款	12	22	21	32	31
预付账款	59	52	87	82	118
存货	485	526	746	802	1,028
其他流动资产	50	81	81	81	81
非流动资产	3,360	3,355	3,672	3,959	4,204
长期股权投资	3	3	5	7	9
固定资产	759	767	1,075	1,361	1,605
无形资产	784	729	728	706	695
其他非流动资产	1,815	1,856	1,864	1,885	1,896
资产总计	6,892	7,105	8,945	9,632	11,503
流动负债	511	716	731	687	878
短期借款	5	10	13	10	11
应付票据及应付账款	55	55	83	85	113
其他流动负债	451	651	634	592	754
非流动负债	479	372	345	317	288
长期借款	44	157	130	102	73
其他非流动负债	435	215	215	215	215
负债合计	990	1,088	1,076	1,003	1,166
少数股东权益	388	367	369	373	381
股本	174	171	240	240	240
资本公积	3,003	2,981	2,912	2,912	2,912
留存收益	2,458	2,818	3,115	3,462	3,838
归属母公司股东权益	5,515	5,650	5,959	6,361	6,805
负债和股东权益	6,892	7,105	8,945	9,632	11,503

现金流量表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	231	634	-86	982	118
净利润	190	412	482	563	617
折旧摊销	184	176	163	207	259
财务费用	-74	-62	-74	-72	-72
投资损失	-6	-1	-26	-24	-14
营运资金变动	-168	76	-634	303	-679
其他经营现金流	104	34	4	5	8
投资活动现金流	-682	-377	-455	-473	-491
资本支出	317	267	478	493	502
长期投资	-431	-146	-2	-2	-2
其他投资现金流	67	37	25	22	12
筹资活动现金流	-288	-258	-299	-111	-121
短期借款	-20	5	3	-4	1
长期借款	34	113	-27	-28	-29
普通股增加	-2	-3	69	0	0
资本公积增加	-88	-22	-69	0	0
其他筹资现金流	-213	-351	-275	-79	-94
现金净增加额	-725	10	-839	398	-494

利润表（百万元）					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,130	2,654	3,337	4,061	4,801
营业成本	661	783	985	1,198	1,416
税金及附加	14	15	22	26	30
销售费用	680	815	1,044	1,258	1,495
管理费用	402	418	556	683	818
研发费用	182	220	299	358	416
财务费用	-74	-62	-74	-72	-72
资产和信用减值损失	-70	-5	-2	-4	-6
其他收益	40	42	37	38	39
公允价值变动收益	-8	2	-1	-2	-2
投资净收益	6	1	26	24	14
资产处置收益	0	1	-0	0	0
营业利润	235	507	566	666	744
营业外收入	2	2	1	2	2
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	236	508	566	666	745
所得税	45	96	84	104	128
净利润	190	412	482	563	617
少数股东损益	10	-4	1	4	8
归属母公司净利润	180	416	481	558	609
EBITDA	514	769	822	963	1,090
EPS（元）	1.07	2.47	2.85	3.31	3.61

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	20.56	24.59	25.75	21.67	18.24
营业利润(%)	-38.82	116.30	11.55	17.70	11.68
归属于母公司净利润(%)	-48.76	130.58	15.47	16.21	9.01
获利能力					
毛利率(%)	68.98	70.50	70.50	70.50	70.50
净利率(%)	8.93	15.53	14.44	13.86	12.85
ROE(%)	3.22	6.85	7.62	8.36	8.59
ROIC(%)	4.57	7.96	9.12	9.77	9.92
偿债能力					
资产负债率(%)	14.36	15.31	12.02	10.42	10.13
净负债比率(%)	-37.88	-39.03	-51.40	-59.84	-67.09
流动比率	6.91	5.24	7.22	8.26	8.31
速动比率	5.78	4.36	6.01	6.90	6.95
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.38	0.42	0.44	0.45
应收账款周转率	5.67	7.48	6.06	6.40	6.65
应付账款周转率	13.11	14.28	35.73	0.00	0.00
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.07	2.47	2.85	3.31	3.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	3.76	-0.51	5.82	0.70
每股净资产(最新摊薄)	32.69	33.49	35.32	37.71	40.34
估值比率					
P/E	85.9	37.3	32.3	27.8	25.5
P/B	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	39.29	26.07	23.31	19.09	16.15

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为 R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4 及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应充分考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层
邮编：100033	邮编：730030	邮编：200000	邮编：518046
	电话：0931-4635761		