

投资要点:

- **眼科业务:** 分业务领域来看, 眼科产品营收占比最大, 19年占总营收44%。公司旗下**人工晶状体品牌占据中国人工晶状体30%的市场份额**, 在中国企业中销量第一。**公司的眼科粘弹剂2018年国内市场份额为46.87%**, 连续十二年中国市场份额超过四成以上。集团已经初步完成对人工晶状体产品的全产业链布局, 公司收购的Contamac Holdings是全球范围内隐形眼镜、人工晶状体材料及技术的主要供应商, 能够限制竞争对手在原材料的选择, 同时对自有产品提供从原材料到销售端的保障。

收购 Contamac 同样为公司眼科业务中视光材料领域带来较大营收增长, Contamac 自主研发的新一代高透氧角膜接触镜材料通过 FDA 核准正式投放市场, 基于 Contamac 的高透氧材料而研制的新型角膜塑形镜产品, 在国内已完成注册检验, 正式进入临床试验阶段, 打开角膜塑形镜估值想象空间。

给与眼科业务相对估值 PE50-55 倍左右, 对应市值 52-57 亿元。

- **整形美容和创面护理业务:** 公司18年第二大业务为整形美容和创面护理, 其中主要营收来自透明质酸, 俗称玻尿酸。**公司玻尿酸医美终端产品在18年国内透明质酸填充销量及销售额位居第二。**由于医美市场井喷发展后, 医美市场竞争激烈且获客成本居高不下、利润空间压缩, 19年业绩同比降低。公司储备了9个在研产品, 增加丰富产品线有助于抵御行业整顿的影响, 且公司能够自给玻尿酸原材料。**给与整形美容业务 25-30 倍 PE, 对应市值 27-33 亿元。**
- **骨科业务:** 骨科注射剂为19年第二大营收。公司已连续5年稳居中国骨关节腔内注射产品市场份额首位, 份额高达39.67%。昊海生物所处的市场规模较小但在加速发展, 产品技术性居于骨科领域中等位置, 加上公司骨科产品营收连续两年保持20%左右, **给予骨科业务 30-35 倍 PE, 对应市值 33-39 亿元。**
- **粘连剂和止血产品:** 公司已连续十二年稳居中国最大的防粘连产品生产商, 2018 市场份额 48.85%。此领域市场空间较小, 并且已发展较为成熟。其产品性质与公司骨科产品相似, 但技术性和市场空间均小于骨科注射剂, **给与 20-25 倍 PE, 对应市值 9-11 亿元。**
- **风险:** 白内障手术行业整顿影响持续, 医美行业整顿延续, 持续压制主要两大业绩。角膜塑形镜不能顺利上市, 玻尿酸产品不能顺利上市, 竞争者抢占市场。

分析师:张恬原

Tel:13534055923

Email: zhangtianyuan@

HCinvest.onaliyun.com

公司为生物医用材料领域的领军企业,以医用透明质酸钠/玻璃酸钠和医用几丁糖为代表,应用在在眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血四个主要业务领域,在各领域中均属于国内乃至全球第一梯队。

治疗领域	生物医用材料技术				基因工程技术
	▲▲人工晶状体及视光材料	医用透明质酸钠/玻璃酸钠	医用几丁糖	△可降解快速止血材料	重组人表皮生长因子
眼科	国际知名人工晶状体生产商之一;全球最大的独立视光材料生产商之一	国内第一大眼科粘弹剂生产商(2018年以销售额计)			
整形美容与创面护理		国内第一大国产玻尿酸生产商(2018年以销售量计)			国内第二大外用重组人表皮生长因子生产商(2018年以销售额计)
骨科		国内第一大骨科关节粘弹补充剂生产商(2018年以销售额计,含玻璃酸钠及几丁糖)			
防粘连及止血		国内第一大手术防粘连剂生产商(2018年以销售额计,含透明质酸钠及几丁糖)		国内主要医用胶原蛋白海绵生产商之一	

▲《“十三五”生物产业发展规划》重点发展领域

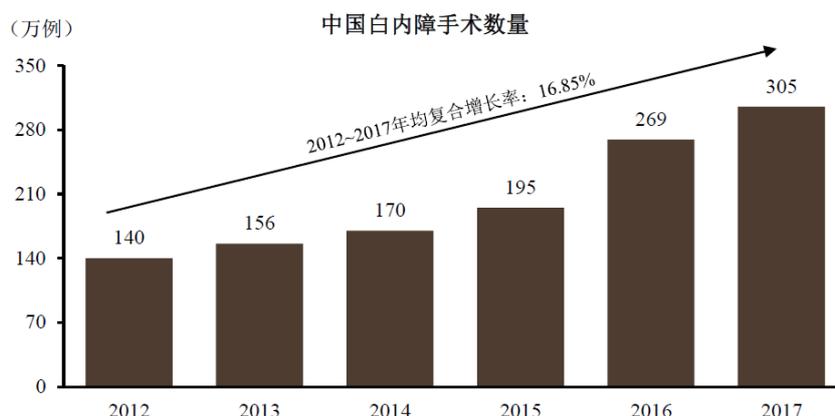
△《医药工业发展规划指南》重点发展领域

2019 昊海生物科技营收

產品線	2019年		2018年		同比增減 (%)
	金額	佔比(%)	金額	佔比(%)	
眼科產品	709,768	44.49	672,075	43.48	5.61
整形美容與創面護理產品	299,410	18.75	337,375	21.82	-11.25
骨科產品	357,932	22.43	298,933	19.34	19.74
防粘連及止血產品	188,877	11.84	199,949	12.93	-5.54
其他產品	39,781	2.49	37,492	2.43	6.11
合計	<u>1,595,498</u>	<u>100.00</u>	<u>1,545,824</u>	<u>100.00</u>	<u>3.21</u>

一、眼科业务：

分业务领域来看，眼科产品营收占比最大，19年占总营收44%。眼科产品主要包括人工晶状体、视光材料、眼科粘弹剂。人工晶状体及眼科粘弹剂主要用于白内障手术治疗，白内障是一种常见的眼科疾病，也是全球第一致盲眼病，通过植入人工晶状体是唯一有效的治疗手段，但中国白内障手术率仅不到2000/百万人，远低于欧美、日本等发达国家的4000-10000/百万人，甚至低于印度、越南等发展中国家，普及度仍有很大提升空间。公司旗下人工晶状体品牌占据中国人工晶状体30%的市场份额，在中国企业中销量第一。根据MarketScope公司2018年数据统计，公司的人工晶状体年销售额已经处于全球第九位。公司的眼科粘弹剂2018年国内市场份额为46.87%，连续十二年中国市场份额超过四成以上。目前我国白内障手术量年复合增长率保持在16.85%，公司作为白内障手术耗材的主要供应商，直接享受手术量不断上升带来的业绩增长。



人工晶状体一般分为硬性人工晶体与软性人工晶体两大类。硬性人工晶体较为低端，价格在几百元人民币上下浮动；软性人工晶体较为高端，价格在千万元人民币之间浮动。现在，软性人工晶体是市场的主要盈利点，也是各家医疗器械企业争相竞争的领域。本土企业占据了国内绝大多数的低端硬性人工晶体市场，但欧美企业基本垄断了中国软性人工晶体市场中的各个细分领域。对比欧美和国内企业在软性人工晶体的领域覆盖，国内以昊海生物科技和爱博诺德为代表，在个别领域率先打破进口的垄断。

中国软性人工晶体市场中的欧美企业

类别	无附加技术	+抗散光 (Toric) 技术	+景深延长(EDoF)技术
可调节	BAUSCH+LOMB	(无)	(无)
单焦	BAUSCH+LOMB Johnson & Johnson Vision Care Alcon Rayner ZEISS	Rayner Johnson & Johnson Vision Care Alcon	Johnson & Johnson Vision Care
双焦	Johnson & Johnson Vision Care Alcon Rayner ZEISS	Johnson & Johnson Vision Care Alcon Rayner ZEISS	(无)
三焦	ZEISS	ZEISS	(无) 火石创造

中国软性人工晶体市场中的本土企业

类别	无附加技术	+抗散光 (Toric) 技术	+景深延长(EDoF)技术
可调节		(无)	(无)
单焦	  	(无)	(无)
双焦	 		(无)
三焦	(无)	(无)	

集团已经初步完成对人工晶状体产品的全产业链布局，公司收购的 Contamac Holdings 是全球范围内隐形眼镜、人工晶状体材料及技术的主要供应商，通过 Contamac 打通人工晶状体产业链上游原材料生产环节，通过收购的下属子公司爱锐科技、河南宇宙、珠海艾格医疗科技掌握了人工晶状体产品的研发和生产工艺，同时通过子公司新产业的人工晶状体贸易业务强化了人工晶状体产品下游销售渠道。

2019 年由于国内白内障手术终端市场阶段性规范整顿，部分地区医疗机构的白内障筛查活动减少或暂停，受此影响，本集团报告期内人工晶状体和眼科粘弹剂产品营收收入增速趋缓，19 年上半年产销率从 18 年度的 96% 降至 83%。竞争对手爱博诺德同样反映出销量下降，17-19H1 产销率为 84%、64% 和 59%。相比起来，昊海生物在抵御行业整顿上，受到的影响较低。公司通过控股 Contamac 掌握上游原材料为其带来供应链保障的优势显现，爱博诺德的招股说明中显示 18 年 Contamac 为第一大供应商，而全世界能够供应 OK 镜材料的，一个是博士伦 Boston，另一个就是 Contamac。由于第一大竞争对手昊海生物 17 年收购了 Contamac 成为第一大股东，且昊海管理层也进入到 Contamac，在爱博诺德 19 年 H1 的前 5 大供应商中便没有出现 Contamac 的名字，且整体采购比例并没有补回空缺，昊海生物的全产业链布局能够限制竞争对手的选择，同时对自有产品提供从原材料到销售端的保障。

2019 昊海生物科技眼科营收

项目	2019年		2018年		同比增减 (%)
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	
人工晶状体	431,735	27.06	431,163	27.90	0.13
视光材料	151,690	9.51	122,307	7.91	24.02
眼科粘弹剂	112,631	7.06	105,752	6.84	6.50
其他眼科产品	13,712	0.86	12,853	0.83	6.68
合计	<u>709,768</u>	<u>44.49</u>	<u>672,075</u>	<u>43.48</u>	<u>5.61</u>

收购 Contamac 同样为公司眼科业务中视光材料领域带来较大营收增长，主要为 Contamac 角膜接触镜材料在美国市场的快速增长，以及作为全球主要人工晶状体原材料商所受到的广泛认可。报告期内，

Contamac 自主研发的新一代高透氧角膜接触镜材料通过 FDA 核准正式投放市场，其材料是目前全球透氧率最高的视光材料之一，打破了以往公认的法则——即硬性镜片透氧率越高，抗褶皱、刮伤越低，成为角膜接触镜行业一个里程碑。公司基于 Contamac 的高透氧材料而研制的新型角膜塑形镜产品，在国内已完成注册检验，正式进入临床试验阶段，在具备 FDA 权威性的背书下，有望更加顺利的在国内上市。目前此领域占营收比例较小，但增长迅速，国内欧普康视虽然一家独大，但由于全球角膜接触镜原材料供应商非常集中，从欧普康视 61% 的原材料均来自博士伦便可以看出，即使作为龙头企业也没有太多选择，而昊海生物的全产业链布局将为未来在中国市场竞争带来极大的成本优势，依靠 Contamac 的技术，有望改变角膜接触镜的市场格局。

估值：

由于公司眼科业务目前主要为人工晶状体及其原材料和眼科粘弹剂组成，在此与冠昊生物、正海生物、欧普康视等医用植入耗材类公司作估值比较。人工晶状体按照公司 30% 的市场份额来计算，19 年整体市场约为 14 亿。爱博诺德仍在 IPO 阶段，且营收不到昊海的一半。上市公司冠昊生物的人工晶状体为代理产品，17、18 年营收均呈下降趋势，且公司盈利能力和自主研发能力较低，目前处于亏损状态，PS 保持在 10 左右，但相比同样在 A 股的昊海生科在产品、研发到盈利能力均优于冠昊生物，目前 PS 仅为 8，处于明显低估水平。

而唯一同在眼科耗材领域的欧普康视，目前 PE 为 81，市场给予其极高的估值水平，是由于其在角膜塑形镜领域的龙头地位。与人工晶状体进口占领市场不同，国内没有进口角膜塑形镜产品竞争，欧普康视一家独大，并且所对应的市场人群是青少年，加上产品不需要手术介入，适应人群、大众接受度和市场空间均较大，根据欧普康视营收 40% 以上的增速来看，角膜塑形镜领域增速要远高于白内障手术，且毛利率净利率分别为 78% 和 45%，均高于人工晶状体，因此在评估昊海生物眼科业务的估值上至少降低 30-40%。

正海生物最主要的口腔修复膜业务更接近昊海生物的眼科业务，正海主打的口腔修复膜主要用于种牙过程，而种牙适用人群多数为老年人，并且种牙领域在国内渗透率远低于海外，国内市场进口产品占比高，目前市场空间在 20 亿左右，均与人工晶状体/白内障手术领域相近。但种牙市场的增速较高，11-17 年复合增长率 56%，并且正海生物净利率为 38%，高于昊海生物的 23%。正海生物目前 PE59，由于重磅产品活性生物骨材料临近上市，市场给予较高估值，目前位置略高于历史平均水平 PE54。

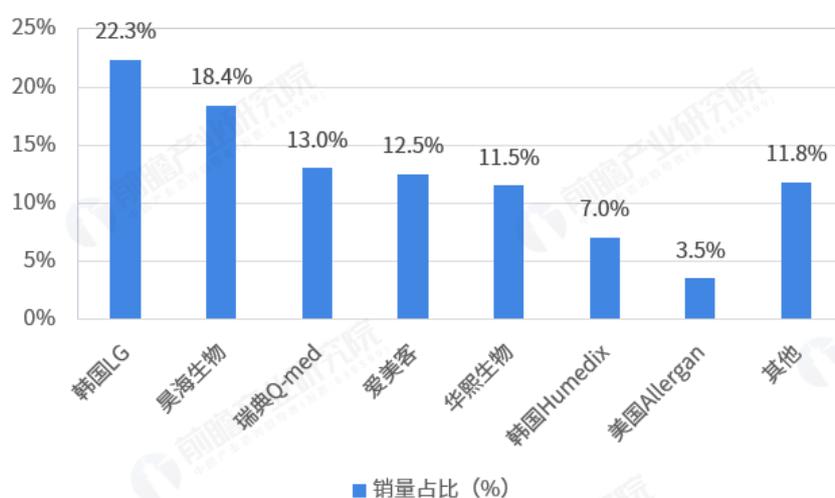
由于眼科业务对标公司均在 A 股，因此将对 A 股的昊海生科做估值，目前昊海生科 PE36 倍。考虑各方面因素昊海生科整体水平高于冠昊生物，低于欧普康视，与正海生物较为接近。公司角膜塑形镜材料获批 FDA 将帮助公司提升估值，给与未来打开国内市场留下想象空间。因此给与昊海生科眼科业务相对估值 PE50-55 倍左右。公司眼科产品毛利 68%，费用率按照平均 53.8% 来计算，净利润约为 1.03 亿，对应市值 52-57 亿元。

二、整形美容和创面护理业务

公司 18 年第二大业务为整形美容和创面护理，其中主要营收来自透明质酸，俗称玻尿酸。透明质酸在原料和终端产品应用上可以分为医药级、化妆品级和食品级三个等级，其中，医药级透明质酸的附加值明显高于其他产品。昊海生物的透明质酸主要作为注射类医疗美容中使用的皮肤填充剂，属于医药级。医

药级玻尿酸行业准入壁垒较高，在销售透明质酸原料上，在取得环保资质的基础上，还需要药品生产许可证、药品批准文号以及 GMP 证书“三证齐全”才可销售，整体流程需要 2—5 年时间且获批难度较大。昊海生物目前受限于产能和车间资质，无对外销售，主要作为自给原料。市场上一共仅 6 家具备国内资质，3 家实际参与国内竞争，其中华熙生物最大，另两家均不以透明质酸为主要业务。而玻尿酸产品获批也较为严格，市场上共有 15 家企业取得透明质酸注射液医疗器械注册证书，一共 23 种产品上市，多数企业仅有一款产品上市，国内的华熙生物、昊海生物和准备上市的爱美客有多款产品获批。在 18 年国内透明质酸填充销量位居第二，仅次于韩国 LG。中国医疗美容市场规模 2020 年将达到 2,656 亿元，2017 年至 2022 年年均复合增长率达 39.39%。相比于手术类医疗美容，以注射类医疗美容为代表的非手术类医疗美容复原时间较快、价格及风险相对较低，市场接受度及复购率更高，预计未来在医疗美容产业中占比也将逐步提升。

2018 中国透明质酸填充销量市场竞争格局（单位：%）



资料来源：弗若斯特沙利文 前瞻产业研究院整理

©前瞻经济学人APP

中国医疗美容市场是全球增速最快之一，规模由 2015 年 870 亿元增加至 2017 年 1,367 亿元，2015 年至 2017 年均复合增长率为 23.35%，市场增速明显高于全球。其中玻尿酸行业 2018 年市场规模达到 30.89 亿元，同比上涨 16.4%。公司于 2014 年首次进入玻尿酸行业，第一代玻尿酸产品“海薇”是国内首个获得国家药监局批准的单相交联注射用透明质酸钠凝胶。“海薇”主要定位于大众普及入门型玻尿酸。第二代玻尿酸产品“娇兰”主要定位于中高端。第三代产品在 2020 年初刚刚获批。但由于医美市场井喷发展后，医美市场竞争激烈且获客成本居高不下、利润空间压缩，导致行业受到降价压力，且自 18 年以来，国家对于医美大量违规行为进行政治，导致部分机构业务受到影响，玻尿酸产品市场需求减少。虽然在 19 年美股迎来了两个医美公司新氧和鹏爱医疗，但其销售费用均占总营收 40%，即使毛利率高达 84% 的玻尿酸，也挡不住市场恶性竞争带来的巨大销售开支。

昊海生物整形美容营收从 18 年第二大收入降为第三大收入，占比从 22% 降至 19%，玻尿酸产销率从 18 年 90% 下降到 19 年 H1 的 76%，19 年营收同比下降 23%。医美市场已经从打击非法到严格整顿上，19 年各省市持续颁布各类整顿专项行动，预计将延续到 2020 年，医美市场在承压的同时，未来将向龙头靠拢。公司持续加大研发，在研的玻尿酸种类有 9 项，公司在玻尿酸原材料自给上有优势，通过收购青岛元华拥有了发酵法制备透明质酸钠原料生产线。而昊海生物上市时一直向华熙生物采购 HA 精粉——透明质酸钠的主要原料，通过青岛元华，公司在一定程度摆脱对于 HA 精粉供应商的依赖度，的掌握

提取法生产工艺，在原料自给上有更大的优势。目前由于受限于产能和车间资质，不对外销售玻尿酸原料，仅用于内供。行业整顿有利于龙头企业，虽然暂时的压制，但市场需求不减，丰富的产品线将保障公司在行业内的竞争力。

2019 昊海生物科技整形美容与创面护理产品营收

單位：千元；幣種：人民幣

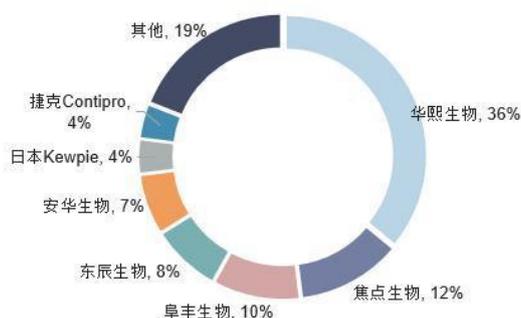
項目	2019年		2018年		同比增減 (%)
	金額	佔比(%)	金額	佔比(%)	
玻尿酸	203,491	12.75	265,173	17.15	-23.26
重組人表皮生長因子	95,649	6.00	72,202	4.67	32.47
合計	<u>299,140</u>	<u>18.75</u>	<u>337,375</u>	<u>21.82</u>	<u>-11.33</u>

重组人表皮生长因子虽然营收较少，但 19 年增速显著。2014 年至 2018 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模呈稳定发展态势，由 2014 年的 3.65 亿元增长至 2018 年的 6.13 亿元，2014 年至 2018 年年均复合增长率为 13.84%。公司 2018 年市场份额已达 20.39%。按此计算，该领域 18 年市场空间 3 亿左右，市场规模很小，因此在对公司整形美容业务的估值上，仍将根据玻尿酸领域计算。

估值：

在透明质酸领域，华熙生物为原材料龙头企业。全球透明质酸销量排名前五均为中国企业，华熙生物排名第一，并且其余四家企业原料产品都集中于利润较低的化妆品级和食品级。华熙生物是国内唯一同时拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号的企业，并且具备全产业链能力，其业务体系覆盖从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及食品等领域。这也是市场给与公司较高估值的原因，目前公司 PE72, PS23。由于华熙生物处于透明质酸产业链源头，相比于昊海生物所在的透明质酸终端产品领域，不太受医美市场整顿影响，从玻尿酸产销率始终保持 90%上便可看出公司业绩的稳定性，19 年华熙生物仍保持 48% 的高增长率，毛利率和净利率分别位 78% 和 32%。另外华熙生物旗下网红美妆产品“故宫口红”一炮走红，市场在给与其估值时将参考化妆品类公司，如珀莱雅、丸美股份等，此类公司估值均在 50-60 以上，PS 更是高达 16，因此华熙生物估值中带有化妆品属性，较昊海生物略有优势。因此对比之下，昊海生物在透明质酸领域远低于华熙生物，估值应降低 30-40%。

2018年全球透明质酸原料销量市场格局



涉及医美/玻尿酸概念属性较强的公司还包括鲁商发展和朗姿股份。A股的鲁商发展虽然最大业务为房地产销售，但在19年10月收购了仅次于华熙生物的全球第二大透明质酸原料公司焦点生物，PE从15倍左右，拉升到33，且最高时达到过42，直到目前保持在20左右，但焦点生物产品主要集中在化妆品级和食品级玻尿酸原料，暂无医药级原料生产资质。推测市场对于玻尿酸领域的估值应至少在20倍PE以上。而朗姿股份作为医美行业龙头，旗下拥有三大国内医美品牌以及13家医疗美容机构，虽然公司70%的业务仍来自于服装，但自16年起非手术和手术类医疗美容营收快速增长，19年同增30%，占比已达到20%以上。目前PE57倍，远高于服饰行业平均市盈率20倍左右，因此市场给与朗姿股份医美业务更高的估值。昊海生物在透明质酸填充领域为龙头地位，但相比朗姿股份13家机构和6亿的营收规模小很多，产品也较为单一。

综合比较之下，昊海生物玻尿酸产品在医美市场中的多样性不如朗姿股份，面对行业波动的抗风险能力较低，所在的透明质酸填充领域18年市场规模约10个亿左右，相比朗姿股份和华熙生物所在赛道要更窄。鲁商发展刚通过收购介入透明质酸领域，市场已经给与了20倍以上的估值，但由于刚起步，在经验、营收和市场布局上还不及昊海生物。由于医美市场整体承压，对于医美产品盈利能力略显悲观，昊海生科上市后股价一路下行，行业的整顿短期内仍将持续。鉴于公司在行业内仍处于领先地位，在研产品种类丰富，因此给与A股昊海生科25-30倍PE。公司玻尿酸产品毛利90%，费用率按照平均53.8%来计算，净利润约为1.09亿，对应市值27-33亿元。

三、骨科业务

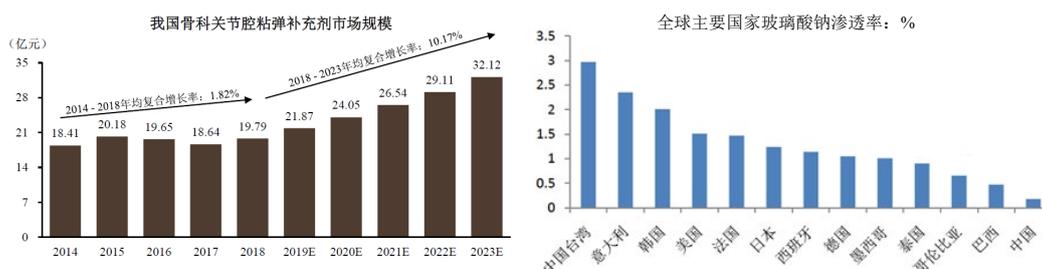
昊海生物的骨科业务在19年4大营收领域中增速最快。骨科主要包含玻璃酸钠注射液和医用几丁糖（关节腔内注射用）。公司是国内第一大骨科关节粘弹补充剂生产商，根据标点医药的研究报告，2018年公司已连续5年稳居中国骨关节腔内注射产品市场份额首位，份额高达39.67%。

2019 昊海生物科技骨科营收

單位：千元；幣種：人民幣

項目	2019年		2018年		同比增減 (%)
	金額	佔比(%)	金額	佔比(%)	
玻璃酸鈉注射液	250,766	15.72	210,152	13.59	19.33
醫用幾丁糖(關節腔內注射用)	107,166	6.71	88,781	5.75	20.71
合計	357,932	22.43	298,933	19.34	19.74

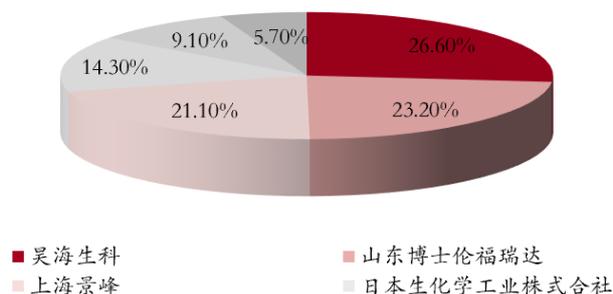
骨科關節腔粘彈補充劑是中老年人群關節炎治療的首選病程改善藥，能夠有效治療骨關節炎，減緩骨關節炎進展。截至 2018 年我國骨關節炎患者已達 1.4 億人。公司是國內唯一擁有 2ml、2.5ml、3ml 全系列規格顧客玻璃酸鈉注射液產品的企業，並且醫用幾丁糖是我國唯一以三類醫療器械註冊的骨科關節注射劑。從臨床應用角度看，玻璃酸鈉注射液的臨床應用已被收錄入衛計委發布的《2017 版骨關節炎臨床路徑》，確立了玻璃酸鈉在骨關節炎治療中的重要地位，因此，臨床上的體量只會增大，數據顯示骨科關節腔粘彈補充劑預計再 18 年後加速增長。目前骨科玻璃酸鈉注射液產品得滲透率在中國市場仍非常低，只有 0.18%，隨著患者認知度和接受度得提高，未來增長潛力很大。



估值：

骨科玻璃酸鈉注射劑領域中，位列第四名得上海景峰為上市公司景峰醫葯子公司，其玻璃酸鈉注射劑營收佔比較小，主要收入包括化學葯、生物葯和中成葯，製葯屬性較強，目前處於虧損狀態，PS2.1，因此其估值不具備可比性。

將公司放到骨科耗材/植入物領域比較，目前骨科植入物自 19 年下半年起，處於快速增長進口替代得過程，頭部企業如愛康醫療、微創醫療和春麗醫療均處於估值高位，在 60-80 倍 PE。威高股份骨科屬性同樣很強，但 PE 僅 25，是於其主要應收來自醫療低值耗材，而拉低了估值，從低值耗材商藍帆醫療得平均 25-30 倍 PE 就可以看出低值耗材得估值範圍。昊海生物的骨科注射劑因只起到減緩關節炎的效果，與關節置換從根部徹底治療的性質不同，在價值和技術要求上沒有骨科植入物高，售價可低至幾百人民幣。但公司醫用幾丁糖屬於三類醫療器械，較醫療低值耗材價值和技術更高，因此在估值上應處於骨科植入物和醫療低值耗材之間。介於昊海生物所處的市場規模較小但在加速發展，產品技術性居於骨科領域中等位置，加上公司骨科產品營收連續兩年保持 20% 左右，給予 30-35 倍 PE。公司骨科產品毛利 85%，費用率按照平均 53.8% 來計算，淨利潤約為 1.11 億，對應市值 33-39 億元。

■ 图表 16. 2018 年骨科领域玻璃酸钠注射液竞争格局⁴资料来源: Frost Sullivan, 中银国际证券⁴

周观宇论

四、防粘连及止血产品

防粘连及止血产品为公司第四类营收，占比 12%，包括防粘连医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶和胶原蛋白海绵。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、壳聚糖类和纤维素类。2018 年医用几丁糖和医用透明质酸钠凝胶类手术防粘连产品市场规模分别占我国手术防粘连剂市场总规模的 38.61%和 39.94%，为主要产品。

在外科领域，公司是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。粘连剂在手术中主要作为隔离物防止手术粘连而引发的并发症。公司的产品已在临床得到广泛的应用。同时，公司亦在研发可降解快速止血材料，并且可降解快速止血材料被《医药工业发展规划指南》列为产业重点发展领域。根据标点医药的研究报告，昊海生物已连续十二年稳居中国最大的防粘连产品生产商，2018 市场份额 48.85%。

2019 昊海生物科技防粘连及止血产品营收

单位：千元；币种：人民币

项目	2019年		2018年		同比增减 (%)
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	
医用几丁糖 (防粘连用)	93,473	5.86	108,336	7.01	-13.72
医用透明质酸钠凝胶	73,669	4.62	76,708	4.96	-3.96
胶原蛋白海绵	21,735	1.36	14,905	0.96	45.82
合计	188,877	11.84	199,949	12.93	-5.54

估值:

按照公司 18 年的市场份额，防粘连市场仅几个亿，并且此业务在 19 年营收降低，从公司统领市场十二年可以看出，此领域市场空间较小，并且已发展较为成熟。其产品性质与公司骨科产品相似，但技术性和市场空间均小于骨科注射剂，给与 20-25 倍 PE。公司骨科产品毛利 78%，费用率按照平均 53.8%来

计算，净利润约为 0.45 亿，对应市值 9-11 亿元。

五、结论：

综合上述各细分板块的估值，A 股昊海生科整体市值约为 121-140 亿，目前市值为 132 亿元，在预估范围之内，目前价位没有出现较大的溢价或低估，在合理范围之内。PE 目前为 35.6 倍。整体来看，公司主要看点为眼科和玻尿酸领域，骨科和防粘连市场空间较小。眼科看重公司的全产业链布局，有望推动内生增长，白内障行业治理仅仅是业绩压制，刚需不变，未来对龙头公司有益。未来角膜塑形镜将成为估值提升的想象空间。而医美行业的整顿短期内预计不会缓解，目前公司有 3 款产品，研发管线 9 个产品，若按进度获批，有助于巩固龙头地位，未来还需观察公司玻尿酸业绩的波动程度。骨科产品高增长有望持续，持续成为营收推动力。

昊海生科 A 股股价目前在合理范围，港股目前仍存在较大低估，股价 32，PE 仅 14 倍，在港股开通后将推动估值回归。市场已经在 A 股市场反映出眼科和医美行业影响带来的业绩冲击，而多数可比公司均在 A 股，估值将倾向以 A 股市场为主。因此对于港股昊海生物估值回归将有较大推动力。