

买入

完善眼科多元布局，拓展中高端玻尿酸市场

昊海生物科技(6826.HK)

2020-12-02 星期三

目标价:	70.94 港元
现价:	45.70 港元
预计升幅:	55.23%

重要数据

日期	2020-12-02
收盘价 (港元)	45.70
总股本 (亿股)	1.77
总市值 (亿港元)	80.98
净资产 (亿元)	55.86
总资产 (亿元)	61.45
52周高低 (港元)	80.65/24.88
每股净资产 (元)	31.56

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

蒋伟 (25.08%) ;
 游捷 (16.25%) ;
 楼国梁 (5.36%)

相关报告

深度报告:眼科医美有望快速增长的医用材料龙头-20200518
 更新报告:领先布局屈光手术市场,眼科有望后续高速增长-20200806

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519164
 Email: linxq@gyzq.com.hk

深耕眼科赛道，多品类在研产品打造多元化布局

公司眼科领域主要围绕着白内障、视光、眼表及眼底四大眼科治疗领域进行产品研发。针对近几年复合增长达到20%的白内障治疗市场，公司自主研发国内唯一创新型疏水模注工艺非球面人工晶状体，已启动临床，其项目技术具有高度可拓展性，有助于后续研发中高端人工晶状体，填补国产品牌空白；视光领域，公司布局新型角膜塑形镜，预计23年我国的角膜塑形镜市场规模将达到237亿元，屈光治疗方面，公司的国内唯一一款悬浮型有晶体眼后房屈光晶体依镜®PRL已进入技术升级状态，第二代产品有望实现房水循环，扩展视力矫正范围，预计5年我国眼内屈光晶体市场将达到40亿元；在外资为主的眼表用药领域，公司是国内首个提交盐酸莫西沙星滴眼液简化新药申请的国产厂家，在所有的仿制产品中排名第一，作为第四代氟喹诺酮类药物，用以治疗我国发病率在29.4%的细菌性结膜炎，市场需求较大；针对国内起步较晚的眼底疾病治疗领域，在研的视网膜裂孔封堵生物凝胶为国内首创产品，将有效便利患者康复生活，提高手术复位成功率。

公司多品牌线优势带动眼科多型号产品成功中标

公司积极参与各省份、联盟人工晶状体高值耗材带量采购活动，均有多款人工晶状体中标，在近期披露的陕西省集采中，成为中标量最大的公司，优势明显。作为低中高端人工晶状体差异化布局的公司，集采将扩大中低端产品市场份额，以价换量，同时有利于中高端产品的销售，提高收入和市场竞争力。

高端玻尿酸“海魅”上市，创新“5G”科技，引领医美消费热潮

第三代玻尿酸“海魅”于8月7日上市，目前尚无申报同类型线性无颗粒化产品的厂家及已批准的国产仿制厂家，是国产品牌中为数不多的高端玻尿酸产品。其采用的无颗粒交联技术，具有高内聚力特点，能有效延长持续时间，提高安全性，与主打“塑形”和“填充”的前两代玻尿酸产品优势互补，形成价格定位差异化、多元化医美组合。20年中国医美市场有望达到2656亿规模，19年医美入门级项目注射类占医美消费57.04%，其中玻尿酸约占注射类医美67%，成为最受欢迎注射项目。

给予“买入”评级，目标价70.94港元

考虑集采和疫情的影响，我们调整了20/21年收入预测至12.76/16.43亿元，对应的EPS分别为1.22/2.01元。第三季度除眼科海外业务继续受到全球疫情负面影响外，国内业务进一步呈现出强劲复苏态势，各主要产品线收入均已成功扭转下降趋势，同比呈现正增长。我们预测目标价为70.94港元，对应21年30倍PE，较现价有55.23%的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	1,545.82	1,595.50	1,276.40	1,643.36	2,070.64
同比增长(%)	14.94%	3.21%	-20.00%	28.75%	26.00%
净利润	414.54	370.78	217.67	357.52	486.54
同比增长(%)	11.31%	-10.56%	-41.29%	64.25%	36.09%
净利润率(%)	26.82%	23.24%	17.05%	21.76%	23.50%
每股盈利(元)	2.59	2.27	1.22	2.01	2.74
PE@45.70HKD	15.46	18.03	31.84	19.33	14.18

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

深耕眼科赛道，多品类在研产品打造多元化布局

公司眼科领域主要围绕着白内障、视光、眼表及眼底四大眼科治疗领域进行产品研发。尤其是在中高端到高端人工晶状体方面的研发上公司取得较好的突破，旨在打破原有的高端人工晶状体进口品牌垄断的市场竞争格局。昊海生物科技自15年起围绕人工晶状体建立起了从原料制备、光学设计、创新工艺研发到规模化生产和市场营销的全产业链布局，就现有人工晶状体产品做了全材料以及全功能体系的研发布局。

表 1：眼科产品研发情况

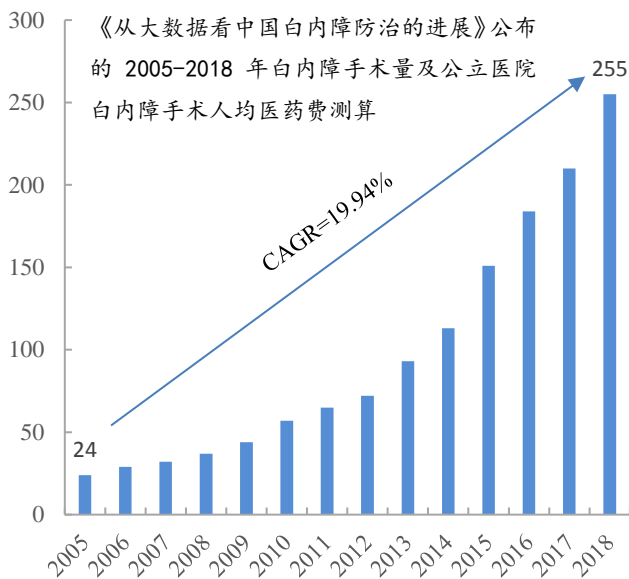
治疗领域	项目	产品类别	分类	预计上市时间
白内障	预装式非球面人工晶体	人工晶体	三类医疗器械	预计 21 年获批上市
	疏水模注非球面人工晶体			预计 23 年获批上市
	疏水非球面散光矫正人工晶体			预计 24 年中获批上市
	疏水非球面多焦点人工晶体			预计 23 年获批上市
近视防控 屈光矫正	新型角膜塑形镜	硬性角膜接触镜	三类医疗器械	预计 23 年中获批上市
	房水通透型有晶体眼后房屈光晶体	屈光晶体		预计 24 年中获批上市
眼表	盐酸莫西沙星滴眼液	眼药	化学仿制药	预计 20 年四季度获批上市
	盐酸利多卡因眼用凝胶			预计 22 年中获批上市
眼底	新型人工玻璃体	眼内生物材料	三类医疗器械	预计 24 年获批上市
	视网膜裂孔封堵生物凝胶			预计 24 年初获批上市

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

在白内障领域，公司自主研发的创新型疏水模注工艺非球面的人工晶状体，此产品是公司积极响应的“十三五”国家重点开启临床试验研发项目“新型人工晶状体及高端眼科植入材料的研发”的研究内容，其采用的是创新生产工艺，从自有原材料到终端产品一次模注成型，具有众多特性，在生产成本方面预期将显著降低的同时，保证了高品质，光学表现更为精确优良的产品，产品合格率得到提高，手术后视觉质量明显改善，此产品属于国内独家，目前仅有个别国际眼科巨头采用类似工艺。产品已于 20 年 7 月获得伦理批件，临床试验将在以中山大学中山眼科中心牵头的全国 5 家知名医院展开，预计周期为 2-3 年。疏水模注非球面人工晶状体的材料、光学设计及生产工艺优势为其带来较吸睛的亮点，过去传统的人工晶状体终端生产工艺是将人工晶状体原材料的光学区表面通过车床、铣床等机械加工工艺将每片产品的光学面进行超精密切削和处理，此产品所采用的创新型生产工艺，极大的提高了生产效率，一次模压成型，不需要同比例增加车床、铣床等设备以及增加相应的生产场地便可以有效的提升产能；产品项目技术平台具有高度的可拓展性，通过此平台可以拓展研发一系列包括单焦点、散光、三焦点和大景深等的高端功能性疏水人

工晶状体产品；产品材料优良且安全，具有精准的光学及机械学性能，稳定的产品品质较好的满足临床医生和患者对高质量国产人工晶状体的需求，其品质可与国际一线品牌的高端产品相媲美，有效推进进口替代的进程，同时，此款产品与眼内后囊膜具有良好的贴附性，能够很好地减少后发障(PCO)的发生率，减轻对视觉矫正效果的不良影响；产品拥有屈光度精准，成像质量好等优势，公司有望凭借自主研发的光学技术积累，助力后续快速开发各种光学设计的高端人工晶状体，未来能够实现高端人工晶状体国产化替代。

图 1：中国白内障市场规模（亿元）



资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

表 2：欧美企业占据绝大多数我国高技术人工晶体市场

类别	无附加技术	抗散光技术	景深延长技术
可调节	国际：博士伦	无	无
	国内：昊海		
单焦	国际：博士伦、强生、爱尔康、Rayner、蔡司	国际：Rayner、强生、爱尔康	国际：强生
	国内：瑞霖医药、雷明视康、爱博诺德、昊海		
双焦	国际：强生、爱尔康、Rayner、蔡司	国际：强生、爱尔康、Rayner、蔡司	无
	国内：爱博诺德、昊海		
三焦	国际：蔡司	国际：蔡司	无

资料来源：中国医疗网、国元证券经纪(香港)整理

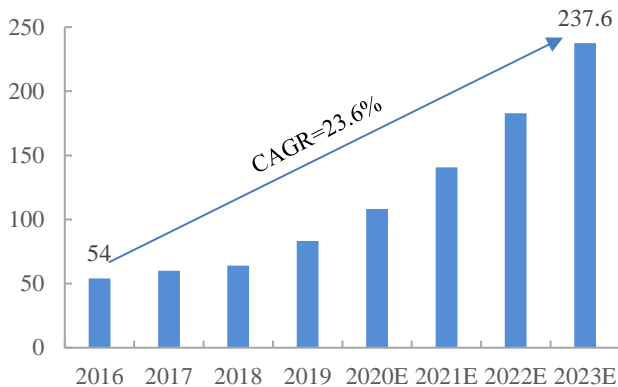
中国是世界上盲和视觉损伤患者数量最多的国家之一，视力损伤因素中，白内障占比约为 32.5%，屈光不正的占比达到 44.2%，而高度近视人群的眼科疾病发病率远高于正常视力人群。2019 年，全球近视患者数量达到约 14 亿人，其中，中国近视患病人数已经超过 6 亿人，属于近视大国，较其他发达国家，中国屈光矫正市场容量客观且渗透率低，中国角膜塑形镜行业仍处于发展的初期，市场渗透率较低，19 我国角膜塑形镜的行业渗透率仅为 1.05%，其他国家和地区平均渗透率平均在 5% 左右，随着科技的发展，生活习惯的改变使越来越多的人出现用眼过度的现象，眼部疲劳导致屈光不正患病几率大幅提升，终端屈光不正视力矫正市场需求呈现低龄化和个性化趋势，同时伴随着角膜塑形镜的推广来提高治疗患者的普遍接受度，未来角膜塑形镜的使用量将会呈现较快速的增长，预计 2023 年我国的角膜塑形镜渗透率有望达到 2% 左右，年复合增长率有望达到 30%，总市场规模有望实现 237 亿元。

在近视防控领域，公司自主研发的新型角膜塑形镜产品的临床试验于 20 年 1 月正式启动。目前公司借助着英国子公司 Contamac 研制的高透氧材料和硅水凝胶材料，也

在积极探索研究各种功能特性角膜塑形镜、巩膜镜、周边离焦软性角膜接触镜、房水通透型有晶体眼后房屈光晶体等视光产品。

在屈光矫正领域，公司于4月收购高科技创新企业杭州爱晶伦科技有限公司55%的股权，将其旗下用于矫正近视的国内唯一一款悬浮型有晶体眼后房屈光晶体依镜®PRL纳入公司眼科产品，此产品不仅是该领域唯一一款获得批准的国产有晶体眼后房屈光晶体，也是国内的唯一一款悬浮型产品，具有独立知识产权，矫正范围为-10.00D~-30.00D，已获得国家药监局的批准。随着屈光手术进行近视矫正的方法逐渐成为流行的治疗方式，预计5年内屈光晶体市场有望达到40亿元。目前屈光手术主要包括角膜屈光手术（全飞秒）和眼内屈光手术，飞秒等角膜屈光手术费用昂贵且无法针对角膜过薄的高度近视患者进行，而眼内屈光手术有着不切削角膜正常组织结构的完整性的优势，保留人眼晶状体调节功能，区别于以往的“减法手术”，是一种安全可逆的“加法手术”。有晶体眼人工晶体植入术以后房型人工晶体植入为主，中国市场上存在两种后房型人工晶体获得药监局批准，一种为支撑型人工晶体（ICL），另一种则为爱晶伦拥有的独立知识产权的依镜®PRL，其矫正的范围弥补了国际上1800至3000度的空白，突破了原有的矫正极限，在市场上具有高度稀缺性。公司对PRL产品技术升级正在稳步推进中，第二代房水通透型有晶体眼后房屈光晶体即将进入注册检验过程，相较前一代产品可以实现房水循环，提供更为广泛的视力矫正范围，降到300-500度。

图 2：16-23 年我国角膜塑形镜规模及预测（亿元）



资料来源：医疗器械行业协会、国元证券经纪(香港)整理

图 3：中国先进晶体置换及屈光手术市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文分析、国元证券经纪(香港)整理

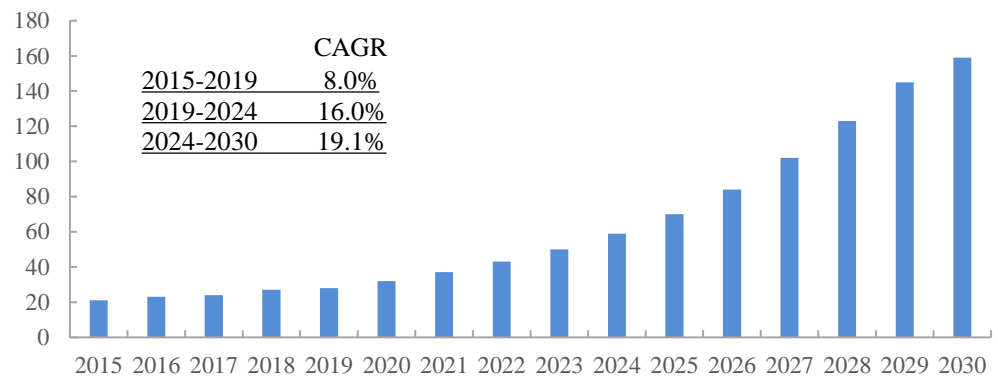
在眼表用药领域，根据弗若斯特沙利文分析，中国眼科药物市场发展迅速，目前仍被国外品牌所占据，进口替代空间充足，市场规模自15年的21亿美元已增长至19年的28亿美元，期间复合年增长率为8.0%，预计24年将达到59亿美元。公司也在积极角力眼科用药市场，公司自主研发的盐酸莫西沙星滴眼剂已经进入技术审评阶段。此产品是第四代氟喹诺酮类药物，为细菌性结膜炎治疗的主流用药之一，19年我国细菌性结膜炎发病率约在29.4%，相关治疗药物拥有较大的市场需求。第四

代氟喹诺酮类药物相较前几代药物具有活性谱更广、活性持续时间更长、引发抗生素耐药性的可能性较小等优势。

在国内市场，仅有一家国外企业诺华获准生产销售盐酸莫西沙星滴眼液，其为原研药，其他可用于治疗细菌性结膜炎治疗药物也主要由参天、博士伦、艾尔建等国外企业所生产，昊海生科是国内首个提交盐酸莫西沙星滴眼液简化新药申请（ANDA）的国产厂家，在所有的仿制产品中排名第一。

公司在眼表领域还布局了用于提高眼内表面麻醉剂维持时间的眼科手术局部麻醉产品“盐酸利多卡因眼内凝胶”，目前也已经完成了临床试验。

图 4：15-30 年中国眼科用药市场规模及预测（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文分析、国元证券经纪(香港)整理

国内的眼底疾病治疗市场起步较晚，公司通过研发新型人工玻璃体、视网膜裂孔封堵生物凝胶等产品来切入市场，进一步优化眼科产业链布局，保证产品线的竞争优势，为眼科业务注入新的增长动力。

公司在研的视网膜裂孔封堵生物凝胶为国内首创产品，其为公司的全资子公司上海其胜生物制剂有限公司于 8 月 3 日取得临床试验备案并开启临床试验，临床试验计划将在 7 家医院开展，预计临床周期 2-3 年，其中临床试验的牵头单位已经启动了患者入组。此产品覆盖并粘附于视网膜裂孔上，主要适应于孔源性视网膜脱离的治疗。孔源性视网膜脱离发病急且快，患者视力会快速下降，若没有得到及时的治疗，致盲率几乎接近 100%，根据《眼科临床指南（PPP，）2018 年第三版》的数据显示，我国孔源性视网膜脱离发病率在 10-18 人/10 万人口，每年中国约有 14 万到 25 万人口患有该疾病。以往的治疗方式需要通过玻璃体切除治疗，患者需要在 1-3 个月内保持特定的体位姿势，通常以俯卧为主，从而使得玻璃体腔填充物对视网膜起到顶压的作用，而视网膜裂孔封堵生物凝胶作为一种革命性的治疗方法，不需要额外的填充物顶压，避免患者术后需要长期俯卧的痛苦，便利患者康复与正常生活，除此外，此产品也计划能减少术后视网膜下物质逸出带来的增殖性玻璃体视网

膜病变、填充物相关白内障、继发性青光眼等手术等并发症，相较于传统的硅油植入能有效避免二次手术，提高手术复位成功率等。

公司的新型人工玻璃体也处于临床前研究阶段，此产品几乎可以适用于每一台视网膜手术。目前的国内市场，大多数玻璃体腔填充产品主要通过引入“异物”暂时支撑病变视网膜，而公司在研的人工玻璃体产品，致力于最大程度地模拟人眼正常生理结构，从而在光线的透过、视网膜的贴合等方面起到最佳效果，进而改善手术效果，帮助患者实现最佳术后视力。

公司多品牌线优势带动眼科多型号产品成功中标

昊海深入梳理与优化营销资源，积极参与逐步开展的各省份、联盟人工晶状体高值耗材带量采购活动。公司涉及多个主流品种的6个型号产品在京津冀及黑吉辽蒙晋鲁医用耗材（人工晶体类）的联合带量采购中成功中选。20年8月，云南省完成公立医疗机构高值医用耗材联盟带量集中采购，眼科类耗材中，公司有5个人工晶状体及1个手术刀产品成功入选；陕西省牵头的省际联盟（宁夏、甘肃、青海、新疆、新疆生产建设兵团、湖南、广西、贵州、海南和陕西）公立医疗机构人工晶体跨区域联合带量落地，公司成功入选了六个覆盖球面人工晶状体、非球面人工晶状体、预装式非球面人工晶状体、以及区域折射双焦点人工晶状体产品。9月18日，在陕西省公共资源交易中心发布《关于省际联盟公立医疗机构人工晶体跨区域联合带量采购陕西省中选结果的公告》的通知中，**披露昊海成为中标量最大的企业。**此次陕西省人工晶状体约定采购总量为39987枚，其中，昊海生科旗下两大品牌Aaren及Lenstec的6款产品中选，中标的产品覆盖从单焦点球面亲水一件式非预装晶体、单焦点非球面亲水一件式非预装晶体、单焦点非球面亲水一件式预装晶体到双焦区域折射晶体的多层次多功能产品类型，采购量合计达到11046枚，占此次总采购量的27.6%，第二、三名中标企业分别占到采购量的18.7%和8.8%，公司优势明显。

集采有利于多产品线组合、价格层次拉开布局的昊海抢占市场份额，优化生产成本，提升竞争力。公司的晶状体基本涵盖从低端到中高端多品类产品可以合理分配各产品去进行集采，中低端产品集采以价换量的，公司可以直接医院进行配售，减少了入院成本，通过集采打通直销渠道，中高端产品更好的进入市场，优化公司利润。公司在代理产品和自身产品对于集采的选择上定位一致，一般由政府的招标策略来决定取舍。公司披露，公司作为生产厂商，出厂价总体受集采影响不大，反而使得**公司部分原无法入院品牌成功入院，增加了一些进口替代产品的使用机会。**

表 3：公司在陕西省人工晶状体中标产品多为中低端产品

分组名称	中选企业及产品	采购数目
单焦球面亲水一件非预装	深圳市新产业眼科新技术有限公司 SOFTEC IO	2582
	珠海市祥乐医疗器械有限公司 AQUA-SENSE	3037
单焦非球面亲水一件非预装	珠海市祥乐医疗器械有限公司 AQUA-SENSE PAL	3119
	深圳市新产业眼科新技术有限公司 SOFTEC HD	1966
单焦球面亲水一件预装	深圳市新产业眼科新技术有限公司 SOFTEC HDPLI	310
双焦区域折射	深圳市新产业眼科新技术有限公司 SBL-3	32
合并采购数量		11046

资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

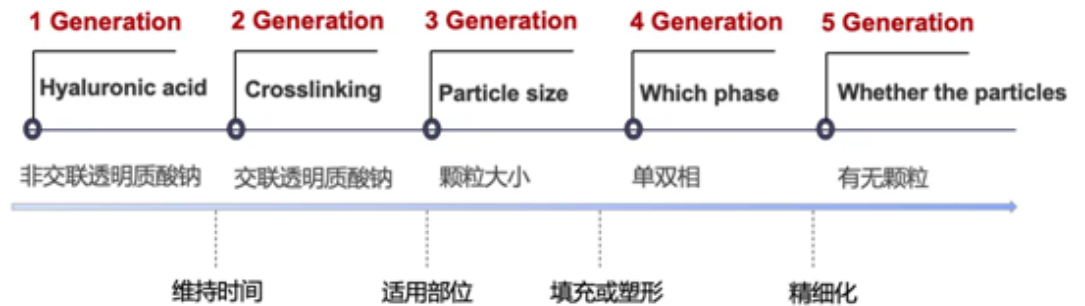
高端玻尿酸“海魅”上市，创新“5G”科技，引领医美消费热潮

昊海生科的第三代玻尿酸“海魅”于 8 月 7 日上市，市场上尚无申报同类型线性无颗粒化产品的厂家及已批准的国产仿制厂家，是国产品牌中为数不多的高端玻尿酸产品。“海魅”采用的无颗粒交联技术，使得制出的交联透明质酸钠在显微镜观测下都可以呈现无颗粒化结构，也因此被称为“5G 黑科技”产品，其无颗粒化结构不仅能够带来高内聚力特点，还能有效减缓透明质酸的生物降解，防止生物膜产生，从而降低不良反应率，并延长效果时间至 18 个月。玻尿酸海魅主打“精准调整”功能，与第一代主打“塑形支撑”的海薇和第二代主打“柔软填充”的娇兰形成协同效应，在主要特点、功效及目标人群方面实现优势互补，形成价格定位差异化、多元化医美组合。

昊海还联合众多业界专家设计出适合东方审美的“亚单位精准雕饰”面部美学设计方案，致力携手推动中国医美市场发展，实时洞察中国医美需求。相较欧美等成熟医美市场，中国医美市场仍处于发展初期，欧美的玻尿酸已上市二十余年，产品疗效明确，与肉毒素成为最经典的微整形产品，并在近年来仍保持稳定增长态势，从欧美市场推究其流行的原因，其一，透明质酸钠是人体体内天然存在的物质，分布在细胞质、细胞间质中，对其中所含的细胞和细胞器官本身起润滑作用；其二，透明质酸钠在人体可生物降解，安全可逆。

据统计，美国玻尿酸手术实施例数已从 2006 年的 77.8 万例提升至 2018 年的 212.9 万例，增长了 173.5%。根据中商产业研究院预测 20 年中国医美市场可以达到 2656 亿元的市场规模，根据新氧的数据显示，19 年中国线上市场头面部手术消费量预计超过 73.88 万例，全美披露为 42.04 万例，其中医美入门级项目注射类在总消费中占比 57.04%，远高于美国的 44.17% 和日本的 42.08%，在注射类里玻尿酸是最受欢迎的品类，初步估计在注射医美里玻尿酸注射占比达到 67%。

图 5：玻尿酸技术发展



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，目标价 70.94 港元：

考虑集采和疫情的影响，我们调整了 20/21 年收入预测至 12.76/16.43 亿元，对应的 EPS 分别为 1.22/2.01 元。第三季度除眼科海外业务继续受到全球疫情影响导致业务同比下降外，国内业务进一步呈现出强劲复苏态势，各主要产品线收入均已成功扭转下降趋势，同比呈现正增长。我们预测目标价为 70.94 港元，对应 21 年 30 倍 PE，较现价有 55.23% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

- 国内疫情潜在影响的不确定性；
- 国外疫情反复影响眼科海外销售；
- 技术升级带来的潜在产品替代风险。

損益表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	1,545.82	1,595.50	1,276.40	1,643.36	2,070.64
銷售成本	-334.28	-364.00	-319.10	-332.78	-369.61
毛利	1,211.54	1,231.50	957.30	1,310.58	1,701.03
其他收入	4.54	4.45	4.45	4.45	4.45
分銷開支	-495.08	-544.13	-478.83	-604.17	-768.86
行政費用	-242.41	-268.99	-215.19	-277.05	-349.09
經營盈利	376.51	285.93	90.82	252.21	401.11
財務開支	56.94	62.03	80.46	80.46	80.46
應占聯營公司利潤					
其他開支	27.30	39.82	39.82	39.82	39.82
稅前盈利	525.19	434.35	257.67	419.07	567.96
所得稅	-70.11	-57.97	-34.40	-55.95	-75.82
少數股東應占利潤	40.54	5.60	5.60	5.60	5.60
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
淨利潤	414.54	370.78	217.67	357.52	486.54
折舊及攤銷	83.61	115.43	138.52	166.22	199.46
EBITDA	460.12	401.36	229.33	418.43	600.57
增長					
總收入 (%)	14.94%	3.21%	-20.00%	28.75%	26.00%
EBITDA (%)	8.61%	-12.77%	-42.86%	82.46%	43.53%
淨利潤 (%)	11.31%	-10.56%	-41.29%	64.25%	36.09%

資產負債表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
現金	335.63	944.51	930.53	1046.18	1271.98
其他短期投資	1102.78	2278.00	2551.36	2857.52	3200.42
應收賬款	572.23	482.88	328.36	359.35	384.86
存貨	197.63	239.99	115.19	88.99	67.27
其他流動資產	85.62	0.00	0.00	0.00	0.00
流動資產	2293.89	3945.38	3925.44	4352.04	4924.54
固定資產	703.85	895.07	921.92	949.58	978.07
商譽及無形資產	760.40	980.82	1020.05	1060.85	1103.28
土地使用權	38.72	0.00	28.38	28.38	28.38
其他非流動資產	639.50	330.61	330.94	331.27	331.60
非流動資產	2142.46	2206.50	2301.28	2370.08	2441.33
總資產	4436.35	6151.87	6226.72	6722.12	7365.87
流動負債	451.32	359.97	347.93	349.55	351.56
應付帳款及票據	41.18	36.79	37.16	37.53	37.90
短期銀行貸款	20.27	25.71	24.42	23.20	22.04
其他短期負債	338.93	263.32	268.59	273.96	279.44
非流動負債	149.59	138.55	139.75	141.01	142.33
長期銀行貸款	16.39	24.00	25.20	26.46	27.78
其他負債	133.2	114.55	114.55	114.55	114.55
總負債	600.91	498.52	487.68	490.56	493.89
少數股東權益	223.94	198.57	198.57	198.57	198.57
股東權益	3835.45	5653.35	5739.04	6231.55	6871.98

財務分析

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率 (%)	78.38%	77.19%	75.00%	79.75%	82.15%
EBITDA 利率 (%)	29.77%	25.16%	17.97%	25.46%	29.00%
淨利率 (%)	26.82%	23.24%	17.05%	21.76%	23.50%
ROE	10.81%	6.56%	3.79%	5.74%	7.08%
ROA	9.34%	6.03%	3.50%	5.32%	6.61%
營運表現					
SG&A/收入 (%)	15.68%	16.86%	16.86%	16.86%	16.86%
實際稅率 (%)	13.35%	13.35%	13.35%	13.35%	13.35%
股息支付率 (%) 含優先股	19.30%	25.04%	51.18%	37.39%	32.97%
庫存周轉天數	203.39	219.41	203.14	111.98	77.16
應付賬款天數	44.96	36.89	42.50	41.16	37.43
應收賬款天數	135.12	110.47	93.90	79.81	67.84
財務狀況					
資產負債率	13.55%	8.10%	7.83%	7.30%	6.71%
收入/總資產	0.35	0.26	0.20	0.24	0.28
總資產/股本	1.16	1.09	1.08	1.08	1.07

現金流量表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
淨利潤	414.54	370.78	217.67	357.52	486.54
折舊及攤銷	83.61	115.43	138.52	166.22	199.46
營運資本變動	-41.07	-64.29	-73.93	-85.02	-97.78
其他非現金調整	-65.80	-73.01	-8.76	-1.05	-0.13
營運現金流	391.28	348.91	273.49	437.67	588.10
資本開支	-151.87	-399.30	-407.28	-415.43	-423.74
其他投資活動	-642.76	-736.44	291.01	297.33	303.78
投資活動現金流	-794.63	-1,135.74	-116.27	-118.10	-119.96
負債變化	-1.92	-26.63	-35.64	-45.80	-57.23
股本變化	0.00	1,539.06	0.00	0.00	0.00
股息	80.02	92.84	111.41	133.69	160.43
其他融資活動	-3.39	-27.04	-27.31	-27.58	-27.86
融資活動現金流	-85.33	1,392.55	-174.36	-207.07	-245.51
匯率變動影響	2.42	3.16	3.16	3.16	3.16
現金變化					
期初持有現金	821.89	335.63	944.51	930.53	1,046.18
期末持有現金	335.63	944.51	930.53	1,046.18	1,271.98

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>