

海南海药 (000566)

新一代人工耳蜗植入体获批，产品进一步丰富

人工耳蜗市场前景广阔，渗透率目前还比较低。

人工耳蜗是通过言语处理器将声音转换为电信号，通过植入体内的电极系统来刺激听神经来恢复听觉障碍患者的听觉功能。据第二次全国残疾人抽样调查显示，我国听力障碍的残疾人数达 2780 万，其中 740 万适合人工耳蜗移植，但目前我国人工耳蜗植入比例占比很低，在中国内地仅有 4 万患者使用了人工耳蜗进行治疗。在我国新生儿先天性耳聋的患病率大约为 1‰-3‰，假设我国每年新生儿数量为 1500 万，则我国每年新增 1.5-4.5 万先天性耳聋患者，需求较大。

政策鼓励，部分省市纳入医保，市场有望进一步扩大

人工耳蜗费用包括耳蜗费、手术费和后期维护费用，整体治疗费用昂贵，是限制人工耳蜗市场扩大的主要原因。2018 年，我国启动“十三五”人工耳蜗救助项目，为符合条件的听障儿童免费实施人工耳蜗产品植入，并对手术费用及康复训练费用等进行补助，大大减少了人工耳蜗植入费用。此外，辽宁省、吉林省、河南省、安徽省等将人工耳蜗列入医保报销范围，借助政策和医保人工耳蜗市场有望进一步扩大。

竞争对手少，国产产品价格占优，有望实现进口替代

目前全球人工耳蜗的制造商主要为澳大利亚的 Cochlear 公司、美国的 Advanced Bionics 公司和奥地利的 MED-EL 公司，分别占据了全球 55%、20% 及 20% 的市场份额，长期以来我国人工耳蜗严重依赖进口。近年来，国产人工耳蜗已经取得长足进步，目前我国有上海力声特、沈阳弘鼎康和杭州诺尔康获得了国家批准的人工耳蜗生产证。相对于进口人工耳蜗，国产人工耳蜗价格更实惠，国产人工耳蜗 6-10 万人民币，而进口的人工耳蜗多在 15~30 万人民币以上，国产人工耳蜗有望凭借低价格占领市场，实现进口替代。

申报多项专利，新产品相对于第一代产品提升明显

力声特公司已申报多项国家专利，公司新一代人工耳蜗相比第一代人工耳蜗能支持多种刺激模式，更好地保护耳蜗精细结构，同时国产人工耳蜗相比国外人工耳蜗更适合汉语声调语言，公司有望在人工耳蜗领域打破国际厂商的垄断。此次获批产品适用于年龄在 6 周岁以上（含 6 周岁）的双耳重度或极重度感音神经性聋的语后聋患者，另外，配套使用的人工耳蜗语音处理器正在审核中。

由于 2018 年资产减值损失额较大，因此我们预计 2019-2020 年净利润由原来的 3.81/4.74 亿元下调至 2.62/3.29 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：公司新产品推广不及预期、产品招标降价压力、原料药生产恢复不及预期、受行政处罚可能影响未来融资、存在内控不完善风险等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,824.52	2,471.77	3,250.38	4,241.74	5,459.12
增长率(%)	18.17	35.47	31.50	30.50	28.70
EBITDA(百万元)	343.42	467.64	561.11	534.61	722.50
净利润(百万元)	86.63	119.57	262.16	329.00	419.47
增长率(%)	(47.38)	38.03	119.25	25.50	27.50
EPS(元/股)	0.06	0.09	0.20	0.25	0.31
市盈率(P/E)	105.80	76.65	34.96	27.86	21.85
市净率(P/B)	1.89	1.99	1.70	1.68	1.62
市销率(P/S)	5.02	3.71	2.82	2.16	1.68
EV/EBITDA	44.60	15.13	16.03	16.67	13.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	6.86 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,335.98
流通 A 股股本(百万股)	1,203.50
A 股总市值(百万元)	9,164.82
流通 A 股市值(百万元)	8,255.99
每股净资产(元)	3.57
资产负债率(%)	54.32
一年内最高/最低(元)	12.09/4.61

作者

杨焯辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海南海药-首次覆盖报告:并购奇力制药实现业务协同，深层次布局创新药研发》 2018-07-08
- 《海南海药-公司点评:定增完成，翻开发展新篇章》 2016-09-08
- 《海南海药-半年报点评:业绩保持平稳，定增开启互联网医疗新阶段》 2016-08-31



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,676.24	2,630.74	260.03	468.65	436.73
应收票据及应收账款	660.18	773.86	1,732.81	1,065.35	2,535.89
预付账款	112.00	446.67	11.78	656.06	297.48
存货	507.35	456.21	932.10	825.17	1,492.53
其他	853.90	995.19	1,516.90	1,682.29	1,740.66
流动资产合计	5,809.66	5,302.68	4,453.63	4,697.52	6,503.29
长期股权投资	388.76	518.48	518.48	518.48	518.48
固定资产	1,119.45	1,358.39	1,549.28	1,658.82	1,706.57
在建工程	642.48	589.62	389.77	281.86	199.12
无形资产	653.70	695.93	675.75	655.58	635.41
其他	1,933.32	1,871.31	1,802.46	1,804.54	1,803.41
非流动资产合计	4,737.70	5,033.73	4,935.75	4,919.29	4,862.99
资产总计	10,547.36	10,336.41	9,389.38	9,616.81	11,366.28
短期借款	1,697.60	1,985.30	168.36	99.22	994.91
应付票据及应付账款	375.04	555.51	621.23	886.10	1,102.88
其他	946.20	1,238.75	1,537.20	1,309.26	1,757.61
流动负债合计	3,018.84	3,779.56	2,326.80	2,294.58	3,855.40
长期借款	417.45	154.05	0.00	0.00	166.08
应付债券	1,288.98	1,291.44	860.14	1,146.85	1,099.48
其他	744.92	285.93	606.86	545.90	479.57
非流动负债合计	2,451.35	1,731.42	1,467.00	1,692.76	1,745.12
负债合计	5,470.19	5,510.98	3,793.80	3,987.33	5,600.52
少数股东权益	223.17	217.06	196.59	164.97	120.30
股本	1,335.98	1,335.98	1,335.98	1,335.98	1,335.98
资本公积	3,372.33	3,390.67	3,390.67	3,390.67	3,390.67
留存收益	4,029.93	4,038.10	4,063.01	4,128.53	4,309.48
其他	(3,884.23)	(4,156.38)	(3,390.67)	(3,390.67)	(3,390.67)
股东权益合计	5,077.17	4,825.43	5,595.58	5,629.47	5,765.76
负债和股东权益总	10,547.36	10,336.41	9,389.38	9,616.81	11,366.28

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	81.21	102.31	262.16	329.00	419.47
折旧摊销	105.55	125.03	89.14	98.53	105.17
财务费用	223.74	320.14	120.45	5.91	79.55
投资损失	(53.66)	(111.66)	(111.66)	(111.66)	(111.66)
营运资金变动	1,363.17	(1,924.43)	(343.27)	(7.44)	(1,415.21)
其它	(1,193.52)	979.67	56.78	(4.75)	(90.06)
经营活动现金流	526.48	(508.96)	73.59	309.61	(1,012.74)
资本支出	903.34	932.22	(260.93)	140.96	116.34
长期投资	140.71	129.73	0.00	0.00	0.00
其他	(1,684.87)	(588.78)	155.93	(164.12)	34.09
投资活动现金流	(640.82)	473.17	(105.00)	(23.16)	150.43
债权融资	3,476.29	4,274.86	1,526.46	1,717.51	2,864.95
股权融资	(595.39)	(432.41)	649.24	(1.94)	(75.57)
其他	(2,354.28)	(4,203.95)	(4,515.00)	(1,793.39)	(1,958.99)
筹资活动现金流	526.62	(361.50)	(2,339.29)	(77.82)	830.39
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	412.28	(397.29)	(2,370.71)	208.62	(31.92)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,824.52	2,471.77	3,250.38	4,241.74	5,459.12
营业成本	946.76	1,151.95	1,511.43	1,972.41	2,538.49
营业税金及附加	23.46	26.57	41.53	51.44	64.88
营业费用	482.12	740.21	975.11	1,287.37	1,490.34
管理费用	175.25	241.89	357.54	479.32	616.88
研发费用	31.19	19.25	26.00	114.53	147.40
财务费用	138.44	200.92	120.45	5.91	79.55
资产减值损失	5.43	56.79	56.79	39.67	51.08
公允价值变动收益	(3.21)	(13.82)	78.33	27.41	(44.39)
投资净收益	53.66	111.66	111.66	111.66	111.66
其他	(138.88)	(221.78)	(379.99)	(278.15)	(134.55)
营业利润	110.31	158.13	351.53	430.17	537.78
营业外收入	2.58	0.30	0.30	0.30	0.30
营业外支出	7.10	15.35	15.35	15.35	15.35
利润总额	105.79	143.07	336.47	415.11	522.72
所得税	24.59	40.76	95.86	118.27	148.92
净利润	81.21	102.31	240.61	296.84	373.79
少数股东损益	(5.42)	(17.26)	(21.55)	(32.16)	(45.68)
归属于母公司净利润	86.63	119.57	262.16	329.00	419.47
每股收益(元)	0.06	0.09	0.20	0.25	0.31

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.17%	35.47%	31.50%	30.50%	28.70%
营业利润	-30.57%	43.34%	122.31%	22.37%	25.02%
归属于母公司净利润	-47.38%	38.03%	119.25%	25.50%	27.50%
获利能力					
毛利率	48.11%	53.40%	53.50%	53.50%	53.50%
净利率	4.75%	4.84%	8.07%	7.76%	7.68%
ROE	1.78%	2.59%	4.86%	6.02%	7.43%
ROIC	5.13%	8.70%	6.97%	5.97%	8.47%
偿债能力					
资产负债率	51.86%	53.32%	40.41%	41.46%	49.27%
净负债率	-3.94%	34.07%	22.63%	22.18%	42.11%
流动比率	1.92	1.40	1.91	2.05	1.69
速动比率	1.76	1.28	1.51	1.69	1.30
营运能力					
应收账款周转率	2.52	3.45	2.59	3.03	3.03
存货周转率	4.20	5.13	4.68	4.83	4.71
总资产周转率	0.18	0.24	0.33	0.45	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.09	0.20	0.25	0.31
每股经营现金流	0.39	-0.38	0.06	0.23	-0.76
每股净资产	3.63	3.45	4.04	4.09	4.23
估值比率					
市盈率	105.80	76.65	34.96	27.86	21.85
市净率	1.89	1.99	1.70	1.68	1.62
EV/EBITDA	44.60	15.13	16.03	16.67	13.97
EV/EBIT	63.31	20.09	19.05	20.44	16.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com