



医药/必需消费

冠昊生物 (300238)

原创技术叩开成长之门

——IPO 询价定价报告

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
编号 S0880511010019

本报告导读:

公司近期仍在于主打品种的快速增长,长期看原创技术带来的产品储备系列化。

建议询价区间: 19.00~22.80 元。

投资要点:

公司是致力于再生医学材料及再生型医用植入器械的生产销售,目前拥有生物型硬脑(脊)膜补片、胸普外科修补膜和无菌生物护创膜三个细分市场品种。发行前控股股东广州知光持有 51.37% 股权,实际控制人为朱卫平、徐国风,分别担任公司高管。

小品种推动高增长: 2008~2010 年公司收入、净利润复合增长率分别达到 70.8%、113.6%。2010 年营业收入、净利润达到 1.03 亿、3,234 千万。生物型硬脑(脊)膜补片是公司的主打品种,收入、利润分别占整体比重在 85% 以上,是近几年业绩的主要驱动因素。胸普外科修补膜和无菌生物护创膜目前基数还较小,增速较快。

市场情况: 保守计算颅脑修复膜终端市场将超过 7 亿元,未来能保持 20% 的年增长率。公司生物型硬脑(脊)膜补片凭借技术、价格优势,已成为国内脑膜市场的第一品牌,市场份额达到 40% 以上,市场占有率第一。

竞争优势: 1、依托国家工程实验室的建设,研发原创专项技术,在植入医疗器械领域形成品牌优势。2、凭借技术平台形成卓越产品梯队。未来三年,公司将重点研发医学整形美容、妇科盆底功能重建等领域的新产品。

募投项目: 公司预计投资 1.08 亿,用于再生型医用植入器械国家工程实验室建设以及无菌生物护创膜的产能扩张。

盈利预测与估值: 我们预测 2011~2013 年 eps 为 0.76、1.05、1.34 元,同增 43%、39%、27%。按照公司 2011 年 eps 的 25~30 倍 PE,询价区间为 19.00~22.80 元;若首日按照 20% 涨幅计算,价格能达到 22.80~26.49 元。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	66	103	166	235	305
(+/-)%	86.3%	56.5%	61.5%	42.1%	29.7%
经营利润(EBIT)	11	34	52	72	92
(+/-)%	138.9%	219.0%	51.2%	37.7%	28.2%
净利润	14	32	46	64	82
(+/-)%	103.2%	124.3%	43.2%	38.7%	27.3%
每股净收益(元)	0.24	0.53	0.76	1.05	1.34
每股股利(元)	-	-	-	-	-

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

19.00-22.80

上市首日定价区间

22.80-26.49

2011.06.24

发行上市资料

发行前总股本(万股)	4,580
本次拟发行量(万股)	1,530
发行日期	2011.06.24
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	申银万国
预计上市日期	2011.7.5

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.17
净资产收益率(%)	22.3%
资产负债率(%)	38.6%

主要股东和持股比例

广州知光生物科技	38.51%
华翹国际	10.64%
上海科星创业投资	7.33%
其他 38 名自然人股东	18.48%
A 股流通股	25.04%

1. 公司概况

1.1 发展背景：高管控股，业务结构清晰

1999 年 10 月公司前身广东新愈生物科技成立，2008 年 6 月整体变更为股份有限公司。公司是一家专业从事再生医学材料及再生型医用植入器械研发、生产及销售的高科技企业，首个产品“生物型硬脑（脊）膜补片”目前已取代美、欧同类产品成为国内第一品牌，市场占有率第一。

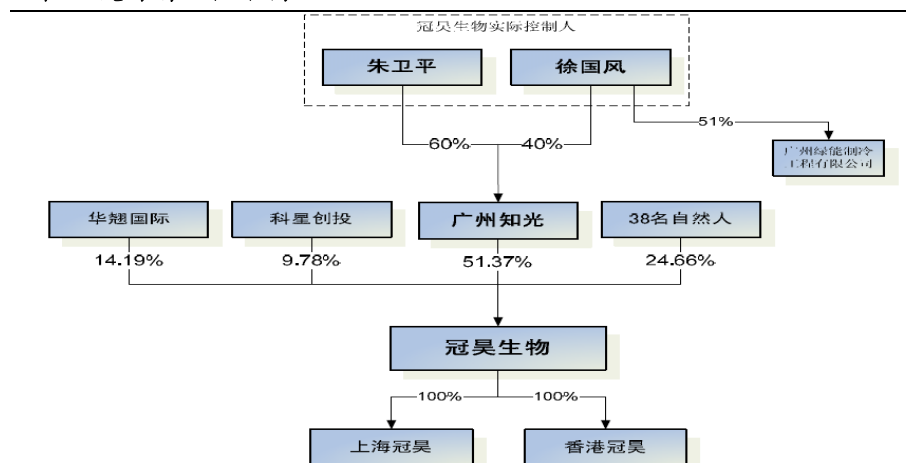
本次拟发行 4,580 万股，发行后为 6,110 万股。发行前：控股股东广州知光持有 51.37% 股权，实际控制人为朱卫平、徐国风，二人合计持有广州知光的 100% 股权。其中朱卫平先生任公司董事长、总经理，徐国风任公司副董事长、首席技术官。

表 1：本次发行前后股本变化(万股)：

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
广州知光生物科技	2,353	51.37%	2,353	38.51%
华翹国际	650	14.19%	650	10.64%
上海科星创业投资	448	9.78%	448	7.33%
其他 38 名自然人股东	1,129	24.66%	1,129	18.48%
A 股流通股	—	—	1,530	25.04%
合计	4,580	100%	6,110	100%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券

图1：发行前股权结构

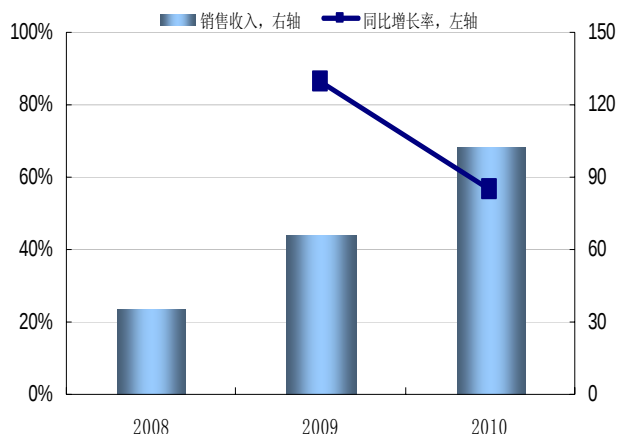


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

1.2 经营情况：小品种驱动高成长

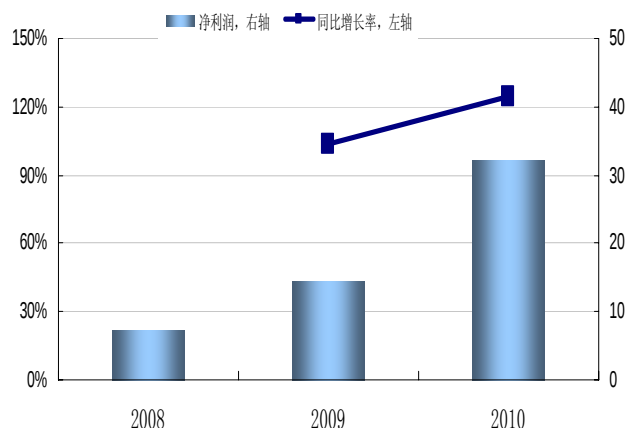
公司主营业务呈现高速增长：2008~2010 年公司营业收入复合增长率达到 70.8%，净利润复合增长率达到 113.6%。其中 2010 年营业收入、净利润达到 1.03 亿、3,234 千万，分别同比增长 71.9%、124.3%，净利润大幅增长主要是由于研发支出控制导致的期间费用率大幅下降。

图 2: 公司业务收入变化 (百万元)



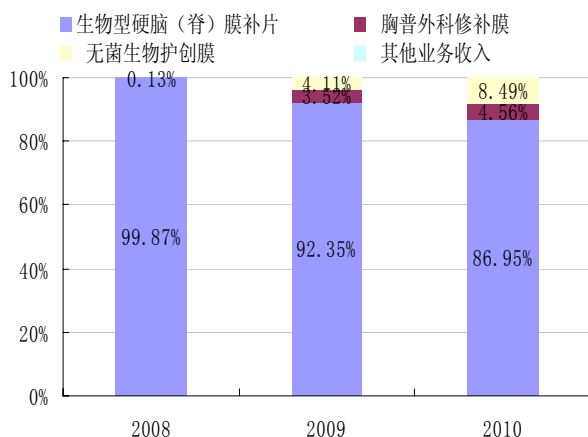
数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 3: 公司净利润变化 (百万元)



公司主营收入来自生物型硬脑（脊）膜补片、胸普外科修补膜和无菌生物护创膜三个品种。由于 2009 年以来胸普外科修补膜和无菌生物护创膜增速较快，生物型硬脑（脊）膜补片销售占整体比重有所下降，但仍保持在 85% 以上。

图 4: 公司业务收入构成情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 5: 公司地区收入构成情况

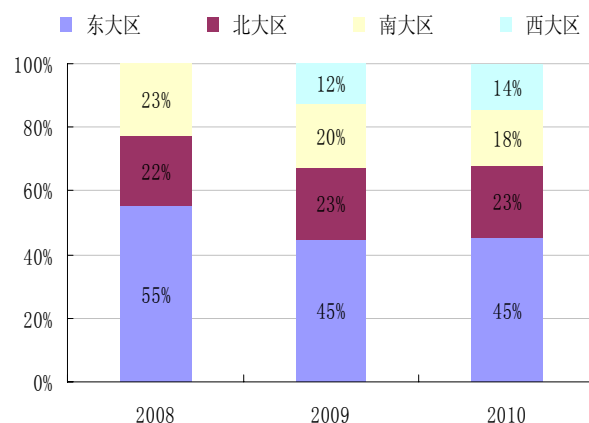
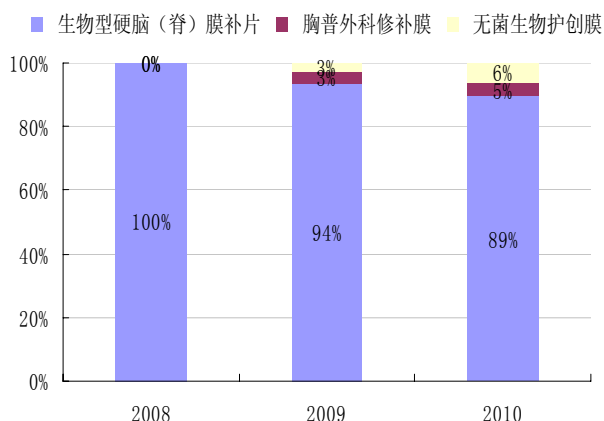
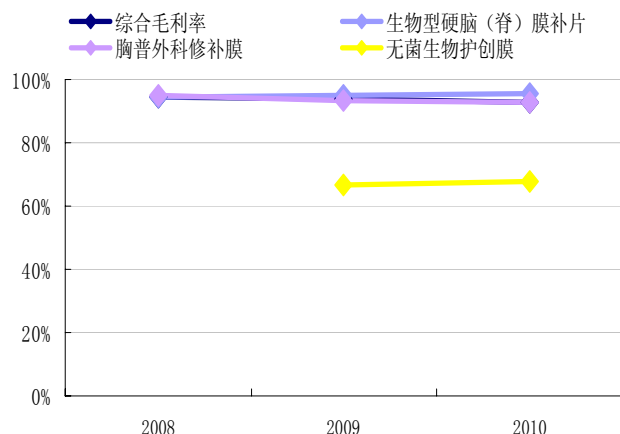


图 6: 公司毛利润构成情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 7: 公司产品毛利率情况



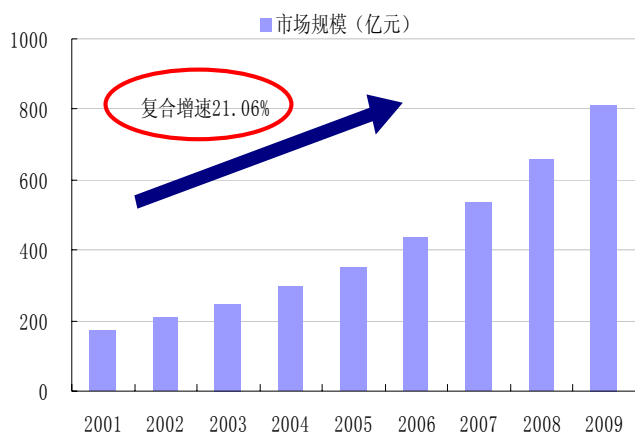
2. 行业及公司业务分析

2.1. 植入医疗器械处于成长期

近几年我国植入医疗器械处于快速发展期，2006 年国内植入医疗器械总产值约为 200 亿元，2009 年已达到 400 亿元，年增长率超过 30%。预计 2012 年后行业将进入成熟期，增速趋缓。

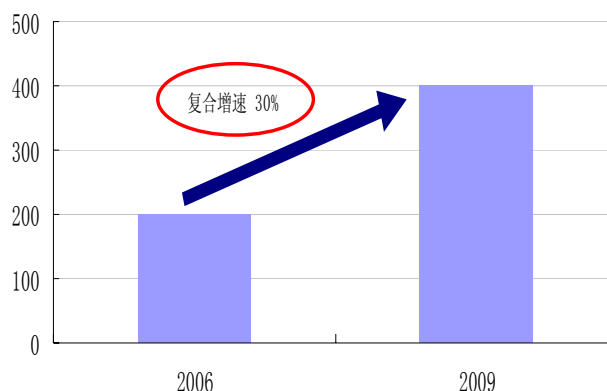
据行业协会估算，未来 10 年内我国植入医疗器械行业将达到每年 1,500 亿元的市场规模，成为仅次于美国的世界第二大植入医疗器械市场。

图 8：我国医疗器械市场规模及增速



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图 9：我国植入式医疗器械市场规模及增速



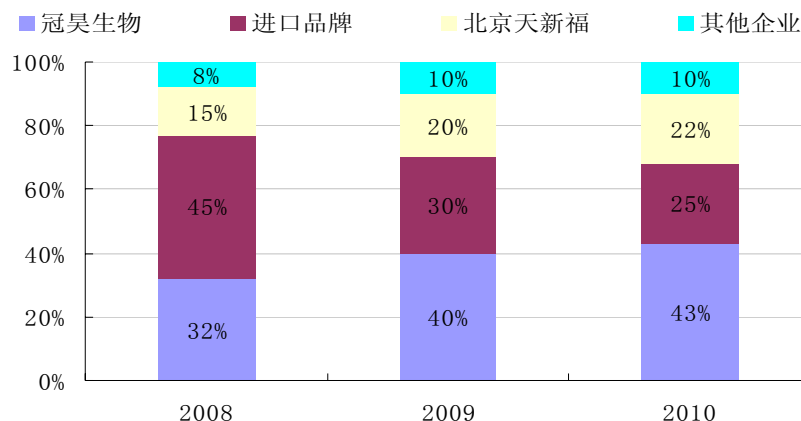
2.2. 公司主打品种占据脑膜类细分市场第一

根据中国医疗器械行业协会对全国三甲医院及部分二甲医院的调查，保守估计全国年颅脑手术量在 26-40 万例。如果 60% 采用植入医疗器械(膜类)产品，每例手术需脑膜修复产品 4,000 元，保守计算颅脑修复膜终端市场将超过 7 亿元 ($=30 \text{ 万例} \times 4,000 \times 60\%$)。我们预计国内颅脑修复膜市场未来能保持 20% 的年增长率。

国内市场膜类植入医疗器械产品主要包括脑膜(神经补片)、疝气补片、防粘连膜等，主要供应企业包括冠昊生物、北京天新福医疗器材等国内企业，德国贝朗医疗、美国强生公司等进口企业。

在脑膜产品市场中，公司生物型硬脑(脊)膜补片自 2006 年 6 月上市以来，凭借优越的材料性能，打破了进口产品的垄断局面，市场份额逐年提升，在短短三年时间里成为国内脑膜市场的第一品牌，市场份额达到 40% 以上，市场占有率第一。

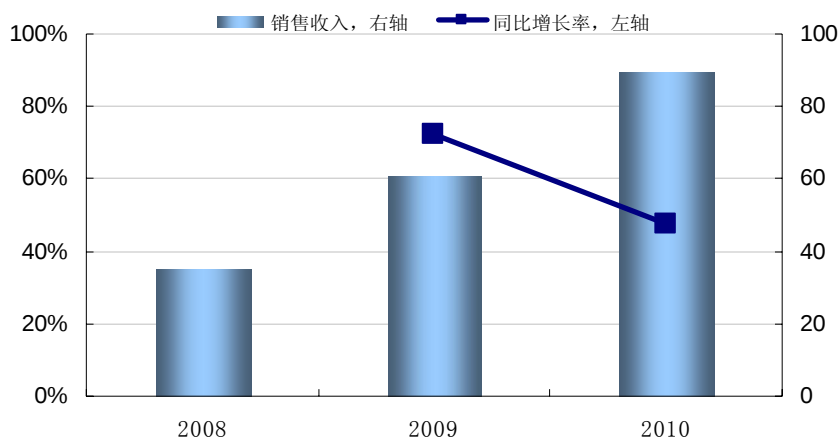
图10: 脑膜类细分市场情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

自公司取得生物型硬脑(脊)膜补片准产注册证, 销售额迅速增长, 2010年度较2009年度增长47.34%, 2009年度较2008年度增长72.30%, 产品迅速占领市场。

图11: 公司生物型硬脑(脊)膜补片销售情况(百万元)



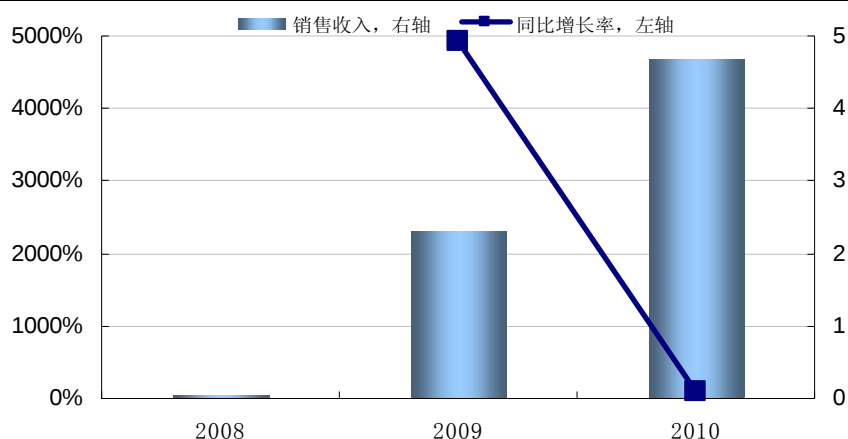
数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

2.3. 开拓腹膜类及微创膜“蓝海市场”

全国年腹腔手术量超过65万例, 且每年手术量都有一定比例增长。预计腹腔修复膜市场潜在需求将超过8亿元, 产品市场潜力巨大。

目前, 国内胸腹腔修复膜产品市场主要依赖于进口, 主要原因在于国内企业开发产品的时间较短。公司2008年开始进入该领域, 公司生产的胸普外科修补膜销售收入上升较快, 2010年销售额接近500万, 显示出了良好的增长势头。

图12：公司胸普外科修补膜销售情况（百万元）



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

近年来，我国医用敷料行业规模快速增长。2008 年，行业销售收入达 256.69 亿元，复合增长率为 35%。预计未来 5 年内，我国医用敷料产品市场规模将会继续快速增长，复合增长率将会超过 30%。

无菌生物护创膜主要用于烧伤、外伤、难愈性创面等的预防感染和促进创面愈合。公司于 2009 年 6 月推出无菌生物护创膜后，迅速得到市场认可，成为新的利润增长点。2010 年实现收入 872 万，同增 223%。公司将通过募投项目将产能从 5,000 鼓扩到 26,600 鼓，延续快速增长态势。

3. 公司竞争优势分析

3.1. 打造核心技术体系平台

公司突破传统技术路径，率先研发了一系列原创专项技术，将动物组织加工成稳定性高、生物相容性好、力学顺应性优、能诱导组织再生的新一代天然生物材料（再生医学材料）。该材料制成的产品植入人体后能同化为自身组织，实现对缺损组织的再生性修复，从而解决了现有产品植入人体后成为体内永久异物的问题。

表2：主要生产技术特点

技术名称	技术功能
组织固定技术	大大提高动物组织的稳定性，使其不易降解
多方位除抗原技术	有效去除异种组织的抗原性，提高组织相容性
蛋白质力学改性技术	通过对组织主要成分胶原蛋白进行交联及接枝改性，有效改善其力学性能，使材料增韧、增强，使生化处理及病毒杀灭方法的自由度更大，效果更有保证。
组织诱导技术	通过特定多肽或其他活性物质的粘附作用富集于制品表面，使制品具有募集生长因子及种子细胞，从而在原位诱导再生。

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

2008 年 6 月，国家发改委批复“再生型医用植入器械国家工程实验室”落户公司。公司依托国家工程实验室的建设和自身研发优势，迅速形成品牌优势，占领再生型医用植入器械领域的技术制高点，确保公司技术水平在今后长期处于行业领先地位。

3.2. 拥有丰富产品储备

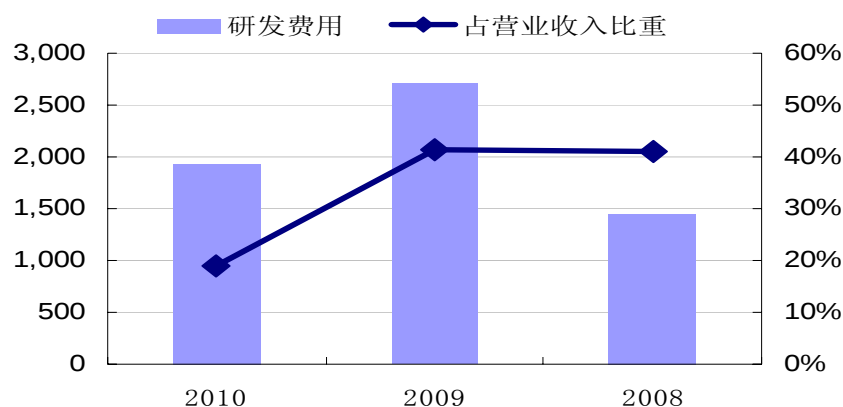
公司凭借原创的核心技术，以动物组织为原料成功的研制出一大类具有诱导再生功能的再生医学材料，并以此材料为平台，开发出一系列再生型医用植入器械产品。目前公司已有三个膜类产品上市，正在研发的产品包括整形植入系列材料、骨填充材料、人工食管、小口径血管、人工韧带、神经导管等十多个产品。未来三年，公司将重点研发市场前景广阔的医学整形美容、妇科盆底功能重建领域等新产品。

表 3: 公司具体产品储备

序号	项目	研发目标	进展情况
1	生物型防粘连膜--天然脑膜	研发一种生物相容性好、除抗原彻底、防止组织粘连，并能促进损伤组织和器官再生的生物型粘连膜	注册报批阶段
2	一体化尿道吊带	研发用于女性压力性尿失禁治疗的专利产品	临床试验阶段
3	迷你型尿道吊带	研发用于女性压力性尿失禁治疗的专利产品	临床试验阶段
4	多功能盆底修补膜	研发用于女性盆底器官脱垂、盆底组织修复的专利产品	临床试验阶段
5	生物型组织补片	研发一种用于软组织悬吊、修补、牵拉的生物型组织补片	临床试验阶段
6	骨诱导型可降解吸收生物活性骨修复材料及产品	研发一种能诱导骨组织再生、且材料的降解速度与骨生长速度相匹配的骨诱导型可降解吸收生物活性骨修复材料	准备进入临床试验阶段
7	生物型鼻梁假体	研发一种用于鼻梁充填与缺损修补的专利产品	动物试验阶段
8	生物型神经导管	研发一种由半透膜螺旋管体和管内填充凝胶所组成的复合神经导管，能够较好的用于周围神经损伤后的修复，起到诱导新生神经组织再生、生理功能恢复的作用	动物试验阶段
9	生物型塑形垫片	研发一种用于面部软组织填充、深度皮肤凹陷修补填充等的生物型塑形垫片	动物试验阶段
10	组织隔离膜	研发一种用于四肢肌腱、腹腔、盆腔等组织，防止组织粘连的组织隔离膜	动物试验阶段
11	高分子颅骨固定网	研发一种用于颅骨修补及保护的高聚物产品	动物试验阶段
12	人工角膜	研发一种组成及结构与人工角膜相似的纯天然人工角膜	动物试验阶段
13	人工阴茎增粗装置	研发一种用于阴茎增粗的装置	动物试验阶段
14	脱细胞基质的仿生纳米改性技术	研发一种能够提高小口径血管临床通畅效果的改性技术	动物试验阶段
15	疝补片	研发一种用于疝气修补的高端补片	动物试验阶段

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图13: 公司研发费用支出情况



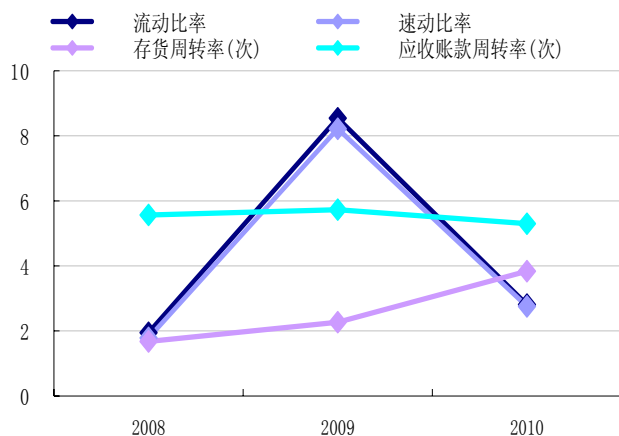
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

4. 公司财务分析

研发支出控制导致期间费用大幅下降: 2009 年公司推出无菌生物护创膜后, 为开拓新产品市场, 销售费用率有所提升; 由于 2010 年公司梳理分析了各在研项目, 并优化调整了各项目进展, 研究费用较 2009 年减少 695.37 万元, 下降 28.22%, 从而导致管理费用率大幅下降。

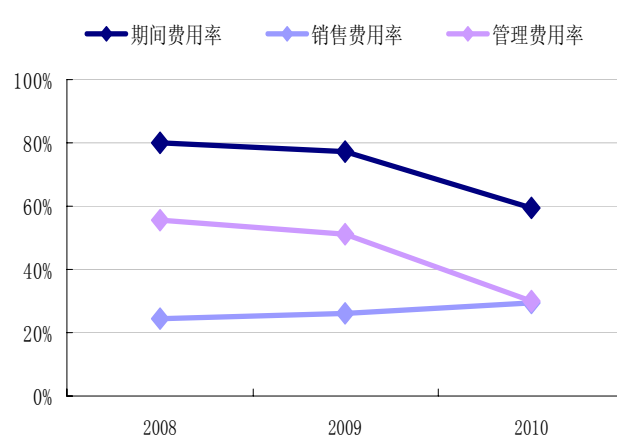
短期偿债能力有所波动: 2009 年公司收到政府专项资金, 流动资产同增 133.95%; 2010 年由于存在大量未付工程款, 流动负债同增 605.38%。总体而言, 公司短期偿债能力处于行业中等水平。

图 14: 公司营运\$现金流指标



数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券研究

图 15: 公司期间费用率指标



5. 募集资金投向

表 4: 公司募投项目情况

项目	投资总额 (万元)	募集资金 (万元)	项目建设期
1 再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目	6,010	3,800	3 年
2 无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目	2,320	2,020	2 年
3 营销网络扩建项目	4,955	4,955	2 年
合计	13,285	10,775	

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

6. 风险提示

- **单产品经营风险:** 公司销售收入目前主要依赖生物型硬脑(脊)膜补片, 因此该产品市场发生重大波动, 导致销售受限, 将对公司经营业绩产生重大影响。
- **原创技术被替代、模仿风险:** 若公司对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断, 有可能出现其他技术替代本公司部分核心技术, 从而导致公司的市场竞争能力下降。

7. 盈利预测与投资建议

关键假设:

- 主营业务：生物型硬脑（脊）膜补片继续保持快速增长，达到 2 亿规模以上后，增速逐步下降。
- 销售、管理两项费用率稳定在 60%，税率为 15%。

表 5: 主要产品类别预测

		2009A	2010A	2011E	2012E
生物型硬脑（脊）膜补片	收入(百万元)	60.6	89.2	134.9	182.1
	增长	72.30%	47.34%	51.15%	35.00%
	毛利	95.28%	95.37%	95.37%	95.37%
胸普外科修补膜	收入(百万元)	2.3	4.7	9.0	14.3
	增长	4930.94%	102.50%	93.11%	58.25%
	毛利	93.31%	92.89%	93.00%	93.00%
无菌生物护创膜	收入(百万元)	2.7	8.7	21.9	39.1
	增长		223.24%	150.70%	79.06%
	毛利	66.93%	67.66%	68.59%	68.42%
合计	收入(百万元)	65.6	102.6	165.74	235.48
	增速	86.30%	56.52%	61.52%	42.08%
	毛利率	94.04%	92.90%	91.71%	90.75%

数据来源：国泰君安证券研究

表 6: 利润表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	103	166	235	305
营业成本	7	14	22	29
营业税金及附加	0	0	1	1
营业费用	30	50	71	92
管理费用	31	50	71	92
财务费用	1	-2	-3	-3
资产减值损失	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	34	54	75	95
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	38	54	75	95
所得税	5	8	10	13
净利润	32	46	64	82
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	46	64	82
EBITDA	34	56	81	105
EPS（元）	0.53	0.76	1.05	1.34

数据来源：国泰君安证券研究

作者简介:**易镜明:**

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

医学博士, 2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理, 复旦大学硕士, 2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究, 负责化学药、商业、器械等子行业, CPA。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		