

专业补脑残 国产植入器械并蒂莲

——冠昊生物（300238）新股定价报告

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011-6-24

生物医药行业

联系人

张磊

010-68784263

kinglz114@sina.com

预计上市首日价格区间：

18.6—20.3

一年期目标价：

22

发行基本资料

发行后总股本	6110 万股
发行股本	1530 万股
主承销商	申银万国

投资要点：

● 小而专精的再生型植入器械材料生产商

公司主营再生型医学材料以及再生型医用植入器械的研发、生产、销售的高科技企业。公司目标成为国内知名的再生型医用植入器械公司，完成相关产品的进口替代，并期望成为国内最知名的“人体零件”提供商。公司实际控制人为朱卫平先生和徐国风先生。

● 公司的特点

公司是颅内手术修复材料硬脑膜补片的国产龙头，可谓专业补脑残。该产品近两年增速均在 100%以上，2010 年公司已占该产品国内市场份额的 43%，成功实现进口替代。此外无菌生物护创膜同样增长较快，09 年以来快速放量。许多新品多处于申报临床前期，上市尚不好预测，且即使上市也需要一定时间做推广。未来数年内，公司的主要收入可能仍将依靠硬脑膜补片和无菌生物护创膜这对并蒂莲花。公司规模尚小，但近年收入增速较快外，且几个主要品种均部分实现进口替代，但在植入器械销售上颇有长处，未来有可能进一步增长。同时公司的也有众多新品集中于美容和人工皮肤等人体零件替代，未来想象空间较大，可给予一定溢价。

盈利预测及估值

按照公司预计，未来硬脑膜补片的销售增长在 30%以上，而无菌生物护创膜逐渐开始放量，有可能维持一段时间的高增长。我们预计 11~13 年收入增长 40%、35%、30%，净利润增长 40%、35%、30%，EPS（摊薄）0.68、0.88、1.14 元/股。给予 2012 年 25 倍 PE，目标价 22 元。

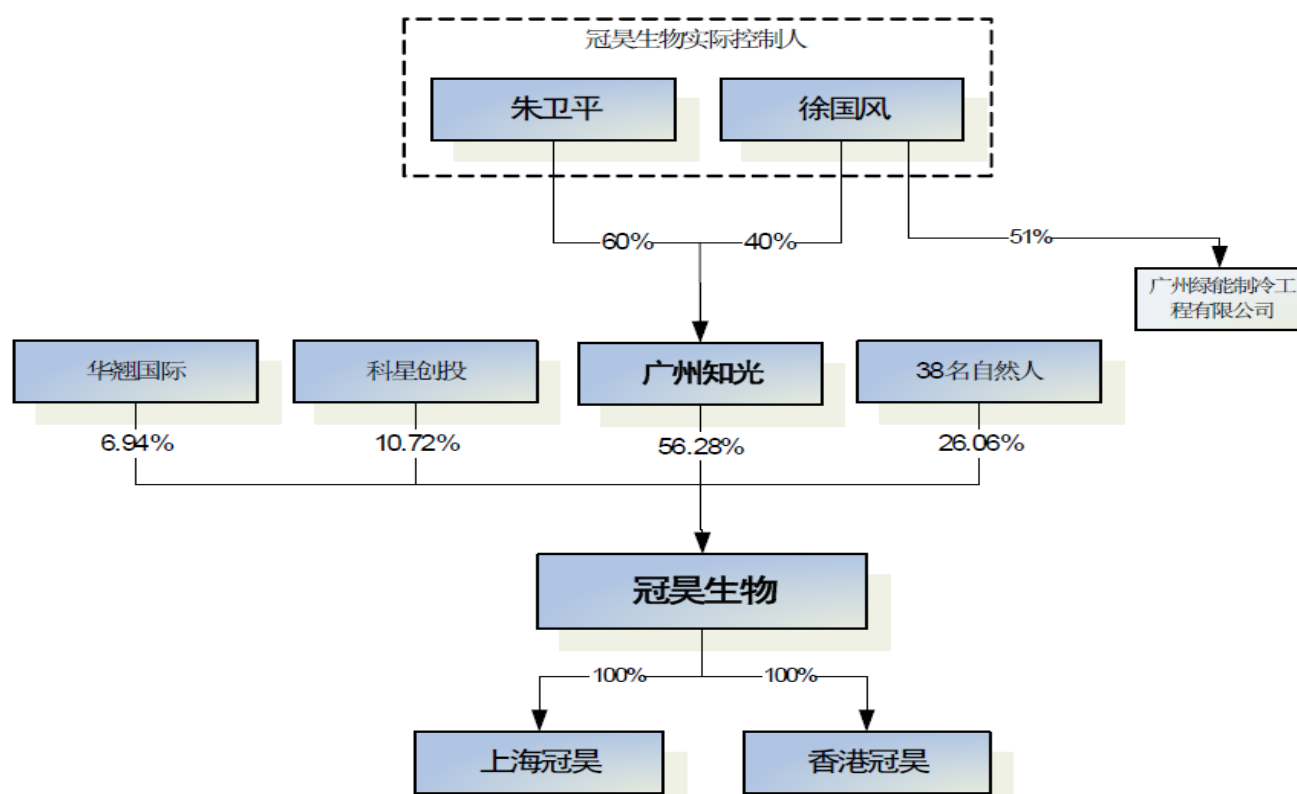
(百万元,元)	2009A	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	66	103	146	189	246
EBITDA(百万元)	15	40	52	72	95
净利润	14	32	42	54	70
摊薄 EPS(元)	0.34	0.53	0.68	0.88	1.14
PE(X)	52.8	34.3	26.7	20.6	15.9
EV/EBITDA(X)	49.6	19.5	9.6	8.7	7.0
ROIC	13.43%	19.28%	8.45%	10.15%	11.83%
总资产周转率	0.71	0.57	0.27	0.22	0.27

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	32	60	623	497	455	营业收入	66	103	146	189	246
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	4	7	11	14	18
应收账款	15	23	33	43	56	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付款项	0	14	21	30	42	销售费用	17	30	44	57	74
其他应收款	2	19	27	35	45	管理费用	33	31	45	58	75
存货	2	2	4	5	7	财务费用	0	1	1	1	1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	5	6	44	129	201	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	21	67	39	93	84	营业利润	11	34	45	60	78
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	4	4	4	4	5
无形资产	39	36	39	42	43	税前利润	15	38	49	63	82
长期待摊费用	3	2	4	4	4	减：所得税	1	5	7	10	12
资产总计	122	236	834	879	937	净利润	14	32	42	54	70
短期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	14	32	42	54	70
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.34	0.71	0.68	0.88	1.14
预收款项	1	1	1	0	0	稀释每股收益	0.34	0.71	0.68	0.88	1.14
应付职工薪酬	3	2	2	2	2	财务指标					
应交税费	-2	7	300	300	300	成长性					
其他应付款	4	31	31	31	31	营收增长率	86.3%	56.5%	42.0%	30.0%	30.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	135.1%	219.6%	32.0%	31.6%	30.0%
长期借款	0	9	9	9	9	净利润增长率	103.2%	124.3%	28.8%	29.3%	29.9%
负债合计	45	91	384	385	386	盈利性					
股东权益合计	77	145	450	494	552	销售毛利率	94.0%	92.9%	92.5%	92.5%	92.5%
现金流量表						销售净利率	22.0%	31.5%	28.6%	28.4%	28.4%
净利润	14	32	42	54	70	ROE	18.7%	22.3%	9.3%	10.9%	12.7%
折旧与摊销	4	6	6	12	17	ROIC	13.43%	19.28%	8.45%	10.15%	11.83%
经营活动现金流	6	34	320	39	52	估值倍数					
投资活动现金流	-34	-33	-19	-155	-81	PE	52.8	25.8	26.7	20.6	15.9
融资活动现金流	48	29	263	-10	-13	P/S	11.6	8.1	7.6	5.9	4.5
现金净变动	19	29	564	-126	-42	P/B	9.89	5.75	2.47	2.25	2.02
期初现金余额	12	32	60	623	497	股息收益率	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%
期末现金余额	31	61	623	497	455	EV/EBITDA	49.6	19.5	9.6	8.7	7.0

1.上市公司简介

广东冠昊生物科技股份有限公司主营再生型医学材料以及再生型医用植入器械的研发、生产、销售的高科技企业。公司目标成为国内知名的再生型医用植入器械公司，完成相关产品的进口替代，并期望成为国内最知名的“人体零件”提供商。公司实际控制人为朱卫平先生和徐国风先生。

图 1：公司发行前的股权结构



数据来源：公司招股书 渤海研究所

本次发行发行 1530 万股，发行后总股本为 6110 万股，占总股本的 25.04%。此外，同时公司众多中高层管理人员和技术骨干均通过自己或是亲属持股。股权激励的覆盖范围较广。

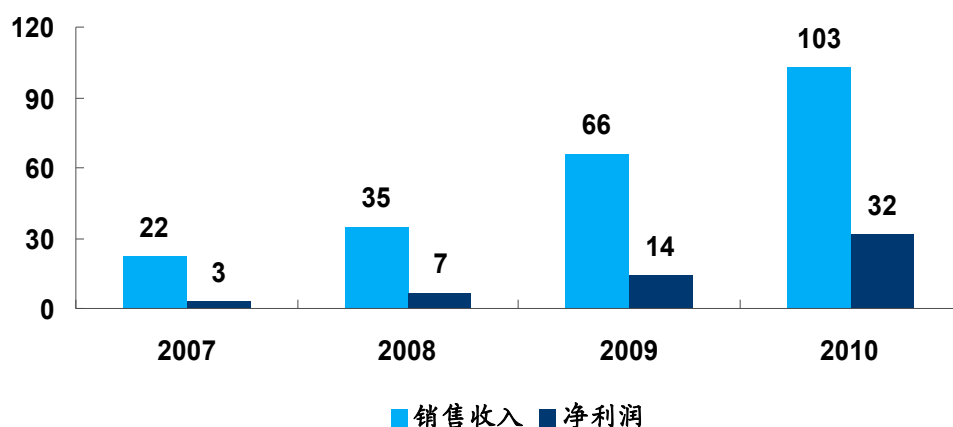
2.主营业务及行业概况

2.1 主营业务

2007 年-2010 年间，公司经过多年研发的主打产品，硬脑膜补片上市后，以其国

产的优质低价的优势，迅速打破相关手术再生型（即植入后能被人体吸收或代谢，同时诱导机体组织生长，不必再手术取出，也不易被人体排斥或引起感染）植入材料的进口垄断局面。得益于公司独有的硬脑膜补片专利技术和逐渐获得国内神经外科专家圈内对其产品品质的认可。公司在 2007-2010 年间，销售收入和净利润的复合增长率分别达到 66% 和 125.8%，增长迅速。

图 2：历年公司收入和净利润情况（百万）



数据来源：公司招股书 渤海研究所

到目前为止，公司主要产品有三，分别是：硬脑膜补片、胸外科膜补片、无菌生物护创膜。分别用于临床脑科开颅、胸腹损伤修复和大面积烧伤修补手术，其中最主要的产品是公司的硬脑膜补片。

图 3：历年公司收入的产品构成（万）

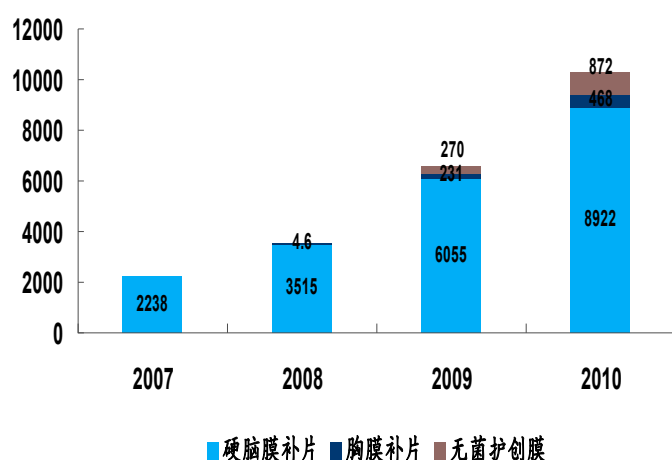
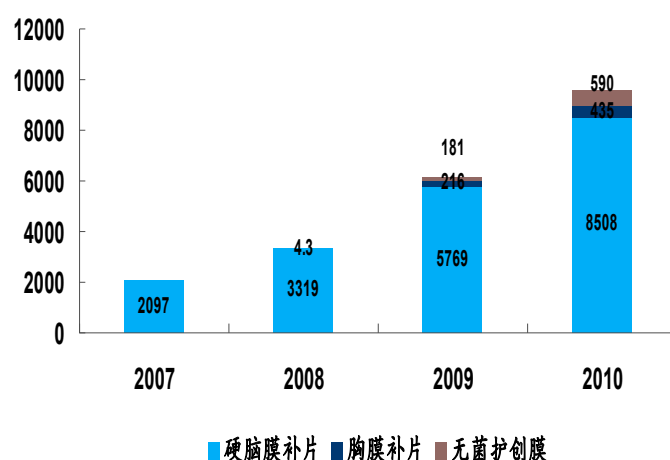


图 4：历年公司毛利的产品构成（万）

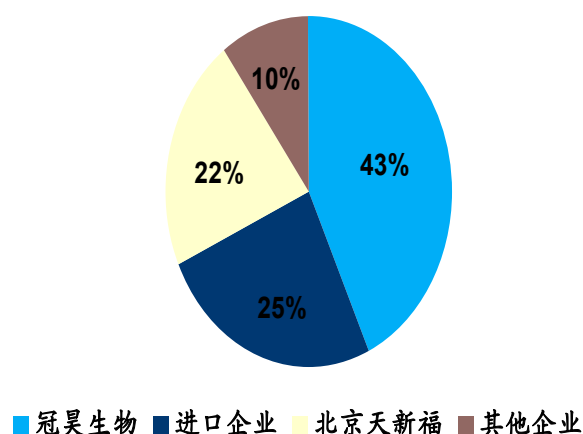
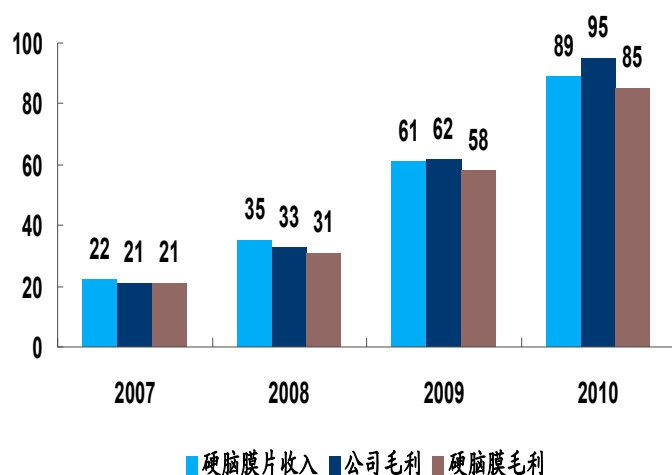


数据来源：公司招股书 渤海研究所

最近三年硬脑膜补片单一产品贡献的毛利均在 90%左右,公司也是该类产品的国产龙头,可谓专业补脑残。自该产品 06 年上市以来,经过学术营销,近两年增速均在 100%以上,2010 年公司已占该产品国内市场份额的 43%,成功实现进口替代。其他产品中无菌生物护创膜同样增长较快,经过两年的学术铺垫,该产品也被皮肤科、烧伤等难愈创面治疗医生的学术圈逐渐认可,09 年以来逐渐放量,快速增长。

图 5: 历年硬脑膜贡献的毛利与公司毛利对比 (百万)

图 6: 2010 年国内硬脑膜生产企业市场份额情况 (%)



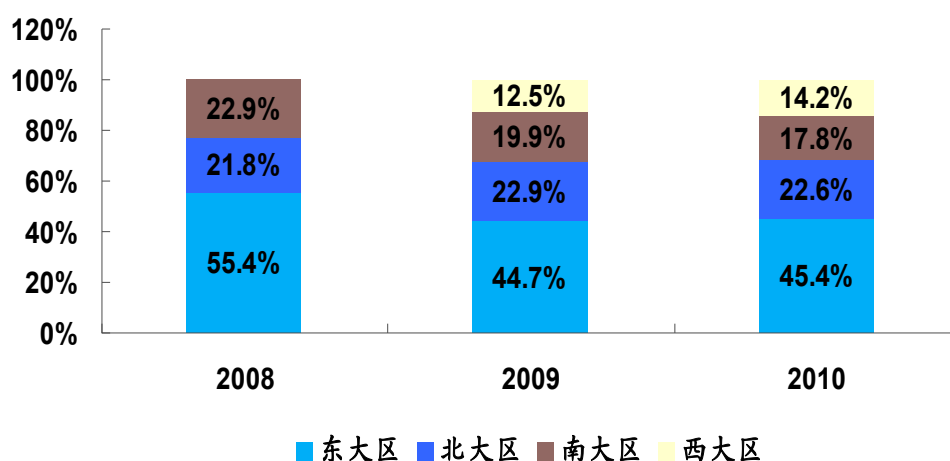
数据来源: 公司招股书 渤海券研究所

IPO 时与公司管理层交流得知,公司硬脑膜补片的国内最大竞争对手,北京天新福的硬脑膜补片材料来源是牛肌腱(引入瑞典技术),冠昊生物的几种主要产品的原材料也均来自于猪、牛两种食用动物组织,经过特殊工艺处理后制备的植入材料,与外资同类产品相同类型。而传统的医用明胶补片,在手术使用中虽然方便(贴敷使用),但患者存在脑脊液渗流和颅内感染导致发烧的副作用。

公司的和天新福的产品与人体相容性较好,副作用小,易被医生和患者接受。天新福的还有人工骨关节和相关手术器械,生物膜只是天新福的一个方向。而公司的主攻硬脑膜补片,同时公司产品毛利较高,长于销售,商业空间较大,天新福的产品 2004 年就已在临床应用,之后一直是国产龙头,但冠昊生物硬脑膜 06 年上市后,几年功夫便已抢得头筹,未来如果推广得力,很有可能维持并增加市场份额。目前公司的硬脑膜补片和护创膜市场上已出现供不应求的局面。公司已利用自有资金对硬脑膜补片进行大幅产能扩张,而此次上市,利用募集资金,无菌护创膜的产能将在未来数年内提高 4 倍有余。

从公司收入来源的地域分，历年华东（主要是上海）地区和华北（主要是北京）成为公司收入的贡献大户。这是因我国最好的神经外科和颅脑外科医院（北京天坛医院和上海复旦大学附属华山医院）均在两地，在颅脑外科圈内素有“北天坛南华山”之称，公司的产品属于医械里较高端的再生型植入器械，如果获得业内最高专家的认可，就有巨大的示范作用，加上学术营销，公司的产品开始放量。

图 7：历年公司收入地区占比（%）



数据来源：公司招股书 渤海研究所

公司许多新品在开发，多处于申报临床前期或者动物实验阶段，也有部分（如整形美容、除皱生物线、人工骨、注射胶等）已开发投入多年。但他们上市尚不好预测，且即使上市也需要一定时间做推广。未来数年内，公司的主要收入可能仍将依靠硬脑膜补片和无菌护创膜，这两个品种抢占国内市场，完成进口替代，硬脑膜补片和无菌护创膜成为公司未来业绩的并蒂莲花。

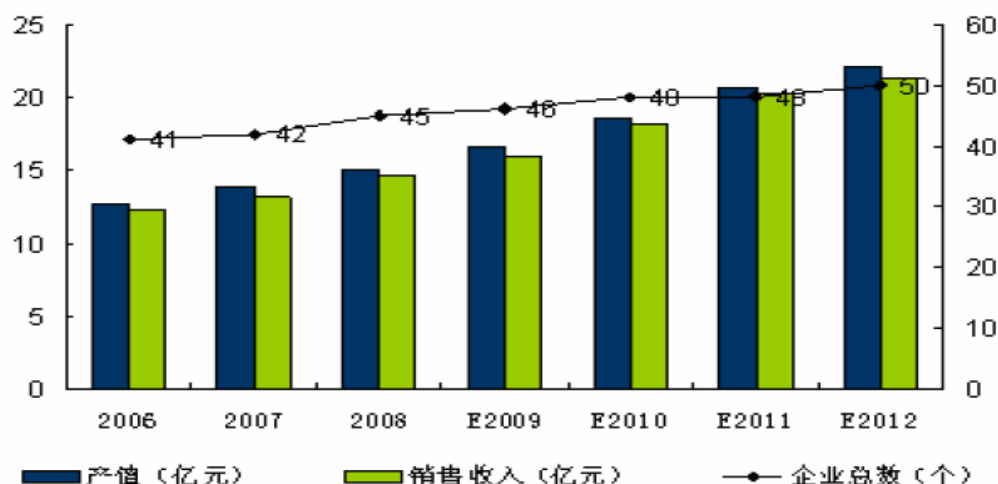
2.2 行业概况

公司主营的再生型手术植入器械属于我国医疗行业里医械下一个细分的子行业，由于该行业对企业的技术和工艺均要求较高，且相关政策壁垒同样较高，植入器械均需要三级医械注册证，获批难度大。该行业国内市场主流是国外厂商，如美敦力、波士顿科学、强生、BD（Becton, Dickinson）。近年来，国产品牌也逐渐在一些专类品种中逐渐做大，并开始和外商巨头展开角逐。如植入支架的乐普医疗和现在的冠昊生物。

近年来我国植入医疗器械已经入快速发展期，国内植入医械总产值已从 2006 年

的 200 亿元增加到 2009 年的 400 亿元, 年均增长率超过 30%。其中根据中商情报网的资料, 国内企业植入器械产值 2008 年为 14.99 亿, 销售收入 14.6 亿。2009 年国内企业植入器械产值 17.5 亿, 销售收入 17.02 亿, 与外资相比实力仍显较弱。据预测 2012 年国内企业的植入器械产值将超过 25 亿, 整个行业处于一个稳定而快速增长的局面。

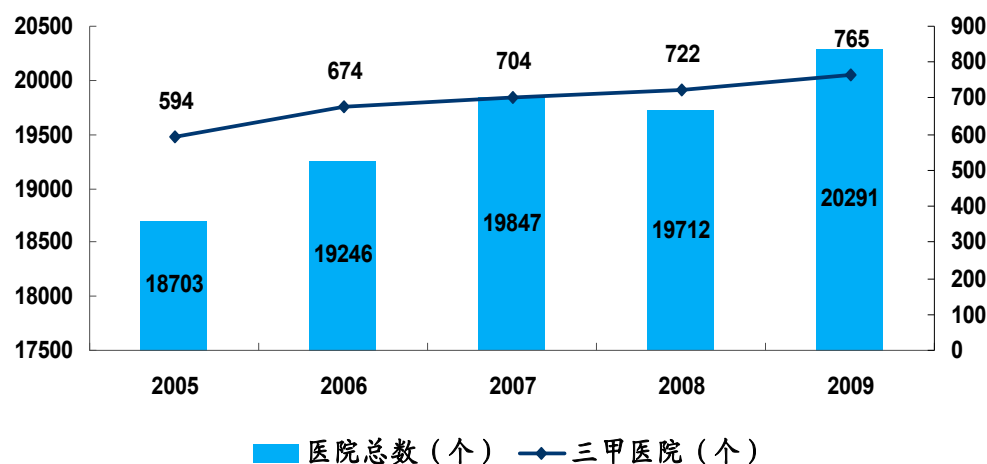
图 8: 我国国内企业未来植入器械市场发展情况预测



数据来源: 中商网《2006-2012 中国植入器械市场及企业报告》 招股书 渤海研究所

植入医疗器械的主要用户是我国医院中的三级医院和专业整形美容医院, 根据卫生部公布的数据显示, 2009 年末全国共有各级卫生机构 91.7 万个, 其中医院 20291 所, 这其中三级医院 1233 家, 其中三甲医院 765 家。

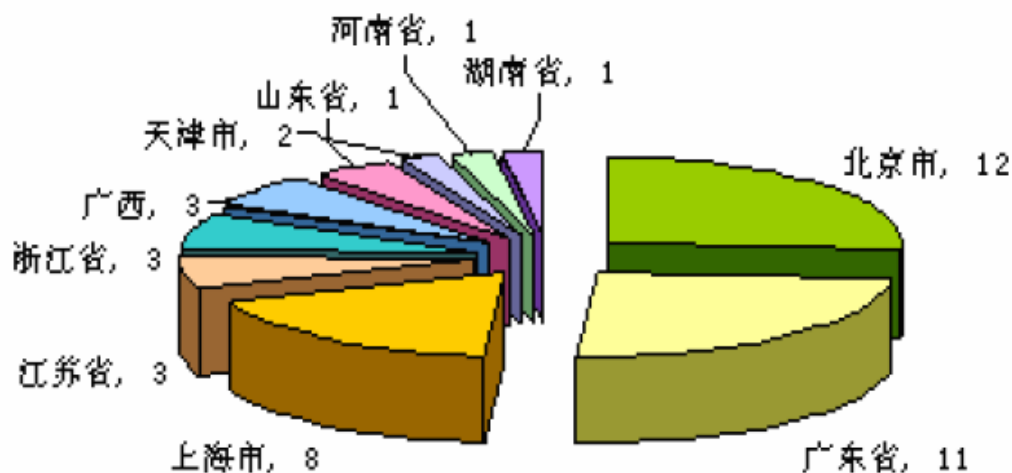
图 9: 我国历年医院数量及三甲医院数量变化情况



数据来源：公司招股书 渤海研究所

我国医疗卫生事业随着国力的增强不断发展，医院总数及三甲医院数量整体呈增加趋势。其中三甲医院是我国植入医械的主要使用机构，等级较高的医院数量增长也表明我国在高等级手术的执行能力也在逐渐增强，如颅脑外科、心脏手术等，这使得国内植入医械的需求保持增长。

图 10：我国国内植入医械生产企业分布区域结构（2009 年数据）



数据来源：中商网《2006-2012 中国植入医械市场及企业报告》 招股书 渤海研究所

从植入医械的行业区域性上来看，国内植入医械生产企业主要分布在北京、上海、广东、江苏等经济较发达地区。如北京有 12 家，广东 11 家，上海 8 家，这些地区具有经济发达，人才集中，高等学府和高等级医疗机构集中的特点，这也使得多学科交叉的植入医械企业在集群区域化上，竞争要优于中西部企业。

具体到品种上，公司的三个主要品种。首先是硬脑膜和胸膜补片，根据中国医械行业协会的数据，全国每年有 26-40 万例颅脑手术，腹腔手术量超过 65 万例，每年均有一定比例增长。如果手术中有 60% 的情况采用植入医械补片，颅脑修复市场的潜在需求超过 5 亿元，腹腔修复市场潜在需求超过 8 亿元，市场潜力巨大。而公司新品种无菌护创膜可以应用在烧伤、外伤、糖尿病等疾病引起的难于性创面恢复上，潜在市场更巨大的难以估计。

我们认为，公司属于小而专精再生型植入医械的医药类上市公司。虽然规模尚小，但近年收入增速较快外，且几个主要品种均部分实现进口替代，公司在这类植入

器械的销售上颇有长处，未来有可能进一步增长。同时公司的也有众多新品集中于美容和骨盆修复膜、人工皮肤、生物性组织补片等人体零件替代，未来想象空间较大，可给予一定溢价。

3. 募集资金项目

公司期望成为国内一流的手术植入再生型医械的提供商，此次募投项目：

图 11：公司募集资金投向

序号	项目名称	投资总额 (万)	募集资金 投资额	项目建 设期	项目简介
1	再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目	6010	3800	3 年	已获国家发改委办公厅批准，政府资金已到位。
2	无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目	2320	2020	2 年	新增护创膜产能 21600 鼓，总产能达 26600 鼓。
3	营销网络建设项目	4955	4955	2 年	在北、上海、广、成都设立四大区营销中心，深化网络。
4	补充营运资金				

数据来源：公司招股书 渤海研究所

4. 业绩预测及估值

公司未来 2-3 年内的收入仍将主要来自原有的几个主要品种，其中扩产的无菌生物护创膜和硬脑膜补片有可能成为业绩增长超预期主要动力。

按照公司预计，未来硬脑膜补片的销售增长在 30% 以上，而无菌护创膜逐渐开始放量，有可能维持一段时间的高增长。根据以上假设条件下，在原料不出现大幅波动的情况下，我们预计 11~13 年收入增长 40%、35%、30%，净利润增长 40%、35%、30%，EPS（摊薄）0.68、0.88、1.14 元/股。给予 2012 年 25 倍 PE，目标价 22 元。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君 机构销售部经理

022-28451995

13502040941。

zhuyanjun@bhqz.com

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cn

xiexd@bhqz.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分