

冠昊生物 (300238)

业绩略低于预期, 优得清放量在即

买入 (首次)

2017年3月7日

投资要点

一、事件: 公司发布 2016 年年报和分红预案

2016 年公司实现营业收入 3.13 亿元, 同比增长 38.30%; 归属于上市公司所有者的净利润为 6537.11 万元, 同比增长 3.16%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4901.32 万元, 同比下滑 8.15%; 2016 年公司保证在材料板块竞争优势的前提下, 通过资产重组扩大业务领域至眼科。2016 年公司由于外延并购增加银行贷款导致财务费用提升, 子公司产品处于研发或新品推广上市等原因增加了费用, 最终导致扣除非经常性损益的净利润出现下滑。但其资本投入均为未来业绩的增长点, 日后业绩值得期待。

二、我们的观点:

1、公司明星产品市场占有率第一, 并购企业产品优质, 未来发展有望加速。

生物型硬脑(脊)膜补片是公司的明星产品, 2016 年其营业收入占比高达 57.5%。该产品自上市后至今, 销量一直稳中有升, 2012 至 2016 年复合增长率为 6%, 2016 年达销售收入达 1.73 亿。该产品性能优异, 迅速占领国内硬脑膜补片市场, 已超越强生、贝朗等进口产品, 目前国内市场占有率第一。我们预计生物型硬脑(脊)膜补片未来将保持稳健增长。

公司于 2016 年收购了珠海市祥乐医药有限公司。珠海祥乐做出业绩承诺, 2015 年、2016 年和 2017 年归母扣除非经常性损益净利润分别达到 4000 万、5200 万和 6760 万。2015 年和 2016 年珠海祥乐完成净利润承诺, 实现率均值为 100.42%, 凭借渠道优势, 未来预计将继续稳定增长。

该公司拥有美国艾锐人工晶体在中国的独家代理权, 通过人工晶体在国内的销售, 在眼科领域开拓了较完善的销售渠道。企业在中国共有约 150 个经销商, 销售网络遍及 30 个省、50 个城市和 1400 多家医院。珠海祥乐重点与二三线城市医院保持了良好的合作关系, 销售采取先取得医院授权, 后排经销商进入医院进行销售的模式, 以达到医院占有率最大化。通过珠海祥乐的眼科产品销售渠道, 冠昊生物新产品人工角膜未来的销售会有较大的保障。

证券分析师 全铭
 执业资格证书号码: S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
 010-66573557

证券分析师 焦德智
 执业资格证书号码: S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

特别鸣谢
 实习生李颖睿

股价走势



市场数据

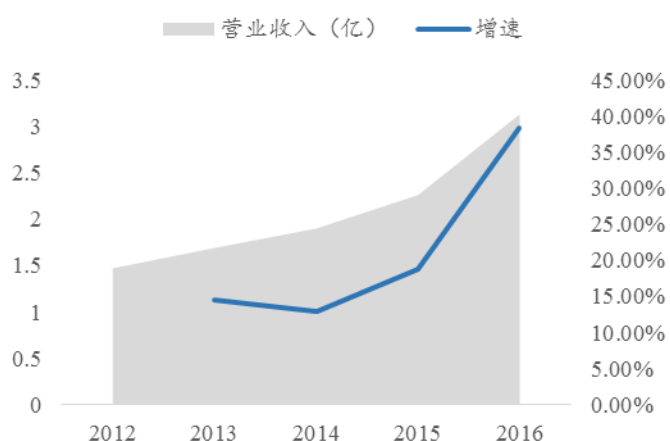
收盘价(元)	31.63
一年最低价/最高价	29.87/34.56
市净率	6.2
流通 A 股市值(亿元)	84.1

基础数据

每股净资产(元)	5.22
资本负债率(%)	12.31
总股本(亿股)	2.66
流通 A 股(亿股)	1.89

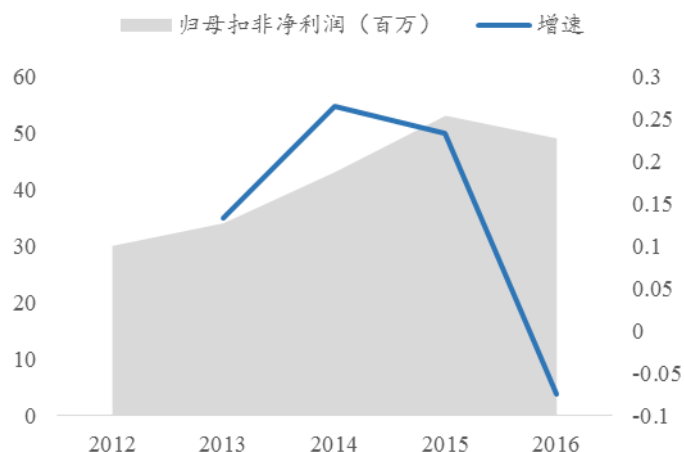
相关报告

图表 1.营业收入加速提升



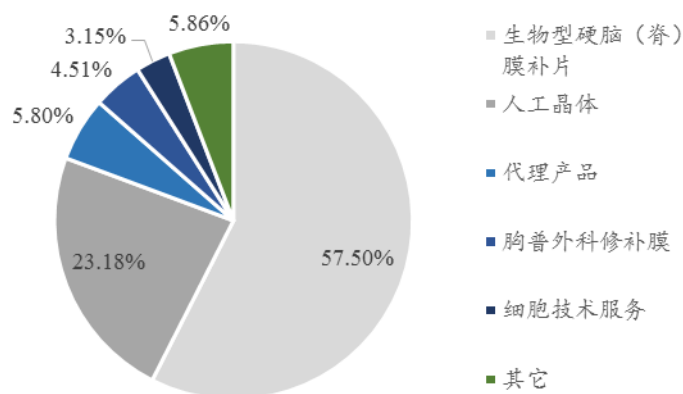
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 2.归母扣非净利润 16 年下滑



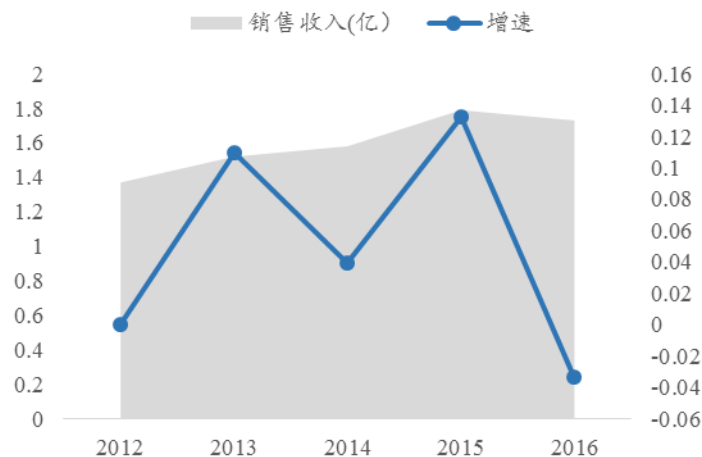
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 3.生物型硬脑（脊）膜补片与人工晶片占营收比例最高



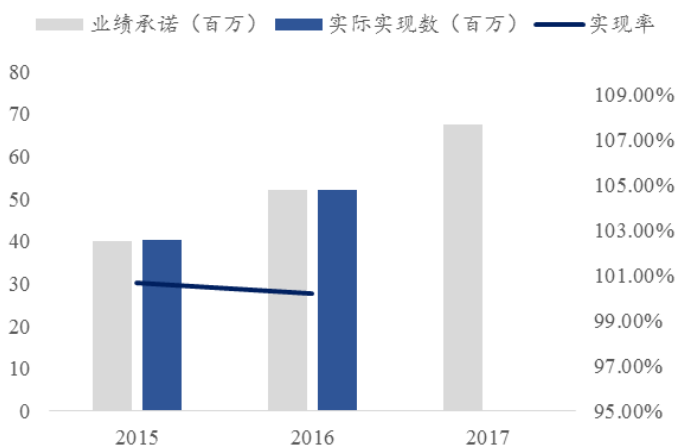
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 4.生物型硬脑（脊）膜补片销售收入稳定增长



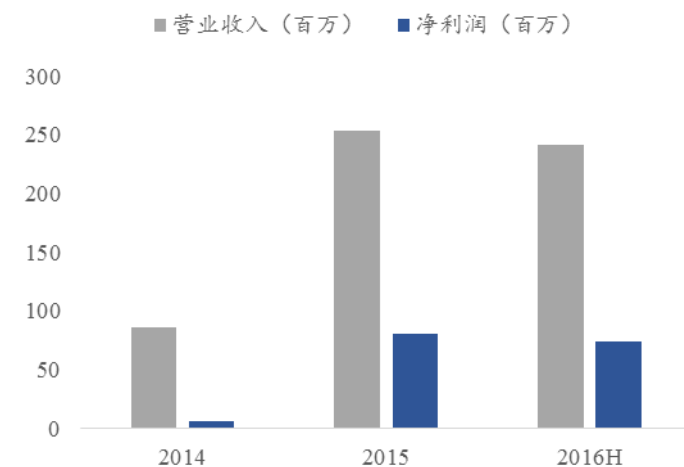
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 5.珠海祥乐业绩承诺及完成情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 6.2014-2016 年惠迪森业绩增长迅猛



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

2016 年 10 月，公司发布预案以 18.01 亿收购惠迪森。惠迪森将为公司新增药品注射用拉氧头孢钠。该产品为高效抗生素，耐药性风险极低，适用于敏感细菌引起的感染症，治疗效果显著且安全性高、不良反应少、无肝肾毒性。该市场前景广阔，进入国家基本医疗保险和工伤保险，未来将为公司带来新的增长点。惠迪森销售渠道覆盖全国，代理商超过 100 家。公司在药品方面强大的营销能力，会在抗生素产品和未来上市新药产品的推广中起到积极的作用。

2、 优得清人工角膜—失明患者的福音

优得清脱细胞胶膜植片为公司最近获得注册许可证并开始上市销售的产品。该产品为生物型人工角膜，产品生物活性与生物相容性好，低免疫原性，是目前市场上唯一一个以脱盲复明为治疗标准的产品。截止 2016 年 12 月，公司针对该产品在广东、福建等 12 个省份展开了 40 例角膜移植手术，患者没有发生不良事件，脱盲率高于原定方案，术后复明效果显著。其中一位患者，接受手术后 5 个月裸眼视力达到 0.4，小孔视力达到 0.6 左右，角膜完全透明。

目前公司完成约 100 位的医生培训，2017 年公司将继续开展该项工作，并开拓 100-200 家可进行手术的医院。我们估计，通过珠海祥乐的销售渠道，冠昊生物可在扩大自己业务范围的同时进一步提高盈利能力。

3、 拟进行第二期员工持股计划，进一步调动员工积极性

公司拟实施员工持股计划，持股对象为公司董事、监事、高级管理人员，公司及公司全资或控股子公司的中层管理人员、核心业务和业务骨干不超过 80 人。员工持股计划共计不超过 1 亿股，不超过公司总股本的 10%。通过员工持股计划，员工的积极性得以充分调动，公司股权结构得以丰富，公司的管理与激励政策将进一步完善。

三、 盈利预测与投资建议

我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 5.22 亿元、6.54 亿元和 8.05 亿元，归属母公司净利润为 1.30 亿元、1.59 亿元和 1.89 亿元。对应摊薄 EPS 分别为 0.49 元、0.60 元和 0.71 元。我们认为公司现存产品优异，新产品亮点突出，公司管理稳步提高。因此我们首次覆盖，给予“买入”评级。

四、 风险提示

原创技术产业化率带来的市场风险、市场竞争风险、技术泄密风险。

冠昊生物 (300238) 主要财务数据及估值 (百万元)

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	312.79	522.94	654.48	805.16	毛利率	78.13%	78.13%	78.13%	78.13%
营业成本	68.41	114.38	143.15	176.10	三费/销售收入	54.23%	48.57%	49.14%	50.01%
营业税金及附加	4.80	8.03	10.05	12.36	EBIT/销售收入	25.62%	27.29%	26.29%	25.29%
营业费用	108.89	164.73	212.71	269.73	EBITDA/销售收入	34.23%	35.45%	32.81%	29.89%
管理费用	55.67	93.08	116.49	143.31	销售净利率	20.07%	23.82%	23.33%	22.60%
财务费用	5.05	-3.81	-7.56	-10.41	ROE	4.71%	8.65%	9.73%	10.55%
资产减值损失	3.03	0.00	0.00	0.00	ROA	5.13%	8.96%	9.99%	10.82%
投资收益	-8.64	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.04%	10.31%	12.15%	14.54%
营业利润	58.29	146.54	179.65	214.07	销售收入增长率	38.30%	67.19%	25.15%	23.02%
其他非经营损益	19.11	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	15.70%	78.08%	20.57%	18.34%
利润总额	77.40	146.54	179.65	214.07	EBITDA 增长率	15.22%	73.16%	15.84%	12.09%
所得税	14.62	21.98	26.95	32.11	净利润增长率	0.49%	98.41%	22.59%	19.16%
净利润	62.78	124.56	152.70	181.96	总资产增长率	108.95%	1.89%	8.18%	9.23%
少数股东损益	-2.59	-5.14	-6.30	-7.51	股东权益增长率	138.91%	7.97%	9.05%	9.89%
归属母公司股东净利润	65.37	129.70	159.00	189.46	经营营运资本增长率	50.81%	54.19%	15.20%	36.39%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	8.18%	3.27%	3.07%	3.07%
货币资金	263.43	264.42	407.76	517.80	投资资本/总资产	75.29%	75.56%	69.11%	65.70%
应收和预付款项	113.84	161.62	183.13	240.99	带息债务/总负债	62.54%	0.00%	0.00%	0.00%
存货	50.90	74.41	82.42	110.51	流动比率	3.49	10.57	13.93	16.34
其他流动资产	3.51	3.51	3.51	3.51	速动比率	3.05	8.93	12.16	14.20
长期股权投资	159.97	159.97	159.97	159.97	股利支付率	0.00%	14.70%	14.70%	14.70%
固定资产和在建工程	197.18	171.00	144.83	118.66	收益留存率	100.00%	85.30%	85.30%	85.30%
无形资产和开发支出	643.33	632.45	621.58	610.70	总资产周转率	0.20	0.33	0.38	0.43
其他非流动资产	130.93	125.33	119.72	119.72	固定资产周转率	1.62	3.06	4.52	6.79
资产总计	1563.10	1592.71	1722.92	1881.87	应收账款周转率	2.91	5.57	4.13	5.30
短期借款	80.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	1.34	1.54	1.74	1.59
应付和预收款项	43.57	47.68	48.58	53.43	EBIT	80.15	142.73	172.09	203.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	107.06	185.38	214.74	240.70
其他负债	4.36	4.36	4.36	4.36	NOPLAT	48.87	121.32	146.27	173.11
负债合计	127.93	52.04	52.94	57.79	净利润	65.37	129.70	159.00	189.46
股本	265.80	265.80	265.80	265.80	EPS	0.246	0.488	0.598	0.713
资本公积	823.34	823.34	823.34	823.34	BPS	5.223	5.640	6.150	6.758
留存收益	299.01	409.64	545.26	706.86	PE	128.59	64.81	52.87	44.37
归属母公司股东权益	1388.15	1498.78	1634.40	1796.00	PB	6.06	5.61	5.14	4.68
少数股东权益	47.03	41.89	35.59	28.08	PS	26.87	16.07	12.84	10.44
负债和股东权益合计	1563.10	1592.71	1722.92	1881.87	EV/EBIT	102.26	56.83	46.28	38.53
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	EV/EBITDA	76.56	43.76	37.08	32.60
经营性现金净流量	64.46	96.24	159.16	127.49	EV/NOPLAT	167.70	66.86	54.44	45.33
投资性现金净流量	-433.98	0.00	0.00	0.00	EV/IC	6.96	6.74	6.69	6.35
筹资性现金净流量	406.18	-95.26	-15.82	-17.45	ROIC-WACC	10.04%	10.31%	12.15%	14.54%
现金流量净额	37.17	0.98	143.34	110.05	股息率	0.000	0.002	0.003	0.003

资料来源: wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

