

冠昊生物 (300238.SZ)

公司快报

珠海祥乐并表拉动业绩增长，人工角膜下半年放量可期

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年实现营业收入 19,793 万元，同比增长 85.32%；归母净利润 2,570 万元，同比增长 66.44%。
- ◆ **珠海祥乐并表拉动业绩增长，人工晶体成长空间大**：公司 2017 年上半年业绩增长的主要原因是合并珠海祥乐带来的人工晶体 1.1 亿元的营业收入。珠海祥乐主营业务为人工晶体的进口和销售，是爱锐 (ARREN) 人工晶体中国总代理，该产品的市场份额在 20% 左右。随着我国人口的老龄化和白内障手术渗透率的增长，国内白内障人工晶体市场潜力巨大。目前发达国家的白内障复明手术率 (CSR) 已经超过 9000 例/百万人/年，而我国虽然近年来 CRS 呈现快速增长的趋势，2015 年达 1351 例/百万人/年，但与发达国家相比差距仍然较大，增量市场巨大。随着白内障手术市场规模的扩大，未来人工晶体仍将继续助力公司业绩的成长。此外，公司另一重要品种——生物型硬脑 (脊) 膜补片 2017 年上半年由于受到“两票制”的影响，销售额同比下降 25.88%，未来随着销售渠道的理顺，有望重新回到正常的增长轨道上来。
- ◆ **人工角膜下半年借力珠海祥乐放量可期**：角膜病是我国第二位致盲眼病，我国角膜病致盲患者约 400 万人，其中部分患者可通过角膜移植术复明。近年来我国角膜移植手术量增多，技术水平也明显提高，但目前角膜供体来源极度缺乏成为限制角膜移植手术普及的最大难题。公司参股子公司优得清 (持股 49.33%) 研发的脱细胞角膜植片是一种人工眼角膜，有望解决医院角膜供不应求的痛点。该产品于 2016 年 6 月上市，原材料是猪的眼角膜，经过技术处理解决了免疫排斥、保存等问题。该产品移植到人眼上后，人眼角膜剩余的部分逐渐与人工眼角膜融合，促进眼角膜的再生，从而达到治疗的目的。临床上脱盲的指标是视力恢复到 0.01，而该产品的临床结果显示，接受治疗的患者平均视力可恢复到 0.2 左右，远高于脱盲的标准，也是国内目前唯一的以脱盲为治疗标准的人工角膜产品 (竞争对手中国再生的人工角膜产品主要针对眼角膜溃疡，不能实现脱盲)。2017 年上半年脱细胞角膜植片的营销团队已经搭建完毕，加大了市场推广力度，同时公司也将借助珠海祥乐在眼科方面的渠道优势进一步促进该产品的销售，今年下半年有望放量。
- ◆ **销售费用有望逐步回落，增厚业绩**：由于近年陆续推出包括 ACI 人源软骨细胞修复技术 (2013)、艾瑞欧乳房补片 (2015)、免疫细胞存储技术 (2015)、脱细胞角膜植片 (2016) 等在内的多款新产品，公司的销售费用率持续走高，2017 年上半年更是高达 40%。随着新晋产品的逐步落地，未来几年公司的销售费用率有望回归正常水平，进一步增厚公司业绩。
- ◆ **投资建议**：不考虑非公开发行股票摊薄，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.34、0.63 和 0.91 元。考虑公司人工角膜优异的临床表现，我们给予公

医药 | 生物医药 III

投资评级	增持-B(首次)
6 个月目标价	25.5 元
股价(2017-07-28)	24.14 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,231.16
流通市值 (百万元)	4,413.03
总股本 (百万股)	265.16
流通股本 (百万股)	187.79
12 个月价格区间	21.10/49.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.28	-4.71	-28.78
绝对收益	-7.63	-9.01	-52.35

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

司增持-B 评级，6 个月目标价为 25.5 元，相当于 2017 年 75 倍的市盈率。

◆ **风险提示**：人工角膜销售不达预期，人工晶体后续增长低于预期，销售费用增长过快。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	226.2	312.8	531.7	742.0	929.0
同比增长(%)	18.8%	38.3%	70.0%	39.5%	25.2%
营业利润(百万元)	61.7	58.3	94.1	182.9	269.2
同比增长(%)	20.7%	-5.5%	61.5%	94.4%	47.2%
净利润(百万元)	63.4	65.4	90.8	167.2	240.8
同比增长(%)	26.5%	3.2%	38.9%	84.2%	44.0%
每股收益(元)	0.24	0.25	0.34	0.63	0.91
PE	98.3	95.3	68.8	37.4	25.9
PB	10.7	4.5	4.4	4.0	3.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	226.2	312.8	531.7	742.0	929.0	年增长率					
减:营业成本	40.9	68.4	132.9	160.7	212.2	营业收入增长率	18.8%	38.3%	70.0%	39.5%	25.2%
营业税费	2.7	4.8	6.4	9.8	12.5	营业利润增长率	20.7%	-5.5%	61.5%	94.4%	47.2%
销售费用	67.6	108.9	207.4	259.7	278.7	净利润增长率	26.5%	3.2%	38.9%	84.2%	44.0%
管理费用	54.1	55.7	86.0	126.0	154.0	EBITDA 增长率	27.2%	10.5%	34.9%	72.6%	41.8%
财务费用	-4.9	5.0	-0.6	-4.2	-5.8	EBIT 增长率	28.5%	11.5%	47.6%	91.2%	47.4%
资产减值损失	1.3	3.0	1.5	1.9	2.1	NOPLAT 增长率	28.4%	7.5%	47.6%	91.2%	47.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.1%	159.9%	12.9%	-3.5%	10.2%
投资和汇兑收益	-2.8	-8.6	-4.1	-5.2	-6.0	净资产增长率	16.7%	131.2%	1.3%	9.7%	11.8%
营业利润	61.7	58.3	94.1	182.9	269.2	盈利能力					
加:营业外净收支	12.5	19.1	13.3	15.0	15.8	毛利率	81.9%	78.1%	75.0%	78.3%	77.2%
利润总额	74.2	77.4	107.5	197.9	285.1	营业利润率	27.3%	18.6%	17.7%	24.7%	29.0%
减:所得税	11.7	14.6	20.3	37.4	53.8	净利润率	28.0%	20.9%	17.1%	22.5%	25.9%
净利润	63.4	65.4	90.8	167.2	240.8	EBITDA/营业收入	34.9%	27.9%	22.1%	27.3%	30.9%
						EBIT/营业收入	25.1%	20.2%	17.6%	24.1%	28.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	23.1%	12.3%	10.7%	7.4%	11.4%
货币资金	288.4	323.3	218.2	389.5	448.0	负债权益比	30.0%	14.0%	11.9%	8.0%	12.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.86	3.26	4.91	9.30	5.67
应收帐款	72.8	96.5	220.9	242.6	325.2	速动比率	2.75	2.92	3.96	8.66	4.66
应收票据	-	17.1	4.8	13.2	16.9	利息保障倍数	-11.62	12.55	-145.76	-42.57	-45.53
预付帐款	13.3	0.3	31.2	10.8	38.5	营运能力					
存货	14.3	50.9	114.9	48.6	179.0	固定资产周转天数	329	229	125	80	55
其他流动资产	0.8	3.5	1.6	2.0	2.4	流动营业资本周转天数	74	93	119	120	121
可供出售金融资产	-	78.0	26.0	34.7	46.2	流动资产周转天数	537	507	367	315	333
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	87	97	107	112	110
长期股权投资	98.9	160.0	213.3	272.5	330.4	存货周转天数	28	38	56	40	44
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,135	1,406	1,105	813	723
固定资产	203.7	193.6	176.5	153.8	131.5	投资资本周转天数	525	816	738	551	454
在建工程	1.6	3.6	4.2	5.4	6.4	费用率					
无形资产	58.0	51.0	46.0	36.6	29.4	销售费用率	29.9%	34.8%	39.0%	35.0%	30.0%
其他非流动资产	55.1	659.0	569.9	512.1	458.2	管理费用率	23.9%	17.8%	16.2%	17.0%	16.6%
资产总额	807.0	1,636.7	1,627.5	1,721.9	2,012.0	财务费用率	-2.2%	1.6%	-0.1%	-0.6%	-0.6%
短期债务	100.0	80.0	-	-	-	三费/营业收入	51.6%	54.2%	55.0%	51.4%	46.0%
应付帐款	14.6	36.4	89.7	41.0	136.5	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	4.7%	6.4%	10.7%	13.7%
其他流动负债	21.8	34.3	30.8	35.0	41.7	ROA	7.7%	3.8%	5.4%	9.3%	11.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	18.0%	13.0%	7.4%	12.5%	19.2%
其他非流动负债	50.0	50.8	52.8	51.2	51.6	分红指标					
负债总额	186.4	201.5	173.3	127.2	229.8	DPS(元)	-	0.08	0.07	0.11	0.21
少数股东权益	39.6	47.0	43.4	36.8	27.3	分红比率	0.0%	32.5%	19.1%	17.2%	22.9%
股本	247.0	265.8	265.8	265.8	265.8	股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%	0.9%
留存收益	343.2	1,123.5	1,145.0	1,292.1	1,489.2						
股东权益	620.6	1,435.2	1,454.2	1,594.7	1,782.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	62.5	62.8	90.8	167.2	240.8	EPS(元)	0.24	0.25	0.34	0.63	0.91
加:折旧和摊销	23.6	26.9	24.0	24.0	24.0	BVPS(元)	2.19	5.24	5.31	5.86	6.60
资产减值准备	1.3	3.0	-	-	-	PE(X)	98.3	95.3	68.8	37.4	25.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.7	4.5	4.4	4.0	3.6
财务费用	1.0	7.0	-0.6	-4.2	-5.8	P/FCF	176.1	-10.7	-51.6	30.0	49.1
投资损失	2.8	8.6	4.1	5.2	6.0	P/S	27.6	19.9	11.7	8.4	6.7
少数股东损益	-0.9	-2.6	-3.6	-6.6	-9.5	EV/EBITDA	71.2	67.5	51.0	28.6	19.9
营运资金的变动	-22.6	-89.8	-117.6	8.7	-146.1	CAGR(%)	37.0%	54.4%	20.3%	37.0%	54.4%
经营活动产生现金流量	67.9	62.2	-3.0	194.2	109.3	PEG	2.7	1.8	3.4	1.0	0.5
投资活动产生现金流量	-127.9	-434.0	45.4	-7.1	-12.9	ROIC/WACC	1.7	1.2	0.7	1.2	1.8
融资活动产生现金流量	121.6	406.2	-147.5	-15.9	-37.9						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn