

2019年6月10日

科创板医药生物系列之十七：佰仁医疗
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	78	92	111
(+/-)		17.7%	19.8%
营业利润	36	48	58
(+/-)		33.5%	21.4%
归属母公司净利润	31	42	50
(+/-)		35.4%	18.1%
EPS（元）	0.09	0.12	0.69

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

科创板已受理企业名单中，医药生物占据 27 席。截止 6 月 10 日，科创板已受理企业达 119 家，其中医药生物公司占 27 席，分别为：科前生物、安瀚科技、微芯生物、特宝生物等。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——佰仁医疗。佰仁医疗的主营业务为动物源性植介入医疗器械的研发与生产。

● **公司主营动物源性植介入医疗器械的研发与生产。**公司成立于 2005 年，是一家专注于动物源性植介入医疗器械研发与生产的高新技术企业，产品应用于心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗以及外科软组织修复。公司专注于动物源性材料处理技术的研究，借助动物组织工程和化学改性处理技术，逐步把公司打造成为动物源性植介入医疗器械的研发平台。目前，公司已获准注册生产 10 个 III 类医疗器械产品，在行业中处于领先地位。

● **外科手术的技术进步推动植介入医疗器械的良好发展。**随着传统外科手术的广泛应用、介入治疗技术的不断成熟，植介入医疗器械在心血管、骨科、神经外科等许多临床科室取得了迅速发展，已经成为我国医疗器械行业的核心组成部分。2017 我国心脏瓣膜手术量达到 65749 例，其中生物瓣用量约占 20-25%。我国作为先天性心脏病发病率较高的国家之一，心胸外科生物补片、封堵器和其他植入器材器械等具有较大市场规模和成长空间。随着医疗技术的进步，用于组织修复的生物材料逐渐成为未来人工生物材料的发展方向。

● **业绩增长稳定、盈利能力良好。**2016-2018 年公司营业收入维持稳定增长，2018 年实现营业收入 11065 万元、归母净利润 4985 万元、扣非净利润 4803 万元。近三年公司销售毛利率稳步提升，2018 年达到 91.05%。2018 年公司销售净利率为 44.82%，ROE 水平为 25.36%。总体来看，公司盈利能力良好。

● **风险提示：**行业监管风险；产品质量风险；技术风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

 邮箱：duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	3
3. 公司主营业务分析.....	4
4. 公司财务状况分析.....	6
5. 可比公司估值分析.....	8
6. 公司募投项目情况.....	8
7. 风险提示.....	9

图表目录

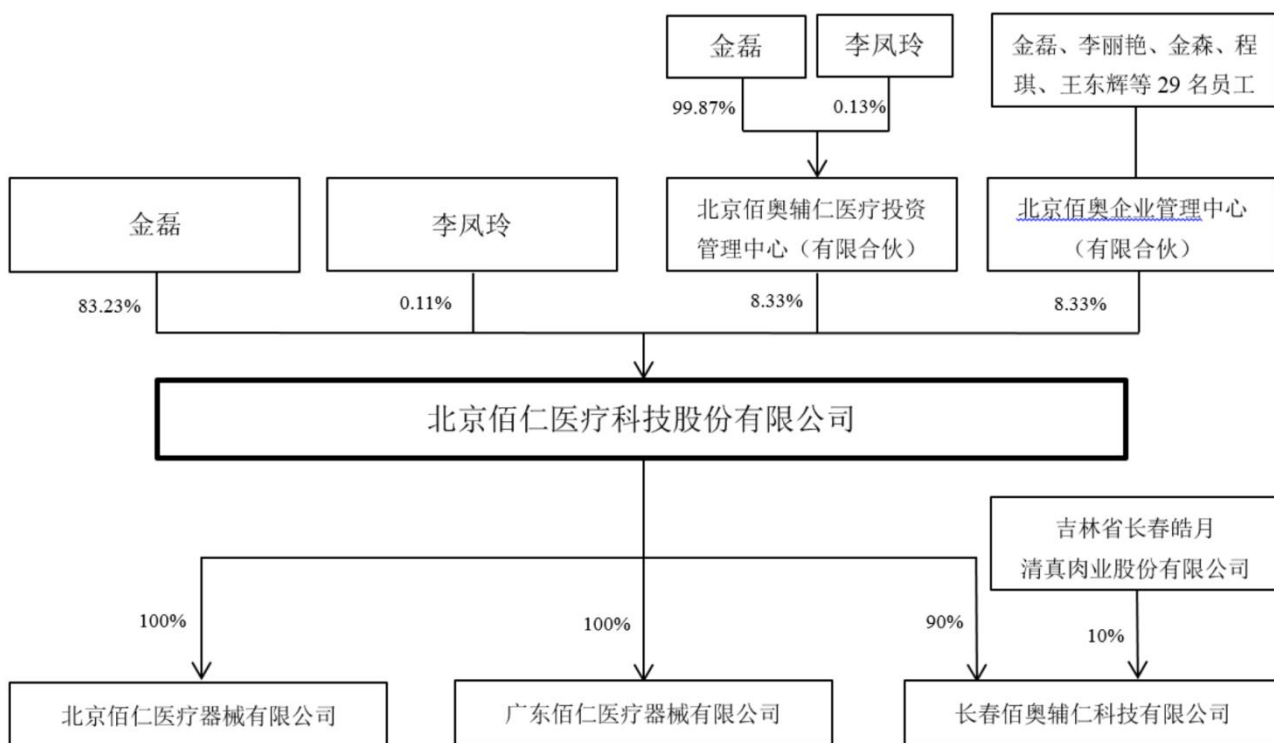
图表 1: 公司股权结构.....	3
图表 2: 公司产品以及产品使用范围.....	5
图表 3: 公司主营业务构成.....	6
图表 4: 2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）	6
图表 5: 2016-2018 年公司盈利能力分析	7
图表 6: 2016-2018 年公司研发投入情况	7
图表 7: 2016-2018 年公司资产负债状况	8
图表 8: 可比公司估值分析.....	8
图表 9: 公司募集资金用途.....	9

1. 公司概况

佰仁医疗成立于 2005 年，是一家专注于动物源性植介入医疗器械研发与生产的高新技术企业，产品应用于心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗以及外科软组织修复。

公司的控股股东为金磊先生，实际控制人为金磊先生及其配偶李凤玲女士。金磊先生直接持有本公司 83.23% 的股份，另通过佰奥辅仁投资与佰奥企业管理分别控制公司 8.33% 及 8.33% 的股权，李凤玲女士直接持有公司 0.11% 的股份，双方合计控制公司 100% 的股份。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2. 公司所处行业分析

随着传统外科手术的广泛应用、介入治疗技术的不断成熟，植介入医疗器械在心血管、骨科、神经外科等许多临床科室取得了迅速发展，已经成为我国医疗器械行业的核心组成部分。

据中国生物医学工程学会体外循环分会正式发布的《2017 中国心外科手术和体外循环数据白皮书》，全国能开展心外科手术的 708 家医院当年体外循环手术总量为 164,201 例，其中心脏瓣膜手术 65,749 例，同比增加 6.6%。参照阜外医院 2017 年心外科年度报告，全国生物瓣用量约占 20-25%，这一数据相当于 1993 年美国人工瓣膜市场生物瓣份额的占比，目前，全球生物瓣临床应用占比约为 75%，未来生物瓣发展空间大。

我国是世界上先天性心脏病发病率较高的国家之一，根据《中国心血管病报告 2017》，我国先心病患者推算为 200 万人。目前普遍认为先天性心脏病在足月活产儿的发病率是 0.6%~0.8%，我国每年有 12~20 万先心病患者出生。心胸外科生物补片、封堵器和其他植入器材器械等具有较大市场规模和成长空间。

目前，临床用于外科软组织修复植入材料有人造材料及生物材料两种，相对于人造材料如聚四氟乙烯补片、聚丙烯、涤纶补片等，动物源性生物材料保留了自然组织的结构，因而具有类似自然组织的结构和特性，可为自体组织自然修复提供组织支架，以获得足够的时间与空间实现组织自然修复，使修复后的软组织与原健康组织无区别，是未来人工生物材料的发展方向。

3. 公司主营业务分析

公司的产品主要为动物源性植介入医疗器械，包括人工生物心脏瓣膜、瓣膜成形环、外科生物补片和肺动脉带瓣管道等，产品一般应用于心胸外科手术、神经外科手术以及其他外科临床手术，替代或修复受损的组织或器官。

公司创立者金磊博士 30 余年来专注于动物源性材料处理技术的研究，原创性地提出并实现了对组织胶原蛋白分子游离羧基进行定量交联，最终形成动物组织工程和化学改性处理技术。依靠该项核心技术，不仅可使动物组织植入人体后抗排异、抗钙化、长期满足预期治疗要求，还可将动物组织处理成不同的植入产品，以满足人体不同部位组织或器官的修复与置换治疗需求。

凭借关键核心技术，金磊博士带领研发团队布局全瓣位瓣膜的修复与置换，同时拓展至先心病外科矫治以及外科多领域植入软组织修复，逐步把公司打造成为动物源性植介入医疗器械的研发平台。

公司已获准注册生产 10 个 III 类医疗器械产品，按治疗用途可分为三大类：心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病介入治疗、外科软组织修复。

公司的产品以其技术优势和已有经长期临床验证优势，为国内众多知名医院所使用，包括北京安贞医院、解放军 301 医院、广东省人民医院、中南大学湘雅医院、上海儿童医学中心等 300 余家三甲医院，公司同时与四川大学华西医院、郑州大学医学院附属医院等知名医院开展临床研究合作。

图表 2：公司产品以及产品使用范围

类别	产品名称	使用范围
心脏瓣膜置换与修复	牛心包瓣	用于替换病变、损伤、畸形或先前植入的主动脉瓣、二尖瓣和三尖瓣。
	猪主动脉瓣	用于替换病变、损伤、畸形或先前植入的主动脉瓣、二尖瓣。
	瓣膜成形环	用于二尖瓣、三尖瓣关闭不全的心外科手术治疗。通过瓣膜成形环的植入修复其瓣膜功能。
先天性心脏病介入治疗	肺动脉带瓣管道	用于心外科手术植入，重建右室流出道或替换先前植入的失功管道，以治疗右室流出道畸形或病变的患者。
	心胸外科生物补片	用于心外科（房、室间隔）修复，胸外科（肺减容手术）修复。
	涤纶补片	用于心外科手术修补各种原因所致的心房、心室间隔缺损。
	动脉导管未闭封堵器	用于动脉导管未闭的介入治疗。
	房缺封堵器	用于心房间隔缺损的介入治疗。
	心血管病封堵器输送系统	用于实施公司生产的动脉导管未闭封堵器和房缺封堵器的输送。
外科软组织修复	神经外科生物补片	用于神经外科手术植入硬脑（脊）膜修复。
	生物疝补片	用于开放式腹股沟疝修补术。

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 3：公司主营业务构成

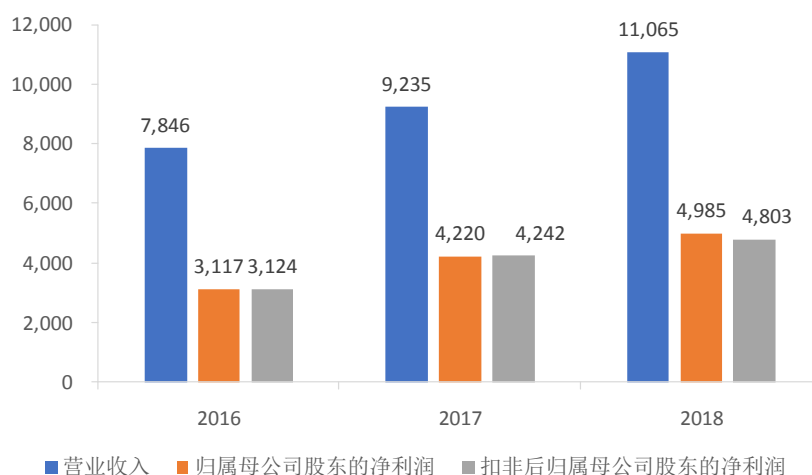
收入类型	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
心脏瓣膜置换与修复	2,603.69	23.59	1,664.30	18.07	991.43	12.64
先天性心脏病介入治疗	4,089.61	37.05	2,690.79	29.21	2,043.10	26.04
外科软组织修复	4,344.70	39.36	4,855.71	52.72	4,811.44	61.32
合计	11,038.01	100.00	9,210.80	100.00	7,845.97	100.00

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

4. 公司财务状况分析

2016-2018 年间，公司收入和利润维持稳定增长。公司 2018 年实现营业收入 11065 万元，同比增长 19.82%；归母净利润和扣非净利润达到 4985 万元和 4803 万元。

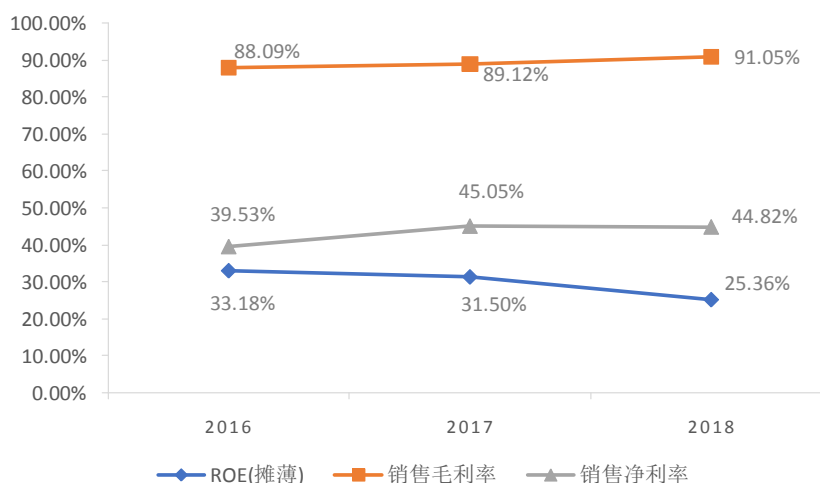
图表 4：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 年间，公司销售毛利率稳步提升，2018 年达到 91.05%，处于较高水平。2018 年销售净利率为 44.82%。近三年由于股东权益的增幅较大，公司的 ROE 水平呈现下降趋势，2018 年为 25.36%。总体来看，公司盈利能力良好。

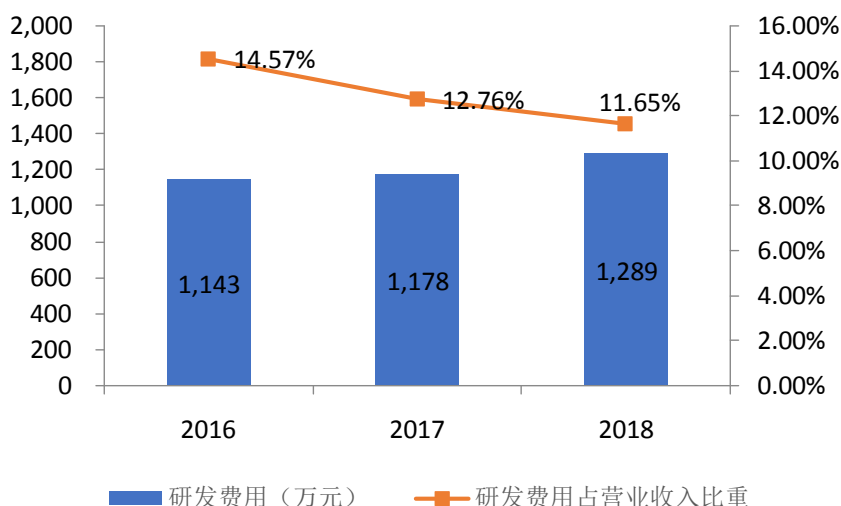
图表 5：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

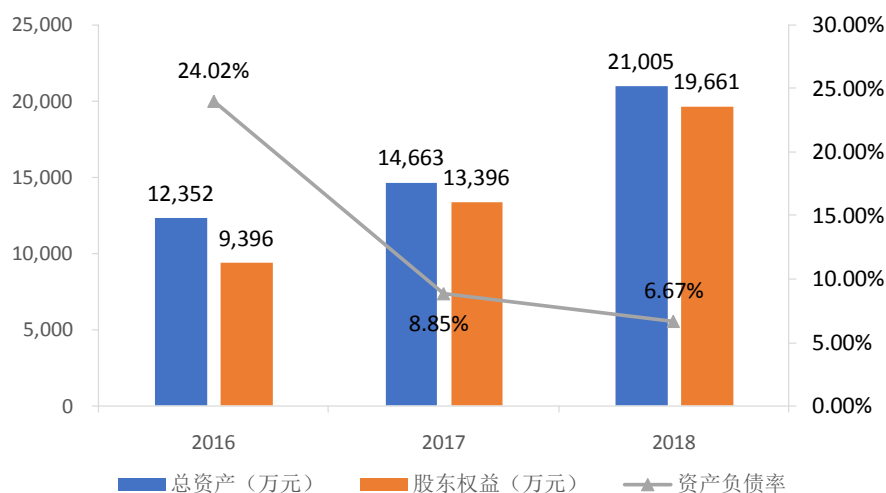
2016-2018 年间，公司的研发支出持续增加，2018 年达到 1289 万元，占营业收入比重为 11.65%。近三年，公司资产规模不断扩大，2018 年达到 2.10 亿元，股东权益增长至 1.97 亿元，资产负债率逐年降低，2018 年为 6.67%。

图表 6：2016-2018 年公司研发投入情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 7：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

5. 可比公司估值分析

根据公司产品特征和所处行业属性，选取正海生物、凯利泰和乐普医疗作为可比上市公司。从估值角度来看，可比公司的平均估值水平在 28 倍左右，处于合理水平。

图表 8：可比公司估值分析

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300653	正海生物	53.35	43	1.14	1.36	1.72	46.9	39.3	31.0
300326	凯利泰	8.78	63	0.67	0.43	0.56	13.0	20.5	15.8
300003	乐普医疗	20.66	368	0.84	0.96	1.27	24.6	21.6	16.3
	平均值						28.2	27.1	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（数据日期为 2019 年 6 月 10 日）

6. 公司募投项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行股票数量不超过 2400 万股，不低于本次发行完成后股份总数的 25%。募集资金扣除发行费用后拟投资于以下项目。

图表 9：公司募集资金用途

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金额	项目备案
1	昌平新城东区佰仁医疗二期建设项目	32,249.42	32,249.42	京昌经信委备[2019]13 号
2	补充流动资金	13,000.00	13,000.00	-
合计		45,249.42	45,249.42	-

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

7. 风险提示

- 1) 行业监管风险；
- 2) 产品质量风险；
- 3) 技术风险。

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>