

2025 年 04 月 25 日

证券研究报告•2024 年报及 2025 年一季报点评

冠昊生物（300238）医药生物

当前价：12.39 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 本维莫德销售有所承压，脑膜集采降价影响逐步消除

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报，实现营业收入 3.77 亿元(-6.6%)；归属于上市公司股东的净利润为 0.27 亿元（-11.6%）。同日，发布 2025 年一季报，2025 年一季度实现营业收入 9480 万元(+3.7%)；归属于上市公司股东的净利润为 0.15 亿元（+3.3%）。
- **本维莫德销售有所承压，特应性皮炎新适应症处于 III 期临床。**本维莫德 2024 年营业收入 3701 万元（-25.1%）。24 年由于新药竞争及推广力度不足，本维莫德未达预期。25 年开始公司将加大营销投入推广。在治疗银屑病方面，临床结果显示，本维莫德乳膏具有治疗效果好、不良反应小等优势。该药不仅疗效优于阳性对照，而且停药后复发率低，治愈后缓解期长，长期用药安全有效。本维莫德乳膏在 2020 年医保谈判中成功入围，医保支付标准为：138 元（10g:0.1g/支），2023 年成功续约，维持原医保支付标准不变，体现了国家对本维莫德乳膏临床价值的肯定与支持。除银屑病外，本维莫德还对多个重要疾病领域有广阔的应用前景，包括特应性皮炎、过敏性鼻炎、溃疡性结肠炎治疗领域等，特应性皮炎新适应症处于 III 期临床阶段。
- **脑膜业务受到集采影响，但影响在逐步消除。**分业务来看，2024 年脑膜建—生物型硬脑(脊)膜补片收入 7477 万元（-14.7%），B 型硬脑(脊)膜补片收入 7214 万元（+21.5%），胸普外科修补膜收入 3899 万元（-3.7%），代理板块收入 8669 万元（-2.2%），细胞技术服务收入 3948 万元（-21.5%），无菌生物护创膜收入 1335 万元（+21%），乳房补片收入 109 万元（-43.7%），护肤品收入 62 万元（-2.2%），其他租赁业务收入 1334 万元（-9.2%）。公司代理产品颅内压监测产品、手术床、多功能头架等市场开拓稳步推进，泪道栓塞项目取得医疗器械产品注册证书。
- **在研项目持续推进，“生物人工肝”完成项目验收。**公司在研的生物人工肝项目，目前正推进细胞药物的药学研究和体外支持装置等第三类医疗器械性能研究工作，并积极与相关医院等多方合作申请开展临床前研究。此外，公司正在“间充质干细胞在多种疾病治疗”方向上的前期研究，已与多家医疗单位合作推进间充质干细胞治疗项目的临床研究备案工作；同时，公司正积极推进“人类遗传资源样本库”的申报工作，将为今后新药研发、医学转化研究、生物与健康服务等领域的创新发展提供重要的科技平台支撑。
- **盈利预测：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.39/0.46/0.54 亿元。公司本维莫德业务有望迎来修复，脑膜集采降价影响逐步消除。建议持续关注。
- **风险提示：**本维莫德放量不及预期风险、耗材带量采购未中标或降价超预期风险、研发失败风险。

| 指标年度          | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 377.48  | 426.80 | 483.14 | 549.42 |
| 增长率           | -6.60%  | 13.07% | 13.20% | 13.72% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 27.42   | 38.52  | 45.67  | 54.32  |
| 增长率           | -11.57% | 40.51% | 18.56% | 18.94% |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.10    | 0.15   | 0.17   | 0.20   |
| 净资产收益率 ROE    | 3.55%   | 5.13%  | 6.16%  | 7.25%  |
| PE            | 123     | 87     | 74     | 62     |
| PB            | 6.19    | 5.40   | 5.09   | 4.77   |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰

执业证号：S1250524120002

电话：021-68416017

邮箱：chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 2.65      |
| 流通 A 股(亿股)   | 2.65      |
| 52 周内股价区间(元) | 8.29-15.2 |
| 总市值(亿元)      | 32.85     |
| 总资产(亿元)      | 7.64      |
| 每股净资产(元)     | 2.10      |

### 相关研究

1. 冠昊生物(300238):本维莫德较快增长，生物材料新产品快速放量 (2024-03-11)

## 盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2025-2027 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 药品板块（本维莫德）：24 年由于新药竞争及推广力度不足，本维莫德未达预期。25 年开始公司将加大营销投入推广，因此我们预计 2025-2027 年销量增速分别为 40%、30%、30%，预计毛利率 25-27 年维持稳定。
- 2) 自产生物材料板块：其中脑膜建—生物型硬脑(脊)膜补片受到集采的影响，收入有所下滑。冠朗 B 型硬脑(脊)膜补片未集采，整体增速保持稳健。预计后续脑膜集采的影响将逐步消除。预计 25-27 年销量增速分别为 10%、11%、11%。由于集采后带来的成本规模效应，预计毛利率 25-27 年维持稳定。
- 3) 代理板块：主要代理颅内压监测产品 ICP 等品类，预计 25-27 年销量增速分别为 10%、10%、10%，预计毛利率 25-27 年维持稳定。
- 4) 细胞技术服务：主要是细胞存储及科研合作与技术开发。整体行业增速较为稳定，预计 25-27 年销量增速分别为 15%、15%、15%，预计毛利率 25-27 年维持稳定。
- 5) 护肤品：从干细胞业务分离出来，产量暂时不大，预计 25-27 年销量增速分别为 15%、15%、15%，预计毛利率 25-27 年维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元         |     | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 药品板块<br>(本维莫德) | 收入  | 37     | 52    | 67    | 88    |
|                | 增速  | -25.1% | 40.0% | 30.0% | 30.0% |
|                | 毛利率 | 84.0%  | 84.0% | 84.0% | 84.0% |
| 自产生物材料板块       | 收入  | 200    | 220   | 243   | 270   |
|                | 增速  | -0.1%  | 9.6%  | 10.8% | 11.1% |
|                | 毛利率 | 90.2%  | 89.9% | 89.7% | 90.4% |
| 代理板块           | 收入  | 87     | 95    | 105   | 115   |
|                | 增速  | -2.2%  | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
|                | 毛利率 | 61.4%  | 61.4% | 61.4% | 61.4% |
| 细胞技术服务         | 收入  | 39     | 45    | 52    | 60    |
|                | 增速  | -21.5% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
|                | 毛利率 | 81.5%  | 81.5% | 81.5% | 81.5% |
| 护肤品            | 收入  | 1      | 1     | 1     | 1     |
|                | 增速  | -9.5%  | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 其他             | 收入  | 13     | 14    | 15    | 15    |
|                | 增速  | -9.2%  | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 合计             | 收入  | 377    | 427   | 483   | 549   |
|                | 增速  | -6.6%  | 13.1% | 13.2% | 13.7% |
|                | 毛利率 | 79.5%  | 79.5% | 79.7% | 80.3% |

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元）      | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 现金流量表（百万元）        | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 377.48        | 426.80        | 483.14        | 549.42        | 净利润               | 16.61         | 27.52         | 34.67         | 43.32         |
| 营业成本          | 77.53         | 87.37         | 98.08         | 108.49        | 折旧与摊销             | 21.60         | 40.92         | 41.69         | 42.64         |
| 营业税金及附加       | 5.26          | 5.98          | 6.76          | 7.69          | 财务费用              | 1.36          | 1.57          | 1.80          | 2.07          |
| 销售费用          | 157.46        | 176.36        | 197.52        | 223.20        | 资产减值损失            | -17.07        | -8.00         | -8.00         | -8.00         |
| 管理费用          | 57.17         | 62.89         | 70.43         | 78.89         | 经营营运资本变动          | 9.87          | -15.89        | -18.53        | -18.28        |
| 财务费用          | 1.36          | 1.57          | 1.80          | 2.07          | 其他                | 17.19         | 8.55          | -54.87        | 47.94         |
| 资产减值损失        | -17.07        | -8.00         | -8.00         | -8.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>49.55</b>  | <b>54.67</b>  | <b>-3.23</b>  | <b>109.70</b> |
| 投资收益          | 0.61          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 资本支出              | -93.15        | -30.00        | -20.00        | -30.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他                | 8.20          | -29.00        | -29.00        | -29.00        |
| 其他经营损益        | 9.58          | 5.00          | 5.00          | 5.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-84.95</b> | <b>-59.00</b> | <b>-49.00</b> | <b>-59.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>28.24</b>  | <b>45.87</b>  | <b>57.79</b>  | <b>72.20</b>  | 短期借款              | -4.50         | -0.01         | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -0.22         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 长期借款              | 63.98         | 10.00         | -5.00         | 2.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>28.02</b>  | <b>45.87</b>  | <b>57.79</b>  | <b>72.20</b>  | 股权融资              | -5.73         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 11.41         | 18.35         | 23.12         | 28.88         | 支付股利              | 0.00          | -5.48         | -7.70         | -9.13         |
| 净利润           | 16.61         | 27.52         | 34.67         | 43.32         | 其他                | -10.16        | 64.10         | 13.20         | 12.93         |
| 少数股东损益        | -10.81        | -11.00        | -11.00        | -11.00        | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>43.59</b>  | <b>68.60</b>  | <b>0.49</b>   | <b>5.79</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 27.42         | 38.52         | 45.67         | 54.32         | <b>现金流量净额</b>     | <b>8.38</b>   | <b>64.27</b>  | <b>-51.74</b> | <b>56.49</b>  |
|               |               |               |               |               |                   |               |               |               |               |
| 资产负债表（百万元）    | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 财务分析指标            | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
| 货币资金          | 106.78        | 171.05        | 119.31        | 175.80        | <b>成长能力</b>       |               |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 63.83         | 80.42         | 88.27         | 99.72         | 销售收入增长率           | -6.60%        | 13.07%        | 13.20%        | 13.72%        |
| 存货            | 78.46         | 77.42         | 168.83        | 154.39        | 营业利润增长率           | -16.90%       | 62.42%        | 25.97%        | 24.95%        |
| 其他流动资产        | 16.72         | 15.71         | 18.99         | 21.14         | 净利润增长率            | -21.19%       | 65.73%        | 25.97%        | 24.95%        |
| 长期股权投资        | 4.49          | 4.49          | 4.49          | 4.49          | EBITDA 增长率        | -23.35%       | 72.56%        | 14.63%        | 15.44%        |
| 投资性房地产        | 8.57          | 8.57          | 8.57          | 8.57          | <b>获利能力</b>       |               |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 322.08        | 329.57        | 326.28        | 332.04        | 毛利率               | 79.46%        | 79.53%        | 79.70%        | 80.25%        |
| 无形资产和开发支出     | 99.32         | 81.25         | 63.17         | 45.10         | 三费率               | 57.22%        | 56.42%        | 55.83%        | 55.36%        |
| 其他非流动资产       | 54.15         | 83.82         | 113.49        | 143.17        | 净利率               | 4.40%         | 6.45%         | 7.18%         | 7.89%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>754.40</b> | <b>852.29</b> | <b>911.40</b> | <b>984.42</b> | ROE               | 3.55%         | 5.13%         | 6.16%         | 7.25%         |
| 短期借款          | 20.01         | 20.00         | 20.00         | 20.00         | ROA               | 2.20%         | 3.23%         | 3.80%         | 4.40%         |
| 应付和预收款项       | 62.71         | 56.42         | 66.10         | 75.78         | ROIC              | 4.40%         | 6.57%         | 7.86%         | 9.73%         |
| 长期借款          | 76.00         | 86.00         | 81.00         | 83.00         | EBITDA/销售收入       | 13.56%        | 20.70%        | 20.96%        | 21.28%        |
| 其他负债          | 128.08        | 153.85        | 181.31        | 208.46        | <b>营运能力</b>       |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>286.81</b> | <b>316.27</b> | <b>348.41</b> | <b>387.24</b> | 总资产周转率            | 0.53          | 0.53          | 0.55          | 0.58          |
| 股本            | 265.16        | 265.16        | 265.16        | 265.16        | 固定资产周转率           | 1.57          | 1.35          | 1.55          | 1.78          |
| 资本公积          | 594.54        | 594.54        | 594.54        | 594.54        | 应收账款周转率           | 3.79          | 3.99          | 4.09          | 4.09          |
| 留存收益          | -270.95       | -237.91       | -199.94       | -154.75       | 存货周转率             | 0.53          | 0.59          | 0.61          | 0.60          |
| 归属母公司股东权益     | 542.36        | 621.79        | 659.76        | 704.94        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.45%       | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | -74.77        | -85.77        | -96.77        | -107.77       | <b>资本结构</b>       |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>467.59</b> | <b>536.02</b> | <b>562.99</b> | <b>597.18</b> | 资产负债率             | 38.02%        | 37.11%        | 38.23%        | 39.34%        |
| 负债和股东权益合计     | 754.40        | 852.29        | 911.40        | 984.42        | 带息债务/总负债          | 33.48%        | 33.52%        | 28.99%        | 26.60%        |
|               |               |               |               |               | 流动比率              | 1.49          | 1.89          | 1.93          | 1.99          |
|               |               |               |               |               | 速动比率              | 1.05          | 1.46          | 1.11          | 1.31          |
|               |               |               |               |               | 股利支付率             | 0.00%         | 14.23%        | 16.87%        | 16.82%        |
| 业绩和估值指标       | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | <b>每股指标</b>       |               |               |               |               |
| EBITDA        | 51.20         | 88.36         | 101.28        | 116.92        | 每股收益              | 0.10          | 0.15          | 0.17          | 0.20          |
| PE            | 122.53        | 87.21         | 73.56         | 61.84         | 每股净资产             | 2.05          | 2.34          | 2.49          | 2.66          |
| PB            | 6.19          | 5.40          | 5.09          | 4.77          | 每股经营现金            | 0.19          | 0.21          | -0.01         | 0.41          |
| PS            | 8.90          | 7.87          | 6.95          | 6.11          | 每股股利              | 0.00          | 0.02          | 0.03          | 0.03          |
| EV/EBITDA     | 64.02         | 36.19         | 31.74         | 26.77         |                   |               |               |               |               |
| 股息率           | 0.00%         | 0.16%         | 0.23%         | 0.27%         |                   |               |               |               |               |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                              |
|------|----------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

## 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

## 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

## 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

## 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 资深销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yflyu@swsc.com.cn    |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 高级销售经理     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
|    | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 资深销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 高级销售经理     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 马冰竹 | 销售经理       | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理  | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售经理    | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售经理    | 15602268757 | 15602268757 | lzt@swsc.com.cn      |