

分析师： 乔洋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 邹朋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

专注于再生型植入医疗器械的民营企业

事件描述

广东冠昊生物科技股份有限公司拟首次向社会公开发行人民币普通股 1,530 万股，发行后公司总股本为 6,110 万股，本次公开发行的股份占发行后总股本的比例为 25.04%。

中国再生型植入医疗器械领域的领军者

冠昊生物是一家专业从事再生医学材料及再生型医用植入器械研发、生产及销售的高科技企业。多年以来，公司在自主创新的再生医学材料平台上，始终致力于开发可替代、可修复人类组织与器官的再生型医用植入器械产品。

我国植入医疗器械行业进入门槛较高，植入器械行业市场潜力巨大

公司研发生产的再生型医用植入器械，属于知识密集型、资金密集型的第三类医疗器械（植入医疗器械），行业进入门槛较高。近年来，我国植入医疗器械已进入快速发展期，2006 年国内植入医疗器械总产值约为 200 亿元，2009 年国内植入医疗器械总产值已达到 400 亿元，年增长率超过 30%。由于我国人口基数大，据行业协会估算，未来 10 年内我国植入医疗器械行业将达到每年 1,500 亿元的市场规模，成为仅次于美国的世界第二大植入医疗器械市场。

公司拥有可观的市场地位和充足的产品储备

冠昊生物目前处于快速发展阶段，公司拥有成熟的再生医学材料平台和丰富的产业化经验，可开发出一系列高端再生型医用植入器械，产品储备充足。据中国医疗器械行业协会统计，2009 年公司生物型硬脑（脊）膜补片销售收入约占整个硬脑膜市场消费额的 40%，国内市场份额第一。公司已有三个膜类产品获国家药监局批准上市，正在研发的产品包括整形植入系列材料、骨填充材料、人工食管、小口径血管、人工韧带、神经导管等十多个产品，后续产品将在今后陆续推出市场，为公司的快速、持续发展提供了保证。

募集资金用于研发投入、产能扩建和营销网络建设，有助于公司持续增长

公司计划将募集资金投资再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目、无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目、营销网络扩建项目以及用于其他与主营业务相关的营运资金。项目建成后将有利于公司增强研发实力、抢占再生型医用植入器械领域的技术制高点，提升整体产能、促进公司产品结构调整，延伸营销网络、贴近销售终端，提升公司的核心竞争力和持续盈利能力。

给予公司 2011 年 EPS 30-35 倍估值，建议询价区间在 23.1 元 - 26.95 元

我们预计冠昊生物 2011-2013 年 EPS 分别为 0.77 元、1.07 元和 1.42 元，公司产品技术优势明显，研发能力出众；我国医用植入器械行业呈现高速增长态势，公司具有持续增长的能力，给予公司 2011 年 PE 30-35 倍估值，建议询价区间在 23.1 元至 26.95 元。

事件评论

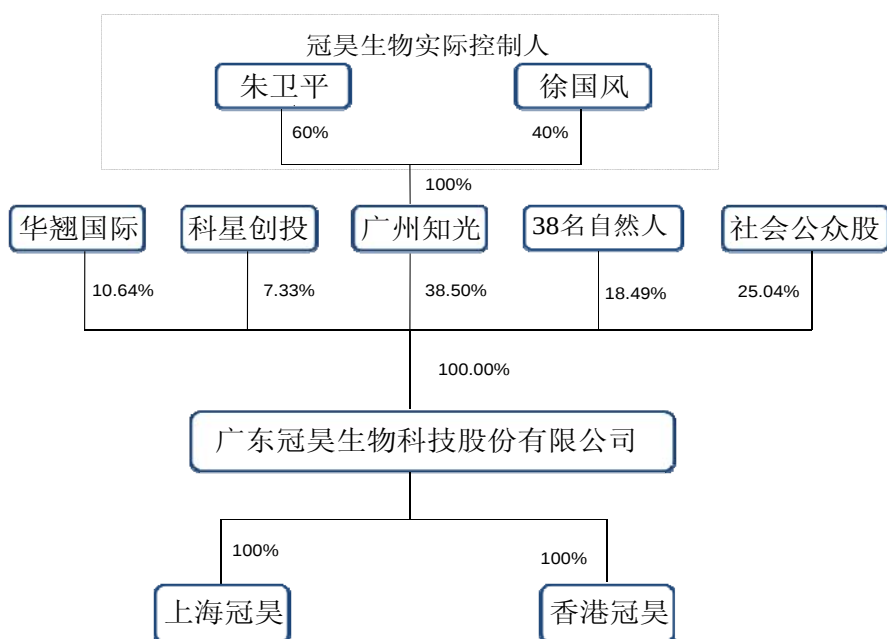
公司背景

管理层持股的民营企业

冠昊生物是一家专业从事再生医学材料及再生型医用植入器械研发、生产及销售的高科技企业。多年以来，公司在自主创新的再生医学材料平台上，始终致力于开发可代替、可修复人类组织与器官的再生型医用植入器械。2009 年公司主营产品生物型硬脑（脊）膜补片销售收入约占整个硬脑膜市场消费额的 40%，国内市场份额第一。公司目前已拥有 45 项专利（中国专利 28 项，海外专利 17 项），以及数十项专利申请。

公司是管理层持股的民营企业。本次向社会公开发行人民币普通股 1,530 万股，发行后公司总股本为 6,110 万股，公开发行的股份占比为 25.04%。公司实际控制人为朱卫平先生和徐国风先生，两人通过广东知光持有公司 2,352.55 万股，占发行前总股本比例为 51.37%。朱卫平先生为公司董事长兼总经理，徐国风先生为副董事长兼首席技术官，两人全面负责公司运作和产品研发，对公司形成了有效的共同控制。

图 1：发行后公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

中国再生型植入医疗器械行业领军者

作为一家专业从事再生医学材料及再生型医用植入器械研发、生产及销售的高科技企业，多年以来，冠昊生物在自主创新的再生医学材料平台上，始终致力于开发可代替、可修复人类组织与器官的再生型医用植入器械。

目前公司销售的产品为植入医疗器械中的膜类产品，包括生物型硬脑（脊）膜补片、胸普外科修补膜和无菌生物护创膜。在脑膜产品市场中，公司生物型硬脑（脊）膜补片自 2006 年 6 月上市以来，凭借优越的材料性能，打破了进口产品的垄断局面，在短短三年时间里市场占有率迅速提升，成为国内脑膜市场的第一品牌。根据中国医疗器械行业协会统计，2009 年公司生物型硬脑（脊）膜补片销售收入占整个脑膜市场消费额的近 40%，市场占有率第一；2010 年市场份额预计为 40%-45%，市场占有率保持第一，显示出公司在该领域市场的领先优势。

图 2: 公司主要产品示意图



生物型硬脑（脊）膜补片



无菌生物护创膜



胸普外科修补膜（B型）



胸普外科修补膜（P型）

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

表 1: 公司生产的主要产品及用途

产品名	主要用途
生物型硬脑（脊）膜补片	用于硬脑膜和硬脊膜的修补、加强和扩大，适用于颅脑、脊柱损伤，脑、脊柱肿瘤术后，脑出血术后，颅内高压减压、椎管内减压，硬膜下血肿及其它有需硬脑膜替代或加强的病症
胸普外科修补膜（P型）	适用于胸壁缺损修补及重建，食管胃吻合口包埋、支气管残端包埋、膈肌缺损修补重建、内脏包膜缺损修补；也适用于组织的固定、包埋、防渗、防瘘、防癌以及缺损组织的修补重建
胸普外科修补膜（B型）	
无菌生物护创膜	适用于皮肤烧、烫伤以及创伤、皮肤缺损所致深浅创面的治疗

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

表 2：2008-2010 年国内脑膜市场主要生产企业的市场份额

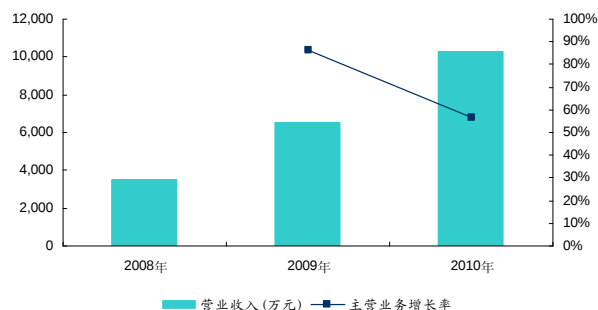
企业	市场份额		
	2008 年	2009 年	2010 年
冠昊生物	32%	40%	43%
进口品牌（德国贝朗医疗、美国强生公司等）	45%	30%	25%
北京天新福医疗器材有限公司	15%	20%	22%
其他企业	8%	10%	10%

资料来源：公司招股说明书，中国医疗器械行业协会，长江证券研究部

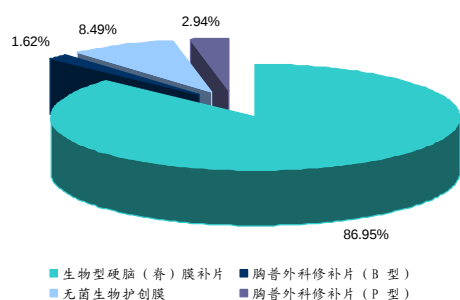
主营业务增长迅速，收入结构逐步改善

2008 年-2010 年，公司主营业务收入分别为 3,519.21 万元、6,556.90 万元和 10,261.81 万元，实现净利润 709.48 万元、1,441.69 万元和 3,234.11 万元。2009 年、2010 年公司主营业务收入分别较上期增长 86.32%、56.50%；净利润分别较上期增长 103.20%、124.33%。

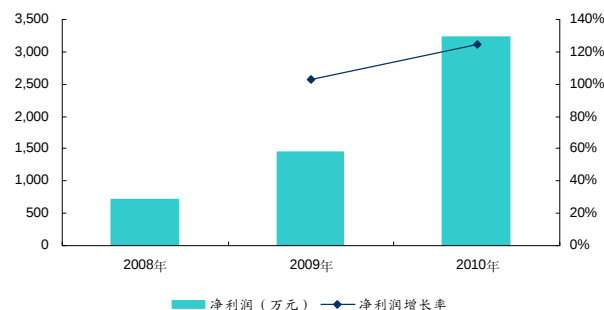
公司首个产品生物型硬脑（脊）膜补片市场占有率较高，是公司目前营业收入的主要来源。2008 年至 2010 年，生物型硬脑（脊）膜补片销售额分别为 3,514.62 万元、6,055.59 万元和 8,922.34 万元，占公司营业收入比例分别为 99.87%、92.35%和 86.95%。虽然目前生物型硬脑（脊）膜补片的销售收入占公司营业收入的比例仍然较大，但是公司产品胸普外科修补膜和无菌生物护创膜在报告期内销售增长较快，预计公司的收入结构会逐步改善。

图 3：公司主营业务收入增长情况（单位：万元）


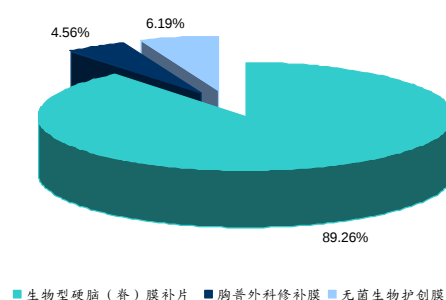
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 5：2010 年公司收入构成情况


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 4：公司净利润增长情况（单位：万元）


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 6：2010 年公司毛利构成情况


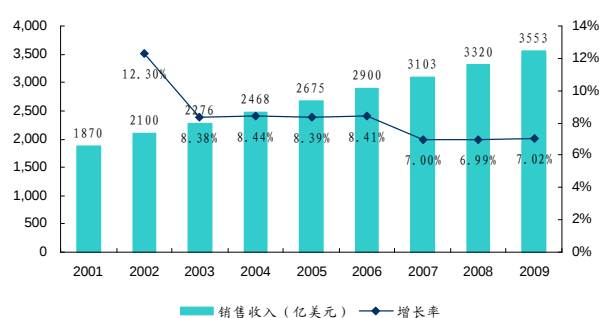
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

行业背景

市场潜力巨大，需求持续增长

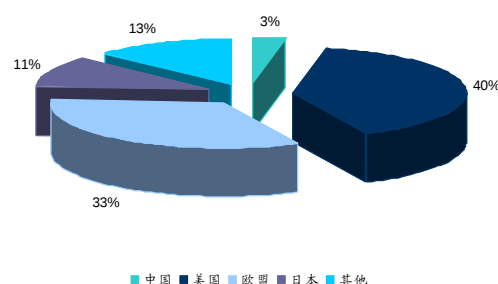
随着经济的发展、人口的增长、社会老龄化程度的提高、以及人们保健意识的不断增强，全球医疗器械市场需求持续快速增长。据欧盟医疗器械委员会的统计数字，全球医疗器械市场销售总额已从 2001 年的 1,870 亿美元迅速上升至 2009 年的 3,553 亿美元，年复合增速达 8.35%，全球医疗器械市场需求增长率超过同期 GDP 增幅。在全球医疗器械市场中，美国是全球最大的生产和消费市场，亚洲已成为最具发展潜力的市场，中国目前为仅次于美国、欧盟和日本的世界第四大医疗器械市场。

图 7：全球医疗器械产业持续快速增长



资料来源：欧盟医疗器械委员会，长江证券研究部

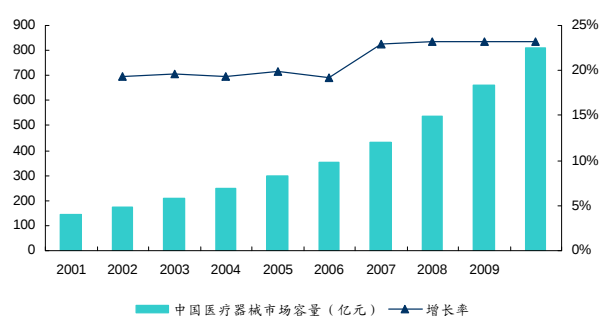
图 8：2008 年主要国家和地区医疗器械销售收入占比



资料来源：国家食品药品监督管理局信息中心，长江证券研究部

相较于发达国家，我国医疗器械工业基础薄弱，规模较小，发展较为滞后。但同时我国落后的医疗器械装备水平与社会日益增长的医疗需求间矛盾巨大，刺激了我国近年来医疗器械市场的快速增长。2000 至 2009 年，中国医疗器械产业整体规模增长 460%，年复合增长率为 21.06%，工业增加值在全国 GDP 中所占比重稳步上升。目前，我国整个医疗卫生服务开支占总 GDP 比重为 4.7% 左右，而发达国家一般在 10% 左右；我国医疗器械与药品的消费比例仅为 1:10，而发达国家该比例已达到 1:1。因此，我国医疗器械产业还存在较大缺口，市场发展空间极为广阔。

图 9：中国医疗器械市场高速发展，前景广阔



资料来源：中国医疗器械行业协会，长江证券研究部

图 10：我国卫生费用逐年增长，市场容量不断扩大



资料来源：公司招股说明书，卫生部，长江证券研究部

进入门槛较高，政府监管严格

公司研发生产的再生型医用植入器械，属于第三类医疗器械的高端产品，是医疗器械制造领域下细分行业。植入医疗器械行业属于多学科交叉、知识密集、资金密集型的高技术产业，进入门槛较高。中国作为最具潜力的医疗器械市场，目前中高端领域的植入医疗器械几乎为外国品牌所垄断。世界顶级的医疗器械制造商大多已在中国设有生产基地，且扩张势头日益增强。技术的限制以及管理上的较高要求，在市场容量一定的情况下，先入者形成的规模、技术和品牌优势将是后来者的行业进入壁垒。

表 3：我国医疗器械的分类

分类	定义	企业备案和许可	产品注册
第一类	通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械	向省、自治区、直辖市食品药品监督管理局备案	由设区的市级食品药品监督管理局审查批准，并发给产品注册证书
第二类	对其安全性、有效性应当加以控制的医疗器械	经省、自治区、直辖市食品药品监督管理局审查批准，并发给《医疗器械生产企业许可证》	由省、自治区、直辖市食品药品监督管理局审查批准，并发给产品注册证书
第三类	植入人体；用于支持、维持生命；对人体具有潜在危险，对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械		由国家食品药品监督管理局审查批准，并发给产品注册证书

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

由于医疗器械的使用直接影响到使用者的生命健康安全，医疗器械行业在国内和国外都受到严格管制。我国医疗器械监督管理实行分类管理，对医疗器械的生产采取生产许可证与产品注册制度。进入新世纪以来，国家有关部委连续颁布了一系列监管政策文件，以规范医疗器械行业的运作。

表 4：我国颁布的有关医疗器械行业的主要法律、法规

颁布时间	颁布部门	名称	目的和意义
2000 年 1 月	国务院	《医疗器械监督管理条例》	该条例的实施是我国医疗器械管理发展史上的里程碑，标志着我国医疗器械管理进入依法行政和监管的新阶段
2004 年 1 月	SFDA	《医疗器械临床试验规定》	加强对医疗器械临床试验的管理，维护受试者权益，保证临床试验结果真实、可靠
2004 年 7 月	SFDA	《医疗器械生产监督管理办法》	加强医疗器械生产的监督管理
2004 年 8 月	SFDA	《医疗器械注册管理办法》	规范医疗器械的注册管理，保证医疗器械的安全、有效
2007 年 4 月	SFDA	《医疗器械行业标准制修订工作规范（试行）》	加强对医疗器械行业标准制修订工作管理
2007 年 6 月	卫生部	《关于进一步加强医疗器械集中采购管理的通知》	政府和国有企业举办县级以上的非赢利性医疗机构使用的医疗器械，将全部由政府卫生行政部门统一评估、集中采购
2009 年 12 月	SFDA	《医疗器械生产质量管理规范（试行）》	加强医疗器械生产监督管理，规范医疗器械生产质量管理体系

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

细分行业前景明晰，下游市场空间广阔

公司所处的细分子行业植入性医疗器械行业是近年来增长较快的一个行业。医用植入器械作为病变组织或器官的替代品，是外科手术的基础。随着外科手术的发展，医用植入器械得到广泛应用。现代临床对植入医疗器械的要求越来越高，不仅要使植入体可以替代病变组织或器官，而且还希望能够诱导再生出全新的组织或器官。而优良的材料是制出高性能植入医疗器械的关键。传统的材料主要有合成高分子材料、天然高分子材料、金属与合金材料和复合材料，但是均存在不同程度的缺陷。国内外生物医学材料研究领域方向之一是以动物组织为原料的再生医学材料的研究，并利用该类材料研发出可再生和重建有生命的组织和器官的再生型医用植入器械产品。近年来，研发诱导组织再生的新型生物材料和再生型医用植入器械产品技术是本领域产业发展的方向。

表 5：可再生生物材料医疗器械的优点及发展趋势

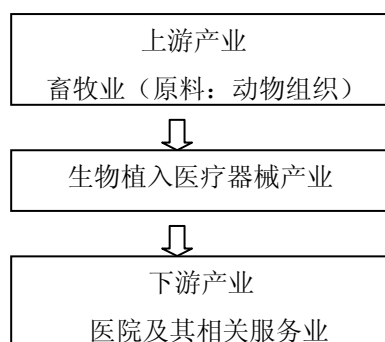
优点	发展趋势
使用动物组织作为原料，安全环保	提高材料的生物相容性，有效去除免疫原性
良好的组织相容性，不产生免疫排斥反应	提高生物稳定性及降解顺应性，达到组织生长速度与材料降解速度的合理匹配
良好的组织诱导性，能有效诱导组织再生	利用材料表面修饰等技术加强材料的诱导活性，有利于组织的生长和重塑
良好的力学顺应性及降解顺应性	增强力学顺应性，满足不同的临床应用对材料力学性能的要求

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

近年来，我国植入医疗器械已进入快速发展期。2006 年国内植入医疗器械总产值约为 200 亿元，2009 年国内植入医疗器械总产值已达到 400 亿元，年增长率超过 30%。由于我国人口基数大，据中国医疗器械行业协会估算，未来 10 年内我国植入医疗器械行业将达到每年 1,500 亿元的市场规模，成为仅次于美国的世界第二大植入医疗器械市场。

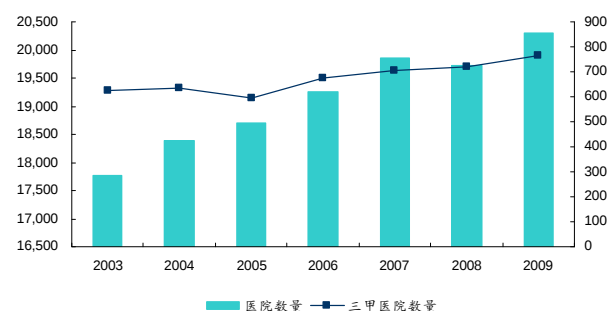
植入医疗器械最主要的下游用户是医院及整形美容院。我国医疗卫生事业随着国力的增强得到了长足的发展，近年来，医院总数及三级甲等医院数量整体呈现明显增加趋势。其中三级甲等医院是植入医疗器械的主要使用机构，等级较高的医院数量不断增加表明我国在高等级手术的执行能力上也逐渐增强，如神经外科手术、心脏手术等，这使得国内植入医疗器械的需求保持增长。此外，随着人民生活水平的提高，美容整形的需求迅速增长，各种医学美容整形机构数量也迅速增长，几乎每所医院都设有医学美容整形外科，还有众多私营美容整形诊所，医学美容市场潜力巨大。其中美容外科对于植入医疗器械的需求逐年稳定增长，未来这一市场将是植入医疗器械增长的重要领域。

图 11：生物植入医疗器械产业链示意图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 12：2003-2009 年我国医院和三甲医院数量变化图



资料来源：公司招股说明书，卫生部，长江证券研究部

国家大力扶持，政策不断倾斜

由于医疗器械是我国提高整体医疗卫生水平的重要组成部分，且研究投入大、时间长，因此国家在医疗器械领域，尤其在高端生物技术研发领域一贯给予大力支持。植入医疗器械是目前我国医疗器械领域中比较薄弱的环节，国外企业占据了植入医疗器械领域大部分市场，而我国在这方面的产品和技术相对落后。近年来，国务院、国家发改委相继发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》、《生物产业发展“十一五”规划》、《高技术产业化“十一五”规划》等纲领性文件，均明确要求对生物医用材料及植入医疗器械相关领域的研发和产业化给予积极鼓励和支持。

植入医疗器械行业市场潜力巨大，需求将持续增长。随着人类生活质量的提高，世界各国对医疗保健的需求越来越大，市场前景广阔。植入医疗器械产业在世界各国尤其是发达国家颇受重视。我国在植入医疗器械已经先后建立了一批具有高水平的、具有国际竞争力的国家重点实验室。项目单位将获得国家配套发展资金支持，同时可享受进口设备免征进口关税和进口环节增值税等优惠政策。其中，冠昊生物的再生型医用植入器械国家工程实验室名列其中，是我国第二批获批的国家工程研究中心及国家工程实验室项目。

表 6：目前我国植入医疗器械领域的重点实验室及其研究方向

实验室名称	项目单位	重点研究植入医疗器械领域
再生型医用植入器械国家工程实验室	冠昊生物	重点解决以动物组织为原料制备再生型生物材料及再生型医用植入器械的共性关键技术难题，为再生型医用植入器械的发展提供强有力的技术支撑
医用植入器械国家工程实验室	威高集团	开展医用植入器械领域重大关键共性技术研究，形成具有市场化前景、自主知识产权的产品工程化技术和工艺流程，开发骨科植入物、人工关节、心血管冠脉药物涂层支架等新型产品，并建立相应的技术标准体系
金属基复合材料国家重点实验室	上海交大	研究项目涉及复合材料制备科学、特种能源材料、环境材料、新型电子封装材料、生物医用材料、隐身复合材料和无机/聚合物混杂复合材料等
深圳市生物医用材料及植入器械重点实验室	清华大学深圳研究生院	研究生物医用材料及植入器械

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

企业竞争优势分析

优异的产品性能，较高的市场份额

公司自主研发的新型再生医学材料具有成分及结构与人体高度相似，生物相容性好、生物力学顺应性优良、无免疫排斥反应等优异性能。以该材料制成的产品植入人体后能与组织长为一体，最终同化为自身组织，实现对缺损组织的再生性修复，解决了现有产品植入人体后成为体内永久异物的问题，深受医生和患者的欢迎。

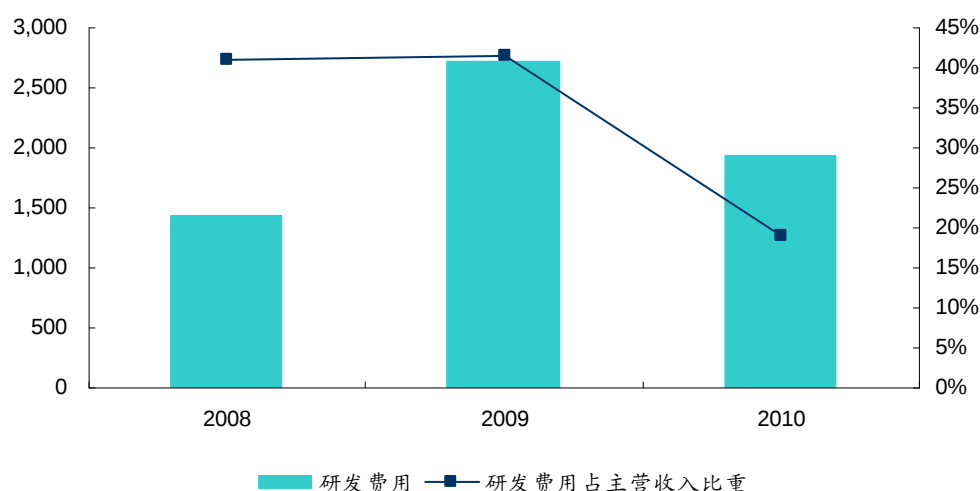
公司产品生物型硬脑（脊）膜补片 2006 年 6 月上市以来，打破了进口产品的垄断局面，在短短三年时间里市场占有率迅速提升，成为国内脑膜市场的第一品牌。据中国医疗器械行业协会统计，2009 年公司生物型硬脑（脊）膜补片销售收入约占整个硬脑膜市场消费额的 40%，国内市场份额第一。公司主要客户涵盖神经外科权威医院首都医科大学附属北京天坛医院、复旦大学附属华山医院，以及众多三级甲等重点医院。公司凭借优异的材料性能和先导产品市场占有率第一的竞争优势，实现了高速增长。

先进的原创技术，优秀的研发能力

公司视研发能力为最重要的核心竞争力，投入大量人力、物力、财力，以增强公司的研发实力。公司经过多年的创新研究，在再生医学材料的技术领域取得突破，率先研发了一系列原创专利技术。公司拥有的四大核心技术：组织固定技术、多方位除抗原技术、蛋白质力学改性技术及组织诱导技术有效解决了动物组织作为生物材料的应用中存在的一系列难题，将动物组织加工成稳定性高、生物相容性好、力学顺应性优、能诱导组织再生的新一代天然生物材料（再生医学材料）。公司应用这些原创的核心技术开发出一系列再生型医用植入器械产品，已投产上市的三个产品因其优异的性能在大规模的临床应用中获得很好的应用效果，深受广大医生和患者的好评。

公司建立了完善的知识产权保护体系，目前已拥有 45 项专利（中国专利 28 项，海外专利 17 项），以及数十项专利申请。公司拥有一支富有创新精神的研发团队，整个研发团队有全职员工 42 人，占公司员工总数 21.76%。公司依托国家工程实验室的建设和自身研发优势，将迅速形成冠昊生物的品牌优势，占领再生型医用植入器械领域的技术制高点，确保公司技术水平在今后长期处于行业领先地位。公司拥有的世界先进的原创技术和保持领先技术水平的研发能力是公司未来发展的最大竞争优势。

图 13：公司 2008-2010 年研发费用及其占主营业务收入比重示意图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

技术产业化经验成熟，产品储备多元优势明显

公司在十年的发展历程中，自主研发了一系列世界先进的核心技术，并在再生型植入医疗器械领域积累了丰富的产业化经验，打造了从基础研究—产业化研究—产品临床—规模生产—市场推广的完整产业化链条。2008 年 10 月，冠昊生物“再生型生物膜高技术产业化”项目，被国家发改委正式列入国家高技术产业化示范工程，公司在产业化方面的成功经验得到了认可和支持。随着产业化示范工程项目的实施，通过生产一系列具有领先技术水平和优异性能的再生型生物膜（包括生物型人工硬脑（脊）膜、生物型人工胸膜、生物型人工腹膜、生物型护创膜以及生物型人工皮肤等），将能够诱导自身组织生长的再生型生物膜广泛应用于临床，可改善和提高公司现有医用植入器械产品的性能，也将极大地推动公司再生型医用植入器械的产业化发展。

冠昊生物目前处于快速发展阶段，拥有充足的产品储备。公司已有三个膜类产品获国家药监局批准上市，正在研发的产品包括整形植入系列材料、骨填充材料、人工食管、小口径血管、人工韧带、神经导管等十多个产品。未来三年，公司将重点研发市场前景广阔的医学整形美容、妇科盆底功能重建领域新产品。这些产品的研发并投产，为冠昊生物提供了充足的后续产品，使公司拥有多个潜在的盈利增长点，为公司经营业绩的持续增长提供了有力保障。

募集资金用于科研投入、产能扩建以及营销网络建设

公司近几年业务发展迅速，为了保证公司的后续发展，公司计划将募集资金投资再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目、无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目、营销网络扩建项目以及用于其他与主营业务相关的营运资金，募投资金总额预计达 10,775 万元。

表 7：本次发行募集资金投资项目（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金投资额	项目建设期
再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目	6,010	3,800	3 年
无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目	2,320	2,020	2 年
营销网络扩建项目	4,955	4,955	2 年
其他与主营业务相关的营运资金	--	--	--

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

本次募集资金投资项目中，再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目有利于保持并进一步提升冠昊生物在本领域的技术优势，公司也将依托国家工程实验室的研发优势，抢占再生型医用植入器械领域的技术制高点，增强企业的核心竞争力；无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目的实施，将有效提升公司整体生产能力和制造水平，提高公司产品的市场占有率，促进公司产品结构调整，大幅提升公司营业收入与利润水平，实现公司快速可持续发展；营销网络扩建项目有助于迅速提升公司销售渠道建设及售后服务能力，将有效提升公司盈利能力、提高企业市场竞争力和品牌影响力。募集资金项目的建成将提高公司在再生型植入医疗器械领域的领先地位、综合竞争实力，公司在行业内的竞争优势将得到显著增强。

风险提示

- 营业收入目前主要依赖首个产品的风险：**公司首个产品生物型硬脑（脊）膜补片是公司目前营业收入的主要来源，2008 年、2009 年和 2010 年其销售收入占公司营业收入比例分别为 99.87%、92.35%和 86.95%。一旦神经外科（脑外科）医疗市场发生重大波动，或者由于替代产品的出现导致市场对发行人生产的生物型硬脑（脊）膜补片需求大幅减少，或者由于竞争对手新一代产品的推出导致公司现有主要产品竞争优势丧失，或者由于发生医疗责任事故，导致发行人主要产品销售受限，都将对发行人的经营业绩产生重大影响。
- 新产品取得注册证的风险：**公司所处的医用植入器械行业，其新产品从开发到获得国家食品药品监督管理局批准的产品注册证，期间要经过若干环节，整个周期较长。如果不能获得产品注册证或逾期获得产品注册证，将会影响公司新产品的推出，对公司未来经营业绩产生一定的影响。
- 政策变化风险：**医疗器械行业直接影响到使用者的生命健康安全，属于国家重点监管行业。随着医疗卫生体制改革的进一步深入，新的医药管理、医疗保障政策将陆续出台，这些政策的变化可能导致公司产品的销售地区、销售价格受到限制，将可能对公司经营造成影响。

盈利预测

核心假设

1. 公司的募投项目能够按照计划完成
2. 公司研发中的新产品能够按计划上市
3. 公司主导产品所在市场不会发生重大变化，产品销售稳定增长，毛利率保持稳定

表 8: 产品销售假设 (单位: 万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
生物型硬脑（脊）膜补片	3,514.62	6,055.59	8,922.34	12,045.16	15,899.61	20,510.50
增长率		72.30%	47.34%	35.00%	32.00%	29.00%
毛利率	94.42%	95.28%	95.37%	95.00%	95.00%	95.00%
胸普外科修补膜（P 型）	4.59	84.35	301.53	753.83	1,507.65	2,563.01
增长率		1737.69%	200.00%	150.00%	100.00%	70.00%
毛利率	94.65%	93.30%	92.89%	93.00%	93.00%	93.00%
胸普外科修补膜（B 型）	0.00	146.57	166.09	232.53	302.28	392.97
增长率			13.32%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	94.65%	93.30%	92.89%	93.00%	93.00%	93.00%
无菌生物护创膜	0.00	269.64	871.59	1,656.02	2,649.63	3,709.49
增长率			223.24%	90.00%	60.00%	40.00%
毛利率	0.00%	66.93%	67.66%	67.50%	67.50%	67.50%
其他收入	0.00	0.75	0.26	0.29	0.31	0.35
增长率			-65.33%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率			69.17%	70.00%	70.00%	70.00%
总计	3,519.21	6,556.90	10,261.81	14,687.82	20,359.49	27,176.30
增长率		86.32%	56.50%	43.13%	38.61%	33.48%
综合毛利率	94.42%	94.04%	92.90%	91.76%	91.24%	91.03%

申购建议

我们预计冠昊生物 2011-2013 年 EPS 分别为 0.77 元、1.07 元和 1.42 元，公司产品技术优势明显，研发能力出众；我国医用植入器械行业呈现高速增长态势，公司具有持续增长的能力，给予公司 2011 年 PE 30-35 倍估值，建议询价区间在 23.1 元至 26.95 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	103	147	204	272	货币资金	60	509	527	569
营业成本	7	12	18	24	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	95	135	186	247	应收账款	42	60	83	111
% 营业收入	92.9%	91.8%	91.2%	91.0%	存货	2	3	5	6
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	14	12	18	24
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	30	42	57	75	流动资产合计	118	584	633	710
% 营业收入	29.3%	28.4%	28.0%	27.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	42	58	76	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	29.8%	28.9%	28.4%	27.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	-1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	-0.4%	-0.7%	-0.5%	固定资产合计	73	102	137	170
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	36	34	32	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	34	51	72	97	其他非流动资产	5	9	14	19
% 营业收入	33.0%	34.6%	35.3%	35.7%	资产总计	236	728	816	930
营业外收支	4	4	4	4	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	38	54	76	101	应付款项	0	0	0	0
% 营业收入	36.7%	37.1%	37.2%	37.2%	预收账款	1	1	2	3
所得税费用	5	8	11	14	应付职工薪酬	2	3	5	6
净利润	32	47	65	87	应交税费	7	11	15	20
归属于母公司所有者					其他流动负债	31	43	60	79
的净利润	32.3	46.8	65.1	86.9	流动负债合计	42	59	82	109
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	9	9	9	9
EPS (元/股)	0.53	0.77	1.07	1.42	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	40	40	40	40
经营活动现金流净额	34	51	59	83	负债合计	91	108	131	158
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	145	620	685	772
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	145	620	685	772
固定资产投资	-33	-31	-42	-43	负债及股东权益	236	728	816	930
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-33	-31	-42	-43		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.529	0.766	1.066	1.422
股权融资	36	428	0	0	BVPS	3.17	13.54	11.22	12.64
银行贷款增加 (减少)	9	0	0	0	PE	53.37	36.88	26.50	19.87
筹资成本	0	1	1	1	PEG	1.37	0.95	0.68	0.51
其他	-16	0	0	0	PB	8.92	2.09	2.52	2.24
筹资活动现金流净额	29	429	1	1	EV/EBITDA	43.03	22.43	15.35	10.89
现金净流量	29	449	19	42	ROE	22.3%	7.5%	9.5%	11.3%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。