

2023年04月24日

Q1 业绩受需求择期等影响下滑，强销售高质量有望恢复后优先获益

正海生物(300653)

事件概述

公司发布 2023 年一季度报告，实现营业收入/归母净利润 1.09/0.53 亿元，分别同比下降 7.35%/2.95%，我们认为主要系多地种植体集采预计 4 月陆续落地实施，导致需求择期后延进而影响公司口腔膜和骨出货量所致。

►单季度净利率处于近年高位水平，持续践行研发驱动

报告期内公司实现毛利率 89.78%，同环比提升 0.72/1.1pp，实现净利率 48.95%，同环比提升 2.22/16.23pp，净利率为近年来单季度高位水平，一季度期间费用率相比于去年同期提升 2.59pp 至 39.61%，主要系进入临床阶段的研发项目较多导致研发费用同比增长 56.26%，研发费用率由 6.43% 提升至 10.84%，2 月 21 日，公司口腔修复膜完成首例受试者随机入组，正式进入临床试验，3 月 21 日，公司磷酸酸蚀剂收到山东省药监局医疗器械注册申请受理通知，持续践行创新驱动战略，丰富扩大口腔、骨科及神经外科领域竞争优势。

►持续销售网络强化，种植牙集采落地有望优先获益

公司自第一款产品海奥口腔修复膜 2007 年上市以来，不断优化的人才队伍实现了日益专业化的学术推广能力，截止 2021 年底全国范围内拥有经销商 1100 余家，产品已在 31 个省份实现省级挂网（其中外科用填充海绵 16 个省份），日益壮大的销售网络为销售稳健增长奠定坚实基础，我们认为种植牙集采落地后将带动渗透率提升，进而拉动对口腔膜和骨的需求增长，公司有望凭借强大销售渠道及高质量产品优先获益。

投资建议

考虑到种植牙集采落地后渗透率提升对公司口腔膜和骨需求的驱动，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现营业收入 5.64/7.26/8.89 亿元，同比增长 30.2%/28.7%/22.5%，实现归母净利润 2.46/3.10/3.70 亿元，同比增长 32.8%/26.0%/19.4%，2023-2025 年对应每股收益分别为 1.37/1.72/2.06 元，对应 2023 年 4 月 24 日 45.45 元的收盘价，PE 分别为 33/26/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

集采超预期等行业政策风险、新产品研发注册风险、主要产品较为集中风险、产品质量及动物疫情风险等。

盈利预测与估值

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	45.45
股票代码:	300653
52 周最高价/最低价:	62.6/37.9
总市值(亿)	81.81
自由流通市值(亿)	81.81
自由流通股数(百万)	180.00



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

分析师：陈晨

邮箱：chenchen3@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080004

联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】正海生物点评报告：口腔膜业务稳定增长，产品创新兼销售拓展助力可持续发展

2023.04.12

2. 【华西医药】正海生物：业绩增长稳健，活性骨获批再增潜力大单品

2022.10.27

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	400	433	564	726	889
YoY (%)	36.4%	8.3%	30.2%	28.7%	22.5%
归母净利润(百万元)	169	185	246	310	370
YoY (%)	42.4%	10.0%	32.8%	26.0%	19.4%
毛利率 (%)	89.1%	88.7%	87.1%	86.3%	85.0%
每股收益 (元)	0.94	1.28	1.37	1.72	2.06
ROE	21.5%	21.4%	22.2%	20.0%	17.9%
市盈率	48.35	35.51	33.23	26.37	22.09

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	433	564	726	889	净利润	185	246	310	370
YoY (%)	8.3%	30.2%	28.7%	22.5%	折旧和摊销	20	74	87	99
营业成本	49	73	99	133	营运资金变动	-10	54	30	43
营业税金及附加	4	5	6	8	经营活动现金流	188	369	420	504
销售费用	117	141	181	222	资本开支	-56	-50	-50	-50
管理费用	30	37	48	59	投资	-98	0	0	0
财务费用	-1	-3	-3	-4	投资活动现金流	-138	-44	-43	-41
研发费用	38	49	62	76	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	10	6	7	9	筹资活动现金流	-106	0	0	0
营业利润	212	280	353	421	现金净流量	-56	324	377	463
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	212	280	353	421	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	27	34	42	51	成长能力				
净利润	185	246	310	370	营业收入增长率	8.3%	30.2%	28.7%	22.5%
归属于母公司净利润	185	246	310	370	净利润增长率	10.0%	32.8%	26.0%	19.4%
YoY (%)	10.0%	32.8%	26.0%	19.4%	盈利能力				
每股收益	1.28	1.37	1.72	2.06	毛利率	88.7%	87.1%	86.3%	85.0%
					净利率	42.8%	43.6%	42.7%	41.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	18.8%	18.5%	16.8%	15.1%
货币资金	82	407	784	1,247	净资产收益率 ROE	21.4%	22.2%	20.0%	17.9%
预付款项	3	4	5	7	偿债能力				
存货	41	60	82	109	流动比率	6.72	5.29	5.39	5.41
其他流动资产	584	608	629	650	速动比率	6.31	4.98	5.08	5.10
流动资产合计	710	1,078	1,500	2,013	现金比率	0.78	2.00	2.82	3.35
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	12.3%	16.5%	15.9%	15.8%
固定资产	213	191	287	389	经营效率				
无形资产	37	35	33	31	总资产周转率	0.44	0.42	0.39	0.36
非流动资产合计	277	253	346	447	每股指标 (元)				
资产合计	987	1,331	1,846	2,460	每股收益	1.28	1.37	1.72	2.06
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.81	6.17	8.62	11.51
应付账款及票据	59	139	191	255	每股经营现金流	1.04	2.05	2.33	2.80
其他流动负债	47	64	87	116	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	106	204	278	372	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	35.51	33.23	26.37	22.09
其他长期负债	16	16	16	16	PB	8.95	7.36	5.27	3.95
非流动负债合计	16	16	16	16					
负债合计	122	220	294	388					
股本	180	180	180	180					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	865	1,111	1,552	2,072					
负债和股东权益合计	987	1,331	1,846	2,460					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

陈晨：西交大制药工程、经济学复合背景，山大税务硕士，曾就职于渤海证券，2021年8月加入华西证券，主要负责医疗器械领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。