

正海生物（300653）：口腔膜保持高速增长，生物骨业绩高弹性可期

2019年08月22日

推荐/维持

正海生物 公司报告

报告摘要：

事件：公司2019年半年报实现营业收入1.33亿元，同比增长26.09%；实现归属上市公司股东的净利润0.51亿元，同比增长27.55%，扣非后净利润0.49亿元，同比增长25.30%；实现经营活动产生的现金流净额0.40亿元，同比增长16.25%；EPS为0.64元。

业绩稳健增长符合预期，口腔膜继续保持高增速。公司上半年产品综合销量达到17.66万片/瓶，同比增长37.25%，销售收入实现1.33亿元，同比增长26.09%。口腔修复膜产品增长超过行业平均增长速度，销售收入占比48.49%，同比增长28.51%，产品毛利率为93.52%，其中应用于种植牙的小规格产品持续受益于国内种植牙行业高速发展，收入增长高于颌面外科修复膜产品。生物膜产品中脑膜贡献主要利润，脑膜产品是开颅手术的必需用品，公司通过前期市场开拓已形成较稳定的客户依赖，销售收入占比43.56%，同比增长18.99%，产品毛利率为94.20%。在营销模式上，公司加强销售团队的建设，稳步提升高毛利率的直销模式占比，上半年经销模式贡献利润0.93亿元，占比为69.81%，直销模式贡献利润0.40亿元，占比为30.19%。报告期内，公司不断加强市场开拓力度，共召开150余场学术会议，销售费用达到0.53亿元，同比增长32.45%，促成产品投标成功率达到90%以上，实现新挂网品规90余个。

独家活性生物骨进入技术评审阶段，储备品种研发有序进行。公司九项主要在研项目按计划展开，其中进入优先审评的活性生物骨在2019上半年通过质量管理体系的现场考核，在技术评审方面，已经分别完成器审、药审中心技术的初步评审，预计按期在2020年获得注册证。引导组织再生膜项目已经全部完成临床入组工作，鼻腔止血材料项目已进入临床试验的病例入组阶段，预计到2021年均可获得注册证；预计其余6项在研产品将在2023年-2025年间顺利上市。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	182.78	215.54	283.96	374.88	496.47
增长率（%）	21.35%	17.92%	31.74%	32.02%	32.43%
净利润（百万元）	61.67	85.82	117.63	162.44	224.60
增长率（%）	35.63%	39.15%	37.07%	38.09%	38.27%
净资产收益率（%）	12.76%	16.22%	18.90%	21.63%	24.17%
每股收益（元）	0.86	1.07	1.47	2.03	2.81
PE	64.10	51.52	37.49	27.15	19.64
PB	9.13	8.34	7.09	5.87	4.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

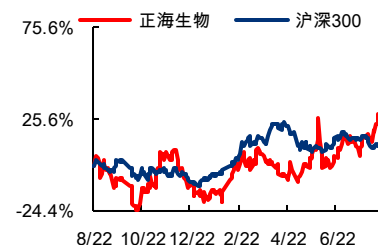
公司简介：

公司是我国再生医学领域领先企业，是山东省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定的高新技术企业，建有山东省医用再生修复材料工程技术研究中心、山东省企业技术中心。

交易数据

52周股价区间（元）	69.29-53.4
总市值（亿元）	55.43
流通市值（亿元）	29.99
总股本/流通A股（亿股）	8000/4328
流通B股/H股（亿股）	/
52周日均换手率	3.12

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：李勇

010-66554041

liyong_yjs@dxzq.net.cn

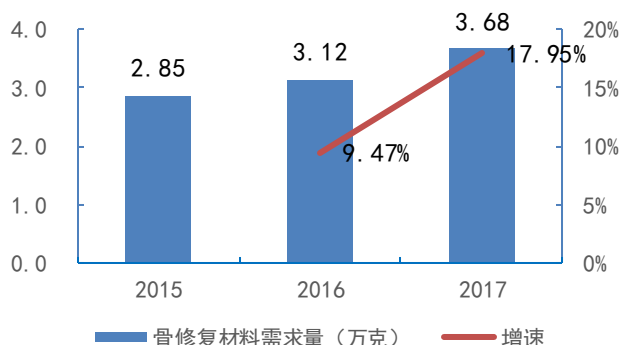
表 1: 正海生物在研项目情况

在研产品	临床前阶段	临床试验阶段	申报注册	上市	预计获批时间	注册分类	阶段
活性生物骨					2020 年	药械组合	优先审批
引导组织再生膜					2021 年	3 类	临床回访
高膨可降解止血材料					2021 年	3 类	临床试验
齿科修复材料					2021 年-2023 年	3 类	工艺研究
尿道修复补片					2023 年	3 类	临床前检验
新一代生物膜					2023 年	3 类	动物实验
自固化可吸收骨水泥					2023 年	3 类	工艺研究
3D 打印生物陶瓷骨修复材料					2024 年	3 类	工艺研究
子宫内膜					2025 年	3 类	试验探索

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

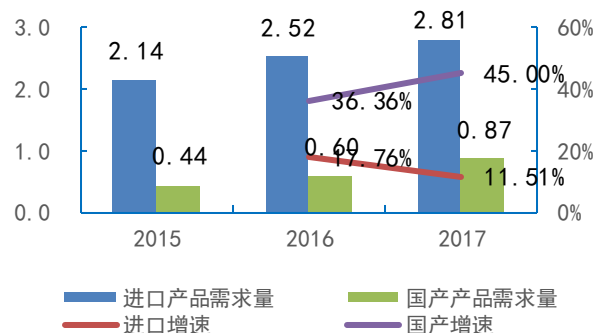
骨修复市场前景广阔, 国产产品需求量增长迅速。根据全球市场统计数据来看, 骨修复材料及其制品的需求量保持约 20% 左右的增速。另外据统计, 我国骨缺损的病例为 300 万例/年, 目前骨修复材料的实际用量约为 50 万例/年, 因此国内市场对骨修复材料需求量的增长速度十分显著。2015 年-2017 年中国骨修复材料的行业需求由 2.85 万克增加到 3.68 万克, 增速为 9.47%、17.95%, 其中, 进口产品需求量从 2.14 万克增加到 2.81 万克, 增速为 17.76%、11.51%, 国产产品需求量由 0.44 万克增加到 0.87 万克, 增速为 36.36%、45.00%。

图 1: 中国骨修复材料行业需求市场 (万克)



资料来源: 产业信息网, 东兴证券研究所

图 2: 中国市场国产与进口骨修复材料需求量 (万克)



资料来源: 产业信息网, 东兴证券研究所

活性骨潜在市场规模有望达到 22.5 亿元, 预计公司产品上市后销售收入可达 4.5 亿元。据统计, 我国骨缺损的患者病例为 300 万例/年, 骨修复材料的需求患者是 200 万例/年, 目前的患者实际用量约为 50 万例/年。在中国市场的骨修复产品的平均价格约为 2000 元/单元/人, 据此测算国内骨修复材料实际市场约达到 10 亿元/年, 潜在市场规模约为 40 亿元/年。假设活性骨类产品渗透率为骨科修复材料实际使用量的 30%, 人均使用量为 5mg, 活性骨单价为 3000 元/毫克, 活性骨市场空间约 22.5 亿元/年, 正海生物产品作为独家产品上市, 假设市占率达到 20%, 活性骨销售额有望达到 4.5 亿元/年。

表 2：国内骨修复材料市场规模与活性骨市场规模估算

测算逻辑	数值
骨缺损的病例（万例/年）	300
骨修复材料的需求病例（万例/年）	200
骨修复材料的实际用量（万例/年）	50
骨科修复材料平均单价（元/单元/人）	2000
骨科修复材料实际市场规模（亿元/年）	10
骨科修复材料潜在市场规模（亿元/年）	40
活性骨渗透率	30%
活性骨使用病例（万例/年）	15
人均使用量（毫克）	5
活性骨单价（元/毫克）	3000
活性骨市场规模（亿元/年）	22.5
正海生物市占率	20%
正海生物活性骨营收规模（亿元/年）	4.5

注：骨科修复材料实际市场规模=骨修复材料的实际用量*骨科修复材料平均单价

骨科修复材料潜在市场规模=骨修复材料的需求病例*骨科修复材料平均单价

活性骨市场规模=骨修复材料的实际使用量*活性骨渗透率*活性骨人均使用量*活性骨单价

资料来源：东兴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 2.84 亿元、3.75 亿、4.96 亿元；归母净利润分别为 1.18 亿元、1.62 亿元和 2.25 亿元；EPS 分别为 1.47 元、2.03 元和 2.81 元，对应 PE 分别为 37.5X、27.2X 和 19.6X。维持“推荐”评级。

风险提示：1、新产品获批进度、推广销售不及预期；2、行业竞争加剧

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位: 百万元		利润表			单位: 百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	456	505	616	771	980	营业收入	183	216	284	375	496
货币资金	99	132	220	351	523	营业成本	12	15	19	26	35
应收账款	44	43	63	79	107	营业税金及附加	1	2	2	3	4
其他应收款	0	0	1	1	1	营业费用	76	84	98	118	149
预付款项	1	1	2	3	4	管理费用	36	17	28	34	35
存货	9	12	15	21	28	财务费用	-2	-1	-1	-1	-1
其他流动资产	303	314	314	314	314	资产减值损失	0.14	0.69	0.69	0.69	0.69
非流动资产合计	74	79	73	67	61	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	6.20	14.48	14.48	14.48	14.48
固定资产	25	26	24	23	21	营业利润	71	99	151	208	288
无形资产	18	43	39	35	30	营业外收入	1.45	0.21	0.03	0.00	0.00
其他非流动资产	29	1	1	1	1	营业外支出	0.07	0.15	0.15	0.15	0.15
资产总计	531	584	689	838	1041	利润总额	72	99	151	208	288
流动负债合计	31	41	53	73	98	所得税	10	14	33	46	63
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	62	86	118	162	225
应付账款	7	13	14	21	27	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	9	20	34	52	归属母公司净利润	62	86	118	162	225
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	89	145	156	213	293
非流动负债合计	17	14	14	14	14	EPS (元)	0.86	1.07	1.47	2.03	2.81
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	48	55	67	87	112	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	21.35%	17.92%	31.74%	32.02%	32.43%
实收资本 (或股本)	80	80	80	80	80	营业利润增长	58.18%	40.75%	51.87%	38.08%	38.24%
资本公积	269	269	269	269	269	归属于母公司净利	35.63%	39.15%	37.07%	38.09%	38.27%
未分配利润	120	157	220	307	428	获利能力					
归属母公司股东权益	483	529	622	751	929	毛利率 (%)	93.67%	93.08%	93.29%	93.05%	92.93%
负债和所有者权益	531	584	689	838	1041	净利率 (%)	33.74%	39.81%	41.42%	43.33%	45.24%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)	7.81%	11.62%	14.69%	17.08%	19.38%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	12.76%	16.22%	18.90%	21.63%	24.17%
经营活动现金流	65	77	97	151	203	偿债能力					
净利润	62	86	118	162	225	资产负债率 (%)	9%	9%	10%	10%	11%
折旧摊销	20	46	6	6	6	流动比率	14.77	12.33	11.70	10.52	10.00
财务费用	-2	-1	-1	-1	-1	速动比率	14.48	12.03	11.41	10.23	9.71
应收账款减少	0	0	-19	-17	-28	营运能力					
预收帐款增加	0	0	11	14	18	总资产周转率	0.46	0.39	0.45	0.49	0.53
投资活动现金流	-262	-4	14	14	14	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.61	21.19	20.88	21.39	20.68
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	6	14	14	14	14	每股收益 (最新摊	0.86	1.07	1.47	2.03	2.81
筹资活动现金流	192	-40	-23	-33	-45	每股净现金流 (最新	-0.06	0.42	1.09	1.65	2.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.04	6.61	7.78	9.39	11.61
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	20	0	0	0	0	P/E	64.10	51.52	37.49	27.15	19.64
资本公积增加	173	0	0	0	0	P/B	9.13	8.34	7.09	5.87	4.75
现金净增加额	-5	34	87	132	171	EV/EBITDA	48.56	29.60	26.88	19.02	13.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	产业报告系列（二）之医药篇：医疗器械发展朝气蓬勃，注重高成长性细分领域	2019-05-09
公司	正海生物 2019 年一季报点评：口腔修复膜销量持续高增长，在研产品进展顺利中长期业绩可期	2019-04-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，9 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：李勇

医药生物行业分析师，上海社会科学院世界经济硕士、山东大学药学学士，曾就职于基业常青经济研究院，2019 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖医疗器械、医疗服务领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。