

# 正海生物（300653）：独家活性生物骨填补国内市场空白

2020年01月20日

推荐/维持

正海生物 公司报告

## 报告摘要：

**活性骨生物效能优异。**根据植骨材料的特点来看，自体骨满足骨传导、骨诱导性，且无免疫排斥反应，但是会因为取骨造成二次创伤，导致感染风险以及系列并发症；异体骨仅具有骨传导性，材料来源有限，且有免疫排斥反应和潜在感染性疾病的传播风险；传统人工骨具有良好生物相容性和骨传导性，但是缺乏诱导因子，仅能作为填充材料，而不能促进骨再生；活性生物骨作为定向修复骨材料，兼具骨诱导、骨传导活性，根据相关临床试验显示生物活性骨治疗效果不劣于自体骨移植术后效果，因此活性生物骨将成为目前骨缺损治疗中的最佳植入材料。

**国外生物骨市场规模达数十亿美元，公司独家活性骨市场空间可期。**目前，国外活性生物骨在售产品主要有美敦力的 infuse bone 和史赛克的 op-1，合计年销售额约为 20-30 亿美元，每位病人平均花费金额约为 1-2 万美元。正海生物通过基因工程方法在 BMP-2 的氨基端或羧基端融合胶原结合区 CBD，加强修复因子与胶原的结合。与天然的 BMP-2 相比，在同等条件下能与胶原蛋白特异结合的 BMP-2 与骨胶原支架材料形成的智能支架材料具有更好的诱导骨形成的活性，并在体内诱导均匀的骨形成。对标美敦力 infuse bone 产品规模，公司产品可预期的潜在市场规模巨大。**假设生物骨的渗透率为 10%，则每年使用人数约 5 万例，假设人均费用为 2 万元，保守估计正海生物的独家活性骨销售额有望达到 10 亿元/年。**

**独家产品储备丰富，打造可复制的强劲增长动力。**公司在研的活性生物骨、子宫内膜等在研产品相关技术均为国内独家，未来将形成可预见的核心竞争力与可复制的增长动力。其中进入优先审评的活性生物骨预计按期在 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。

**风险提示：**新产品获批进度、推广销售不及预期、行业竞争加剧

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	182.78	215.54	267.50	333.48	420.36
增长率(%)	21.35%	17.92%	24.10%	24.67%	26.05%
净利润(百万元)	61.67	85.82	107.09	134.93	174.04
增长率(%)	35.63%	39.15%	24.79%	26.00%	28.98%
净资产收益率(%)	12.76%	16.22%	17.44%	18.72%	20.26%
每股收益(元)	0.86	1.07	1.34	1.69	2.18
PE	94.31	75.80	60.59	48.09	37.28
PB	13.43	12.27	10.57	9.00	7.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

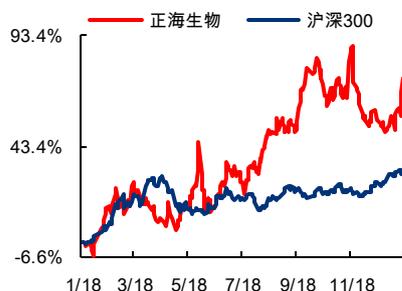
## 公司简介：

公司是我国再生医学领域领先企业，独家口腔修复膜产品国内市占率约 10%，独家活性生物骨产品优先审批进展顺利。

## 交易数据

52 周股价区间(元)	81.11-45.93
总市值(亿元)	64.89
流通市值(亿元)	35.1
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	3.18

## 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

## 目 录

1. 活性生物骨上市将填补国内空白，独家品种大有可为 .....	3
1.1 国产骨修复市场快速放量，活性生物骨性能优异 .....	3
1.2 独家活性生物骨市场潜力可期，海外同类产品规模达十亿美元级别 .....	5
1.3 独家产品储备丰富，打造可复制的强劲增长动力 .....	9
2. 风险提示： .....	9
相关报告汇总 .....	11

## 表格目录

表 1：植骨材料的作用要求 .....	3
表 2：骨移植材料的种类与特性比较 .....	4
表 3：骨缺损治疗方式比较 .....	4
表 4：国内外活性生物骨、骨修复材料比较 .....	5
表 5：正海生物活性生物骨性能优异 .....	6
表 6：正海生物的活性生物骨产品研发进展 .....	7
表 7：国内骨缺损患者数量估算 .....	8
表 8：正海生物活性骨市场规模估算（静态测算） .....	8
表 9：正海生物在研项目情况 .....	9

## 插图目录

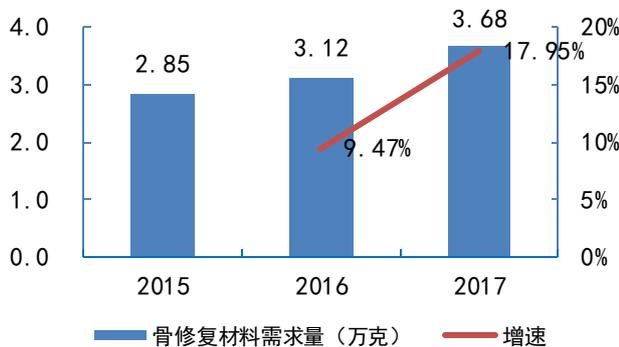
图 1：中国骨修复材料行业需求市场（万克） .....	3
图 2：中国市场国产与进口骨修复材料需求量（万克） .....	3
图 3：九源基因骨优导骨修复材料获批情况 .....	6
图 4：正海生物独家活性生物骨产品审批情况 .....	6
图 5：活性因子 BMP-2 骨诱导路径 .....	7
图 6：正海生物独家活性生物骨产品构成情况 .....	7

## 1. 活性生物骨上市将填补国内空白，独家品种大有可为

### 1.1 国产骨修复市场快速放量，活性生物骨性能优异

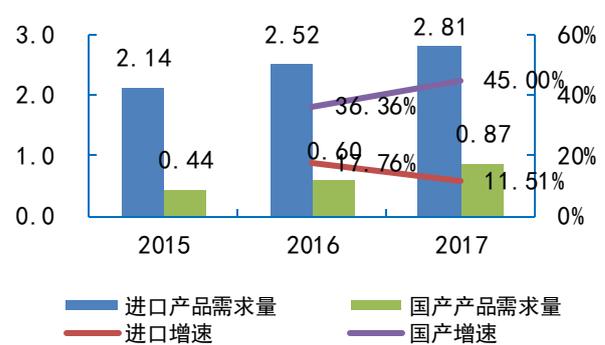
骨修复市场前景广阔，国产产品需求量增长迅速。根据全球市场统计数据来看，骨修复材料及其制品的需求量保持约 20% 左右的增速。另外据统计，我国骨缺损的病例约为 300 万例/年，目前骨修复材料的实际用量约为 50 万例/年，因此国内市场对骨修复材料需求量的增长速度十分显著。2015 年-2017 年中国骨修复材料的行业需求由 2.85 万克增加到 3.68 万克，增速为 9.47%、17.95%，其中，进口产品需求量从 2.14 万克增加到 2.81 万克，增速为 17.76%、11.51%，国产产品需求量由 0.44 万克增加到 0.87 万克，增速为 36.36%、45.00%。

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

在治疗骨缺损的过程中，植骨材料的选择十分关键，植骨材料性能的优劣能够很大程度决定患者的预后效果。参照自体骨的金标准来看，理想的植骨材料需要具有骨生成、骨传导、骨诱导作用，能够促进、引导骨形成，诱导细胞分化为成熟的成骨细胞，且没有排斥现象，具备良好的生物相容性。

表 1：植骨材料的作用要求

分类	作用机制
骨生成作用	骨生成材料中包含了具有分化成骨潜能的活细胞，具有骨形成作用
骨传导作用	植入材料通过促进宿主骨与移植材料表面的结合，引导骨形成
骨诱导作用	其材料通过提供一种生物刺激，诱导局部细胞或移植的细胞分化形成成熟的成骨细胞
无免疫反应	无排斥反应，生物相容性良好

资料来源：九源基因，公开资料，东兴证券研究所

根据临床经验来看，自体骨虽然具有良好的骨传导，骨诱导性作用，且无免疫排斥反应，但是需要从患者体内取骨，造成二次创伤等不良影响，也会延长患者的治疗周期。通过临床应用中自体骨，人工骨、活性骨的优缺点来看，活性生物骨的具有骨诱导、骨传导功能，能够加速骨缺损、骨不连及骨折的愈合，

具有高诱导性、安全性、良好的降解性，临床效果不劣于自体骨。

表 2：骨移植材料的种类与特性比较

类别	骨材料来源	优缺点
自体骨	自体髂骨	骨传导，骨诱导性，无免疫排斥反应；二次创伤，手术时间延长；增加术中失血和感染的几率；可能导致供骨区疼痛、感觉麻木
同种、异种异体骨	山西奥瑞骨组织库等	具有骨传导性，来源有限，无骨诱导性；免疫排斥反应和传播潜在疾病的可能
传统的人工合成材料	羟基磷灰石、硫酸钙、生物活性玻璃、磷酸钙	具有良好生物相容性和骨传导性，无骨诱导性，仅能作为材料填充而不能使骨组织再生
生长因子与载体复合材料（活性生物骨）	Infuse 或 OP-1	具有骨诱导、骨传导功能，活性控制的技术难度较大，储存和活性保持要求相对较高

资料来源：九源基因，东兴证券研究所

骨缺损的长度不同，骨移植治疗方式有异，长骨大段骨缺损更需要优质人工骨治疗。其中，骨缺损小于 5cm 的患者，一般通过医学评估后可选择直接骨移植，长骨大段骨缺损（大于 5 cm 的位于长骨的骨缺损）因骨缺损周围的软组织情况复杂、患者身体状况各异，移植骨可能被部分吸收以及血管重建难度、感染概率加大，需要更为专业的处理，因此优质人工骨的临床需求更加显著，其中活性生物骨因具有与自体骨相近的性能而备受关注。

表 3：骨缺损治疗方式比较

骨缺损类型	治疗方式	具体操作	特点	移植体来源
骨缺损小于 5cm	骨移植	对于骨缺损周围软组织覆盖良好的较小的骨缺损，可以采用传统的固定加上骨移植的手术方式	效果较好，手术需要耗费 6-10h，并需要医生具有较好显微外科技术	自体骨
			深部感染、骨延迟愈合或不愈合及疲劳性骨折是同种异体骨移植的常见并发症	异体骨
			一般作为材料填充而不能使骨组织再生	人工骨
长骨大段骨缺损（大于 5 cm 的位于长骨的骨缺损）	带血管的自体骨移植	评估后进行一阶段移植带血管的腓骨	长时间的手术和大范围的切开带来了很大了风险。手术的成功要求具备良好血供的血管床、丰富的软组织覆盖以及严格控制感染。手术后的骨折率，即使是在不负重的情况下，仍然高出正常人的 30%-50%。	自体骨
	Ilizarov 技术	通过牵拉刺激骨的生成，其骨的生成过程类似于膜内成骨	使用的难度大，治疗时间长，外科医生工作量巨大。术后感染、骨坏死以及由于软组织内的压力增加引起的持续疼痛都是影响患者预后的潜在威胁	无需骨移植
	Masquelet 技术	第一个阶段是将骨水泥注入缺损部位。第二个阶段将在第一个阶段完成 2 个月且没有感染的情况下移除植入的骨水泥，然后将骨移植材料植入	不能促进骨缺损周围软组织的生长，因此必须要使用游离的肌瓣，这就增加了手术的风险。疼痛、血肿形成以及感染仍然时有发生	自体骨、异体骨、人工骨

	缺损部位。		
	植入一个比骨缺损大 1cm 左右的钛网到骨缺损部位, 再通过内固定或外固定加固, 可在钛网中放入移植骨来促进骨缺损的愈合。	适用于不能耐受多次手术的患者, 不能解决软组织的缺损问题, 同时还需要行外固定术以提供足够的支持	自体骨、异体骨、人工骨
Cylindrical mesh 技术			
成骨蛋白 (BMPs)	其通过不同的运载体到达骨缺损部位发挥效应。	在临床上, 其也被成功地用于治疗骨不连接。临床研究证实, 当 BMPs 的水平超过正常人骨内水平的 10 万倍时才有明显的成骨效应, 且价格相对昂贵	人工骨

资料来源:《长骨大段骨缺损治疗方式的研究进展》,《胫骨骨缺损的治疗进展》,东兴证券研究所

## 1.2 独家活性生物骨市场潜力可期, 海外同类产品规模达十亿美元级别

目前, 国外活性生物骨在售产品主要有美敦力的 infuse bone 和史赛克的 op-1, 合计年销售额约为 20-30 亿美元, 每位病人平均花费金额约为 1-2 万美元。受庞大的市场需求拉动, 国内企业也不断探索活性骨相关产品的研发, 目前主要通过将载体支架材料与修复因子相结合来进行过骨修复, 其中 BMP-2 是成骨诱导活性最强的, 也是目前制造活性生物骨的主要活性因子。在 2001 年, 九源基因已经在研发、完善修复因子的载体, 通过脂质体包封 rhBMP-2 改良生物相容性、修复因子的缓释、吸收情况, 并推出骨优导产品, 但没有实现载体支架材料和 rhBMP-2 完美契合。正海生物的活性生物骨, 通过基因方法改造 BMP-2, 加强载体支架材料与修复因子结合, 产品性能可比肩美敦力、史赛克同类产品。

表 4: 国内外活性生物骨、骨修复材料比较

产品名称	生产公司	产品性能结构及组成	适用范围	备注
InFUSE BoneGraft/LT-CAGE LumbarTapered Fusion Devices	美敦力	由锥形金属脊椎融合笼 LT-CAGE 和 InFUSEBoneGraf(rhBMP-2、ACS 电纺生物活性玻璃纤维) 组成	前腰椎体间融合等	海外上市, 美国市场规模约 10-20 亿美元
OP-1Implant	史赛克	rhBMP-7 与 ACS 混合而成的灭菌粉末, 在使用前注射用生理盐水调成糊状涂抹在骨损伤部位	治疗长骨延迟愈合等	
OP-1Putty	史赛克	重组人骨形态蛋白-7 (op-1) 粉末和牛胶原蛋白用注射用生理盐水和增稠剂调成的泥灰状物质	后侧位脊柱融合等	海外上市, 美国市场规模约数亿美元
Osigraft	史赛克	rhBMP-7+ACS	自体骨移植失败或无法自体骨的至少 9 个月中等创伤的胫骨不愈等	
骨优导	九源基因	以重组人骨形态发生蛋白质-2 (rhBMP-2) 为	用于骨缺损、骨不连、	骨修复材料, 3

原料，以药用明胶、大豆卵磷脂及羟基磷灰石为载体材料复合而成，其中用 E.coli 细胞表达系统发酵、分离、纯化后得到 rhBMP-2，复性后活性好且稳定，质量易控制

骨延迟愈合或不愈合的类医疗器械，国内上市

填充修复，以及脊柱融合、关节融合及矫形植骨修复等

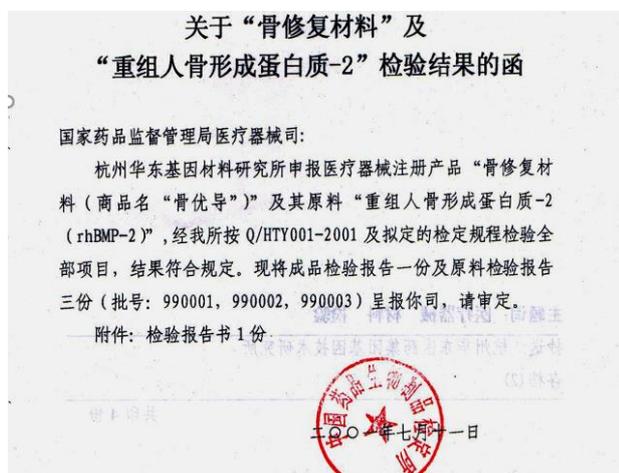
正海生物 骨胶原蛋白与 rhBMP-2 特异性结合，BMP-2 的基因经过基因工程方法改造，具有与胶原特异结合的能力和好的生物学活性

可用于各种骨缺损及难愈合性骨折的修复治疗等

药械组合产品，申请难度大，国内独家申请上市，优先审批

资料来源：九源基因，正海生物，公开资料，东兴证券研究所

图 3：九源基因骨优导骨修复材料获批情况



资料来源：中国药品生物制品检定所，九源基因，东兴证券研究所

图 4：正海生物独家活性生物骨产品审批情况

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	任务类型
CQZ1800521	活性生物骨	药械组合	药械组合产品	ANDA

资料来源：药智网，东兴证券研究所

正海生物通过基因工程方法在 BMP-2 的氨基端或羧基端融合胶原结合区 CBD，加强修复因子与胶原的结合。根据相关动物实验来看，与天然的 BMP-2 相比，在同等条件下能与胶原蛋白特异结合的 BMP-2 与骨胶原支架材料形成的智能支架材料显著提高骨损伤修复能力，同时减少 BMP-2 修复因子用量，降低使用风险。

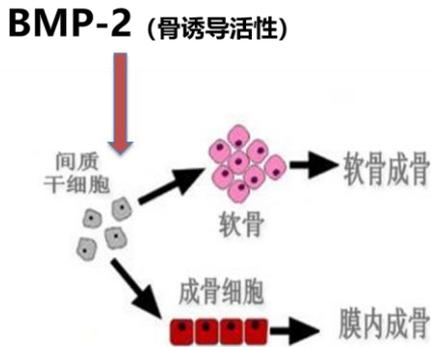
表 5：正海生物活性生物骨性能优异

公司	产品	专利内容	特点
九源基因	骨优导 (已上市)	用脂质体包封重组人骨形态发生蛋白-2 (rhBMP-2) 制备西药材料	通过脂质体包封 rhBMP-2，增强热稳定性、延长半衰期、降低副作用，减少体内蛋白酶的破坏性，提高生物利用率与骨诱导性。需要外加支架材料。
正海生物	活性生物骨 (审批中)	活化的胶原骨修复材料及其专用融合活性骨修复因子	通过基因工程方法在 BMP-2 的氨基端或羧基端融合胶原结合区 CBD，加强修复因子与胶原的结合。与天然的 BMP-2 相比，在同等条件下能与胶原蛋白特异结合的 BMP-2 与骨胶原支架材料形成紧密结合的支架材料，

具有更好的诱导骨形成的活性，并在体内诱导均匀的骨形成

资料来源:中华人民共和国国家知识产权局, 东兴证券研究所

图 5: 活性因子 BMP-2 骨诱导路径



资料来源: 九源基因, 知网, 东兴证券研究所

图 6: 正海生物独家活性生物骨产品构成情况



资料来源: 九源基因, 正海生物, 东兴证券研究所

正海生物活性生物骨上市将填补国内市场空白。公司自 2005 年开始活性生物骨产品的研发，截至 2019 年已经持续投入研发 14 年。2018 年，活性生物骨作为国内药械组合产品进入优先审评审批。2019 年上半年顺利通过国家药监局的质量体系现场考核；在技术审评方面，已经完成器审中心和药审中心的初步审查。我们预计活性生物骨将按期在 2020 年上市。

表 6: 正海生物的活性生物骨产品研发进展

时间	研发进展
2005 年	活性骨产品的修复因子选用
2009 年	活性骨产品交联缓释技术具可查专利
2015-2017 年	正海生物承接该专利的产业化转化研发
2017 年底	临床试验完毕
2018 年	开始做材料总结并向 CFDA 申报
2019 年	2019 年上半年顺利通过国家药监局的质量体系现场考核；在技术审评方面，已经完成器审中心和药审中心的初步审查，审评意见有待进一步反馈
2020 年	预计按期获批上市

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

根据相关研究，院前创伤疾病位列院前急救疾病谱首位。其中外伤性骨折在地区性调查中显示占院前创伤疾病的比例达 20% 以上。我们根据相关统计研究作如下测算，因为开发性骨折、二次伤害及多发性骨折患者易导致更大程度的骨缺损，我们假设该类人群的骨缺损长度超过约 8mm，需要植骨手术修复，则全国每年骨缺损需求患者人数约为 221 万人。

表 7：国内骨缺损患者数量估算

静态测算逻辑	数值
2017 年全国急诊医学科（亿人）	1.83
创伤类型急诊占比（地区性医院统计数据）	36.69%
创伤类患者人数（万人）	6697.30
创伤类中骨折患者占比（估计值，统计数据在 20% 以上）	25%
骨折患者人数（万人）	1674.33
开发性骨折、二次伤害及多发性骨折情况占比（地区性医院统计数据）	13.20%
<b>开发性骨折、二次伤害及多发性骨折患者人数（万人）</b>	<b>221.01</b>
<b>开发性骨折、二次伤害及多发性骨折患者人数≈骨缺损需求患者人数</b>	<b>221.01</b>

注：骨折患者人数=2017 年全国急诊医学科\*创伤类型急诊占比\*创伤类中骨折患者占比

开发性骨折、二次伤害及多发性骨折患者人数=骨折患者人数\*开发性骨折、二次伤害及多发性骨折情况占比

**假设开发性骨折、二次伤害及多发性骨折患者导致骨缺损长度超过 8mm，需要植骨手术修复**

资料来源：645 例院前外伤性骨折疾病谱调查分析，中国卫生健康统计年鉴 2018，东兴证券研究所

另据公开资料统计，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，与我们测算的全国骨缺损人数规模基本相吻合，且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/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 20%，活性骨的使用量约为 5 万例/年。在上海市物价局公布骨优导（九源基因）的最高零售价为 4200 元/mg，人均建议使用量为 4-6mg，我们假设正海生物的活性骨单价为 5000 元/mg，人均使用量为 4mg，活性骨市场空间约 20 亿元/年。

表 8：正海生物活性骨市场规模估算（静态测算）

静态测算逻辑	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
骨修复材料的实际使用比例（%）	25%
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/人）	2000
<b>骨科修复材料实际市场规模（亿元/年）</b>	<b>10</b>
骨科修复材料潜在市场规模（亿元/年）	40
<b>活性骨渗透率（假设）</b>	<b>10%</b>
<b>活性骨使用病例（万例/年）</b>	<b>5</b>
人均使用量（毫克）	4
活性骨单价（元/毫克）	5000
<b>活性骨市场规模（亿元/年）</b>	<b>10</b>

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=骨修复材料的需求病例\*骨修复材料的实际使用比例\*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

### 1.3 独家产品储备丰富, 打造可复制的强劲增长动力

公司在研的活性生物骨、子宫内膜等在研产品相关技术均为国内独家, 未来将形成可预见的核心竞争力与可复制的增长动力。其中进入优先审评的活性生物骨预计按期在 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。

表 9: 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					2021-2023 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

**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 2.68 亿元、3.33 亿、4.20 亿元; 归母净利润分别为 1.07 亿元、1.35 亿元和 1.74 亿元; EPS 分别为 1.34 元、1.69 元和 2.18 元, 对应 PE 分别为 60.6X、48.1X 和 37.3X。维持“推荐”评级。

## 2. 风险提示:

新产品获批进度、推广销售不及预期、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
<b>流动资产合计</b>	456	505	599	722	879	<b>营业收入</b>	183	216	267	333	420
货币资金	99	132	192	281	394	<b>营业成本</b>	12	15	18	23	30
应收账款	44	43	59	70	91	营业税金及附加	1	2	3	3	4
其他应收款	0	0	1	1	1	营业费用	76	84	111	140	181
预付款项	1	1	2	3	4	管理费用	36	17	27	30	29
存货	9	12	14	19	24	财务费用	-2	-1	-2	-2	-3
其他流动资产	303	314	330	346	364	资产减值损失	0	17	15	15	15
<b>非流动资产合计</b>	74	79	80	82	82	公允价值变动收益	0.14	0.69	0.69	0.69	0.69
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	25	26	24	22	20	<b>营业利润</b>	6.20	14.48	15.00	15.00	15.00
无形资产	18	43	41	38	36	营业外收入	4.78	2.82	2.82	2.82	2.82
其他非流动资产	29	1	0	0	0	营业外支出	71	99	113	141	182
<b>资产总计</b>	531	584	679	804	962	<b>利润总额</b>	1.45	0.21	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	31	41	51	69	89	所得税	0.07	0.15	0.15	0.15	0.15
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	72	99	113	141	182
应付账款	7	13	13	19	23	少数股东损益	10	14	6	6	8
预收款项	1	9	19	32	47	归属母公司净利润	62	86	107	135	174
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	17	14	14	14	14						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	48	55	65	83	103		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	80	80	80	80	80	营业收入增长	21.35%	17.92%	24.10%	24.67%	26.05%
资本公积	269	269	269	269	269	营业利润增长	58.18%	40.75%	13.58%	25.31%	28.55%
未分配利润	120	157	232	325	446	归属于母公司净利	35.63%	39.15%	24.79%	26.00%	28.98%
归属母公司股东权益	483	529	614	721	859	<b>获利能力</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	531	584	679	804	962	毛利率(%)	93.67%	93.08%	93.29%	93.05%	92.93%
						净利率(%)	33.74%	39.81%	40.03%	40.46%	41.40%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.81%	11.62%	14.69%	15.77%	16.79%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	12.76%	16.22%	17.44%	18.72%	20.26%
<b>经营活动现金流</b>	65	77	72	108	138	<b>偿债能力</b>					
净利润	62	86	107	135	174	资产负债率(%)	9%	9%	10%	10%	11%
折旧摊销	4.19	4.94	4.70	5.59	6.34	流动比率	14.77	12.33	11.69	10.49	9.90
财务费用	-2	-1	-2	-2	-3	速动比率	14.48	12.03	11.41	10.21	9.63
应收账款减少	-9	0	-15	-11	-20	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	8	10	12	16	总资产周转率	0.46	0.39	0.42	0.45	0.48
<b>投资活动现金流</b>	-262	-4	8	7	7	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	20.28	20.89	20.24
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	6	14	15	15	15	每股收益(最新摊	0.86	1.07	1.34	1.69	2.18
<b>筹资活动现金流</b>	192	-40	-21	-26	-33	每股净现金流(最新	-0.06	0.42	0.74	1.12	1.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.04	6.61	7.67	9.01	10.74
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	20	0	0	0	0	P/E	94.31	75.80	60.59	48.09	37.28
资本公积增加	173	0	0	0	0	P/B	13.43	12.27	10.57	9.00	7.55
<b>现金净增加额</b>	-5	34	59	90	113	EV/EBITDA	88.02	61.54	54.31	43.22	33.33

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	口腔行业专题报告系列之一：未来十年，十倍成长，预计种植牙行业年均复合增速达 25%	2019-11-15
公司	正海生物三季报点评：国产独家口腔修复膜继续分享种植牙行业高成长红利	2019-10-24
公司	正海生物 2019 年半年报点评：口腔膜保持高速增长，生物骨业绩高弹性可期	2019-08-23
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学硕士、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。