

再生材料领头羊，受益于进口替代和牙科增长

——正海生物 2020 年年报点评

增持|维持

事件：

2021年4月8日，公司公告2020年年报：报告期内实现营收2.93亿元，同比增加4.8%，归母净利润1.18亿元，同比增加10.2%，扣非后归母净利润1.10亿元，同比增加5.50%。并且公司拟向全体股东每10股派发现金红利人民币2.5元。同时公司公布2021Q1业绩预告，预计盈利3883.20万元-4854.00万元，同比增长100%-150%。

国元观点：

● 业绩稳定增长，净利率持续提升，销售费用端控制良好

分业务来看，口腔修复膜（占比43.9%）、生物膜（占比46.8%）和骨修复材料（占比7.4%）分别实现营收1.29亿元（-5.9%）、1.37亿元（+13.2%）和0.22亿元（+15.5%），毛利率分别高达91.5%、95.3%和78.6%。产品消耗终端的口腔服务机构手术开展受限，影响种植牙开诊，使得公司口腔修复膜业务出现下滑。生物（硬脑脊）膜市场销售额稳步上升，增速领先行业。目前国内疫情可控，今年口腔修复膜与生物膜业绩有望全面释放，一季度净利润预计同比增长100-150%，全年业绩可期。

2020年销售毛利率为92.23%（-0.89pct），始终维持高毛利水平。全年销售费用率35.59%（-4.19pct），管理费用率16.35%（+1.51pct），财务费用率-1.45%（-1.11pct），得益于销售费用端的良好控制，公司净利率提升至40.35%（+0.89pct），体现较强的盈利能力。

● 拳头产品口腔修复膜受益于进口替代和牙科增长

口腔修复膜的增长动力主要来自种植牙市场的拉动，我国种植牙数量在2014年时为50万颗，2020年预计达到316万颗，CAGR36.0%，呈现高度景气。另一方面的可期之处在于国产替代，口腔修复膜市场较为集中，外资企业瑞士盖式垄断市场，其市场份额约占70%。而国产企业代表正海生物作为这一领域的后起之秀，旗下的海奥口腔生物膜产品也不断改良成熟，市场份额快速攀升，市场占有率约为10%。海奥口腔修复膜与进口产品在临床性能上差异不显著，具有更好性价比，有望通过市场推广、客户定位和产品工艺提升进一步提高市场占有率。

● 重视技术创新，研发即将进入收获期

报告期内，生物活性骨处于技术审评发补资料补充中，今年有望获批上市，国外市场由美敦力和史塞克两家公司占据，国内市场仍处于空白。正海活性骨获批将享受首发红利。除此之外，新一代引导组织再生膜也已进入临床试验阶段，有望加速国产替代进程。

● 投资建议与盈利预测

公司是国内唯一的口腔修复材料上市公司，产品管线丰富，在研产品活性生物骨有望近期获批。疫情常态化下，对公司扰动因素减弱，业绩有望持续增长，预计公司2021-2023年实现收入3.73/4.65/5.68亿元，归母净利润1.46/1.81/2.22亿元，对应每股收益为1.21/1.51/1.85元/股，对应当前股价PE分别为36/29/24倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

新产品研发风险；审批进度不达预期；医疗纠纷风险；动物疫情风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	279.81	293.28	373.16	465.20	568.23
收入同比(%)	29.81	4.82	27.23	24.67	22.15
归母净利润(百万元)	107.39	118.33	145.58	180.99	221.75
归母净利润同比(%)	25.14	10.19	23.03	24.33	22.52
ROE(%)	18.25	18.30	18.37	19.19	19.54
每股收益(元)	0.89	0.99	1.21	1.51	1.85
市盈率(P/E)	48.89	44.37	36.06	29.01	23.68

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：43.75元

基本数据

52周最高/最低价(元)：94.02 / 38.27

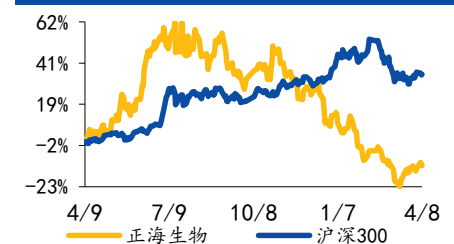
A股流通股(百万股)：120.00

A股总股本(百万股)：120.00

流通市值(百万元)：5250.00

总市值(百万元)：5250.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-正海生物(300653)2020年三季报点评：业绩持续高增速，新厂区投产可期》2020.10.29

《国元证券公司研究-正海生物(300653)2020年中报点评：Q2业绩回暖，20H1回归增长轨道》2020.08.05

《国元证券公司研究-正海生物(300653)2020Q1点评：疫情影响业绩有所波动，静待活性骨获批》2020.04.29

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	525.46	527.08	696.18	886.89	1122.78
现金	77.70	193.26	285.74	448.70	653.46
应收账款	50.65	53.16	73.89	92.11	112.51
其他应收款	1.11	0.87	1.34	1.67	2.05
预付账款	1.99	3.15	3.03	3.82	4.72
存货	18.11	23.64	30.28	38.22	47.17
其他流动资产	375.89	253.00	301.91	302.37	302.88
非流动资产	194.99	278.46	273.50	267.67	261.69
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	28.24	67.93	67.90	66.79	65.55
无形资产	41.97	40.72	36.97	33.22	29.47
其他非流动资产	124.77	169.80	168.63	167.65	166.67
资产总计	720.45	805.54	969.69	1154.55	1384.47
流动负债	114.29	144.95	164.39	198.26	236.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	51.93	65.90	90.84	114.66	141.50
其他流动负债	62.36	79.05	73.55	83.60	94.93
非流动负债	17.77	13.87	13.00	13.00	13.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.77	13.87	13.00	13.00	13.00
负债合计	132.06	158.82	177.39	211.26	249.43
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	80.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	269.42	229.42	229.42	229.42	229.42
留存收益	238.97	297.30	442.88	593.87	785.62
归属母公司股东权益	588.38	646.72	792.30	943.29	1135.04
负债和股东权益	720.45	805.54	969.69	1154.55	1384.47

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	103.48	118.43	131.79	180.95	219.54
净利润	107.39	118.33	145.58	180.99	221.75
折旧摊销	5.48	6.18	9.61	10.20	10.79
财务费用	-0.96	-4.24	-4.79	-7.34	-11.02
投资损失	-13.38	0.00	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	3.78	0.21	10.89	6.88	7.77
其他经营现金流	1.17	-2.04	-19.49	0.22	0.25
投资活动现金流	-109.99	27.80	-44.10	4.66	4.21
资本支出	62.31	103.03	6.59	6.10	6.55
长期投资	62.64	-122.64	-0.18	0.00	0.00
其他投资现金流	14.96	8.19	-37.69	10.76	10.76
筹资活动现金流	-48.03	-60.07	4.79	-22.66	-18.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-40.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-48.03	-60.07	4.79	-22.66	-18.98
现金净增加额	-54.54	86.16	92.48	162.95	204.77

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	279.81	293.28	373.16	465.20	568.23
营业成本	19.25	22.79	30.28	38.22	47.17
营业税金及附加	1.97	2.24	2.99	3.72	4.55
营业费用	110.74	104.39	134.34	167.47	204.56
管理费用	20.13	21.37	27.99	34.89	42.62
研发费用	21.40	26.57	30.00	35.00	40.00
财务费用	-0.96	-4.24	-4.79	-7.34	-11.02
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	6.89	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.38	0.00	10.00	10.00	10.00
营业利润	123.50	133.71	166.86	207.74	254.86
营业外收入	0.87	3.21	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.25	0.44	0.50	0.50	0.50
利润总额	124.12	136.48	168.36	209.24	256.36
所得税	16.73	18.15	22.78	28.25	34.61
净利润	107.39	118.33	145.58	180.99	221.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	107.39	118.33	145.58	180.99	221.75
EBITDA	128.02	135.64	171.68	210.60	254.62
EPS (元)	1.34	0.99	1.21	1.51	1.85

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	29.81	4.82	27.23	24.67	22.15
营业利润 (%)	24.27	8.27	24.79	24.50	22.68
归属母公司净利润 (%)	25.14	10.19	23.03	24.33	22.52
获利能力					
毛利率 (%)	93.12	92.23	91.89	91.78	91.70
净利率 (%)	38.38	40.35	39.01	38.91	39.02
ROE (%)	18.25	18.30	18.37	19.19	19.54
ROIC (%)	71.43	46.57	62.26	81.71	106.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.33	19.72	18.29	18.30	18.02
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.60	3.64	4.23	4.47	4.75
速动比率	4.44	3.47	4.05	4.28	4.55
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.38	0.42	0.44	0.45
应收账款周转率	5.89	5.60	5.81	5.55	5.50
应付账款周转率	0.59	0.39	0.39	0.37	0.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	0.99	1.21	1.51	1.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	0.99	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	4.90	5.39	6.60	7.86	9.46
估值比率					
P/E	48.89	44.37	36.06	29.01	23.68
P/B	8.92	8.12	6.63	5.57	4.63
EV/EBITDA	37.53	35.42	27.98	22.81	18.87

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188