

手术积压需求释放，业绩高速增长

——正海生物 2021 年一季报点评

增持|维持

事件：

2021年4月28日，公司公告2021年一季报：2021年Q1实现营收1.02亿元，同比增加127.7%，归母净利润0.44亿元，同比增加126.6%，扣非后归母净利润0.43亿元，同比增加147.2%。

国元观点：

● 手术积压需求释放，业绩高速增长

公司Q1业绩增长迅猛，实现营收和净利润1.02亿元、0.44亿元，分别较19年同期增长67.2%、63.0%，主要系口腔门诊和神经外科等科室2020年因疫情积压手术需求得以释放，同时公司不断加大营销推广、持续推动市场开拓和线上线下学术建设活动所致，21年Q1营收和净利润创单季度历史新高。Q1毛利率91.59%(-2.79pct)，始终维持高毛利水平。Q1销售费用率43.74%(-11.06pct)，管理费用率12.15%(-5.28%)，财务费用率-0.61%，得益于期间费用率的良好控制，净利率43.08%，盈利能力较强。

● 拳头产品生物膜、口腔修复膜长期成长逻辑不变

生物膜集采短期影响有限：市场担心生物膜开始集采会对公司业绩造成较大冲击。从江苏和山东两省集采中标情况看，短期受价格下降影响，长期以价换量，大逻辑不变。同时公司通过直营和经销商加大终端布局，有望获得更多增量。

口腔修复膜受益于进口替代和牙科增长，长期成长逻辑不变：口腔修复膜增长动力主要来自（1）种植牙市场的拉动：我国种植牙数量从2014年的50万颗增加至2020年的380万颗，CAGR40%，增长迅猛。种植牙从“消费”逐渐转向“刚需”，仍有显著提升空间。（2）国产替代：种植牙中的非核心产品如口腔修复膜相对于核心产品而言一般总价较低、消费属性更强，并非决定治疗效果的核心因素，国产替代之路更为顺畅。当前市场集中度高，外资盖式垄断市场70%份额。正海海奥市占率10%，2020年公司在下游口腔门诊因疫情开展受限的影响下，仍达到销售量26万片(+1.58%)，体现业务能力的强大可持续性。海奥与盖氏产品临床性能差异不显著、性价比更好，有望通过经销和直销覆盖更多民营机构提高市占率。

● 重视技术创新，研发即将进入收获期

生物活性骨处于技术审评发补资料补充阶段，海外市场由美敦力和史塞克两家占据，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

公司作为国内再生材料领头羊，唯一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4.09/5.30/6.69亿元，归母净利润1.60/2.07/2.63亿元，对应每股收益为1.33/1.73/2.19元/股，对应当前股价PE分别为33/25/20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。

当前价：53.79元

基本数据

52周最高/最低价(元)：94.02 / 38.27

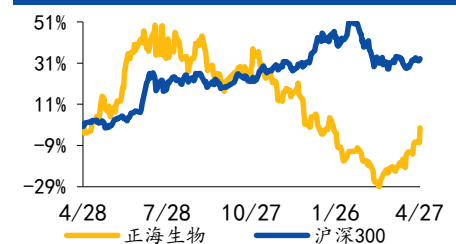
A股流通股(百万股)：120.00

A股总股本(百万股)：120.00

流通市值(百万元)：6454.80

总市值(百万元)：6454.80

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年年报点

评：再生材料领头羊，受益于进口替代和牙科增长》

2021.04.09

《国元证券公司研究-正海生物(300653)2020年三季

报点评：业绩持续高速增长，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

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

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	409.24	529.90	668.75
收入同比(%)	29.81	4.82	39.54	29.48	26.20
归母净利润(百万元)	107.39	118.33	160.05	207.17	262.56
归母净利润同比(%)	25.14	10.19	35.25	29.44	26.73
ROE(%)	18.25	18.30	19.84	21.06	21.58
每股收益(元)	0.89	0.99	1.33	1.73	2.19
市盈率(P/E)	48.89	44.37	32.80	25.34	20.00

资料来源：Wind, 国元证券研究所

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	725.72	954.88	1247.66
现金	77.70	193.26	303.93	496.24	746.33
应收账款	50.65	53.16	81.03	104.92	132.41
其他应收款	1.11	0.87	1.47	1.91	2.41
预付账款	1.99	3.15	3.38	4.47	5.74
存货	18.11	23.64	33.82	44.65	57.39
其他流动资产	375.89	253.00	302.09	302.69	303.38
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	999.23	1222.54	1509.35
流动负债	114.29	144.95	179.46	225.60	279.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	51.93	65.90	101.47	133.95	172.17
其他流动负债	62.36	79.05	77.99	91.65	107.69
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	192.46	238.60	292.85
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	457.35	634.52	867.08
归属母公司股东权益	588.38	646.72	806.77	983.94	1216.50
负债和股东权益	720.45	805.54	999.23	1222.54	1509.35

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	149.80	209.66	263.45
净利润	107.39	118.33	160.05	207.17	262.56
折旧摊销	5.48	6.18	9.61	10.20	10.79
财务费用	-0.96	-4.24	-4.97	-8.00	-12.43
投资损失	-13.38	0.00	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	3.78	0.21	14.51	10.00	12.20
其他经营现金流	1.17	-2.04	-19.41	0.29	0.33
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	4.97	-22.00	-17.57
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	4.97	-22.00	-17.57
现金净增加额	-54.54	86.16	110.67	192.32	250.09

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	409.24	529.90	668.75
营业成本	19.25	22.79	33.82	44.65	57.39
营业税金及附加	1.97	2.24	3.27	4.24	5.35
营业费用	110.74	104.39	147.33	190.76	240.75
管理费用	20.13	21.37	30.69	39.74	50.16
研发费用	21.40	26.57	30.00	35.00	40.00
财务费用	-0.96	-4.24	-4.97	-8.00	-12.43
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	183.59	238.01	302.03
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	185.09	239.51	303.53
所得税	16.73	18.15	25.04	32.33	40.98
净利润	107.39	118.33	160.05	207.17	262.56
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	160.05	207.17	262.56
EBITDA	128.02	135.64	188.23	240.20	300.39
EPS (元)	1.34	0.99	1.33	1.73	2.19

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	39.54	29.48	26.20
营业利润 (%)	24.27	8.27	37.31	29.64	26.90
归属母公司净利润 (%)	25.14	10.19	35.25	29.44	26.73
获利能力					
毛利率 (%)	93.12	92.23	91.74	91.57	91.42
净利率 (%)	38.38	40.35	39.11	39.10	39.26
ROE (%)	18.25	18.30	19.84	21.06	21.58
ROIC (%)	71.43	46.57	69.77	96.94	134.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.33	19.72	19.26	19.52	19.40
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.60	3.64	4.04	4.23	4.46
速动比率	4.44	3.47	3.86	4.03	4.25
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.38	0.45	0.48	0.49
应收账款周转率	5.89	5.60	6.04	5.64	5.58
应付账款周转率	0.59	0.39	0.40	0.38	0.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	0.99	1.33	1.73	2.19
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	6.72	8.20	10.14
估值比率					
P/E	48.89	44.37	32.80	25.34	20.00
P/B	8.92	8.12	6.51	5.34	4.32
EV/EBITDA	37.53	35.42	25.52	20.00	15.99

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”)在中华人民共和国内地(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