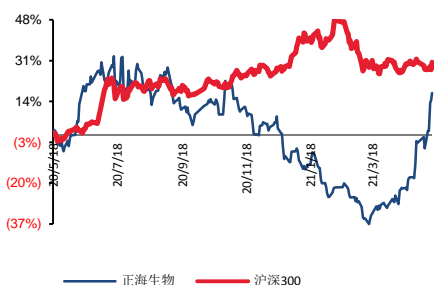


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 代理江苏创英种植体，进一步完善口腔种植领域生态链的布局

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	120/120
总市值/流通(百万元)	8,579/8,579
12 个月最高/最低(元)	94.02/38.27

### 相关研究报告:

正海生物(300653)《国内口腔耗材优质稀缺标的,受益于口腔种植高景气度》--2021/05/06

正海生物(300653)《2021 年一季报点评:需求恢复,业绩高速增长》--2021/04/28

正海生物(300653)《疫情下全年依旧实现正增长,在研活性生物骨有望打开成长空间》--2021/04/10

### 证券分析师:盛丽华

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

### 证券分析师:谭紫媚

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520090001

**事件:** 5月16日,公司举办上市四周年暨投资者交流活动,公布与国内种植体代表企业江苏创英医疗器械有限公司(以下简称“江苏创英”)开展合作。正海生物发挥民营口腔渠道优势,在全国范围内代理江苏创英的种植体产品在民营医院的销售,进一步完善公司在口腔种植领域生态链的布局。

**种植体在终端种植手术中,占有较大的价值量。**根据草根调研情况,目前国内市场上种植牙手术的费用大概在8000-22000元:种植体作为核心材料、费用最高,一般约占整个手术费用的44%(价格下降后预计到35%左右);其次为手术费+麻醉费左右约占比25%,修复材料约占13%,种植基台约占比12%,牙冠分烤瓷或全瓷牙占比6%左右。相较于公司原有的口腔修复膜和骨粉材料产品,包含种植体在内的整套产品销售有望为医生提供更完善的解决方案、以及提升的终端推广能力的优势。

**我国种植牙渗透率低,各因素影响下有望持续实现高增速。**根据Straumann年报数据,发达国家种植牙渗透率普遍在100-200颗/万人,最高如韩国和以色列能达到600颗/万人,而中国2017年仅有18颗/万人。根据行业巨头Straumann的分地区销售情况,2020年亚太地区种植牙市场份额占比约为20%,其中大部分集中在韩国和日本,中国占全球市场比重不超过5%。

我们预计除了2020年受疫情影响以外,我国每年种植牙颗数的增速均在30%以上,其中2020年约为380万颗种植牙;若按照1500元的出厂价计算,市场规模接近60亿元人民币。基于种植牙价格下行、市场下沉至三四线城市、人口老龄化、消费升级等因素,行业渗透率有望持续提升,种植行业仍将保持较高的增长。

**种植体进口替代空间充足,公司完善布局打开成长空间。**国内口腔种植市场基本以进口品牌为主,国产品牌市场占有率不足10%。进口欧美品牌定价在10,000-20,000元人民币区间;国产种植体基本以中低端价位为主,普遍定价在5,000-7,000之间,性价比较高,进口替代空间充足。

江苏创英公司与瑞士科研机构合作,引进了全套瑞士的生产设备和表面处理技术,以及产品加工工艺。江苏创英种植牙的TL软组织水

平及 BL 骨水平种植体系统，在国产种植系统中医生认可度高。公司代理江苏创英种植体，在现有口腔修复膜和骨粉材料的基础上进一步叠加产品线、以及完善口腔种植领域布局，有望大幅拓展公司成长空间。

**投资建议：**国内种植牙渗透率提升空间大，种植牙领域将保持快速增长，公司作为国内口腔耗材领域优质稀缺标的，受益于口腔行业快速发展，以及口腔修复膜进口替代，业绩快速增长。公司活性生物骨获批将开启广阔骨科市场，其他在研品种引导组织再生膜、新一代生物膜等为现有品种升级版，将进一步提升产品竞争力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.56/1.95/2.46 亿元，按着 5 月 14 日收盘价，对应 PE 分别为 55/44/35 倍，继续给予“推荐”评级。

**风险提示：**集采政策变动风险；市场竞争风险；研发风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	293	381	477	589
(+/-%)	4.64	30.03	25.20	23.48
净利润(百万元)	118	156	195	246
(+/-%)	10.19	31.63	25.31	25.93
摊薄每股收益(元)	0.99	1.30	1.63	2.05
市盈率(PE)	57.43	55.08	43.95	34.90

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	78	193	316	501	733	营业收入	280	293	381	477	589
应收和预付款项	53	58	68	87	108	营业成本	19	23	31	49	65
存货	18	24	24	38	50	营业税金及附加	2	2	3	4	5
其他流动资产	378	255	170	142	115	销售费用	111	104	128	148	171
流动资产合计	525	527	576	764	999	管理费用	20	21	26	30	35
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-1	-4	-1	-2	-3
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	28	68	145	217	284	投资收益	13	0	13	13	13
在建工程	122	166	171	102	34	公允价值变动	0	7	0	0	0
无形资产	42	41	38	35	33	营业利润	123	134	178	225	284
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	1	3	2	0	0
其他非流动资产	0	1	1	1	1	利润总额	124	136	180	225	284
资产总计	720	806	933	1122	1353	所得税	17	18	24	30	38
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	107	118	156	195	246
应付和预收款项	86	92	88	139	182	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	107	118	156	195	246
其他长期负债	18	14	14	14	14						
负债合计	132	159	126	188	242						
股本	80	120	120	120	120	<b>预测指标</b>					
资本公积	269	229	229	229	229		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	206	253	385	551	760	毛利率	93.12%	92.23%	91.90%	89.70%	89.00%
归母公司股东权益	588	647	802	998	1243	销售净利率	38.38%	40.35%	40.87%	40.93%	41.75%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	29.81%	4.82%	29.93%	25.15%	23.43%
股东权益合计	588	647	802	998	1243	EBIT 增长率	30.01%	9.03%	41.12%	28.77%	27.30%
负债和股东权益	720	806	929	1186	1485	净利润增长率	25.14%	10.19%	31.63%	25.31%	25.93%
						ROE	18.25%	18.30%	19.41%	19.56%	19.77%
						ROA	14.91%	14.69%	16.70%	17.39%	18.16%
						ROIC	18.01%	49.77%	44.31%	50.71%	57.44%
						EPS(X)	0.89	0.99	1.30	1.63	2.05
						PE(X)	78.78	57.43	55.08	43.95	34.90
						PB(X)	14.38	10.51	10.69	8.60	6.90
						PS(X)	20.16	23.17	22.51	17.99	14.57
						EV/EBITDA(X)	49.75	54.08	47.29	35.64	27.14

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。