

代理种植体持续深耕景气度高的口腔赛道

正海生物(300653)

我国种植牙渗透率低，市场欧美和韩国产品为主

2011~2019年间，我国种植牙复合年均增长率48%，中国已经成为世界上植牙增速最快的国家之一，即使如此，我国在全球种植牙数量的占比仅为1%；预计2020年我国种植牙数量400万颗，相当于29颗/万人，与邻近的韩国220万颗（412颗/万人）、日本超过30颗/万人、美国接近100颗/万人，我国的种植牙渗透率还有很大的提升空间。

根据Straumann数据2018年全球种植牙行业上游的种植体的市场格局中前三家公司占据56%的市场份额，其中Straumann市占率第一，高达25%，欧美和韩国的种植系统在全球占主导地位。而各个国家和地区的种植体，中国占比仅1%，占比低，而欧美占比75%，经济发达地区市场种植体的普及率更高。此外，国内种植体市场规模，国内进口品牌占比约90%以上，国产品牌为10%左右，中国种植体市场仍以欧美（中高端）和韩国（低端）种植系统为主。

上市公司持续发力口腔赛道

2021年5月16日，烟台正海生物科技股份有限公司与江苏创英医疗器械有限公司举办合作签约仪式，江苏创英授权正海生物为种植体产品的全国民营渠道代理，经销产品为牙种植体系统产品及相关口腔产品，授权经销区域为全国民营医疗机构。种植牙手术的主要耗材包括种植体、种植基台、牙冠、修复材料（膜和粉），其中核心种植体费用占比为44%，修复材料费用占比12%，下游的诊疗手术费用占比25%左右。自此，正海生物在口腔领域，不仅仅同时拥有口腔修复膜和口腔骨粉，也有国产优质种植体，可以充分利用公司现有的口腔渠道，为临床提供更加丰富的产品解决方案，正海生物也是唯一同时具备口腔修复膜、口腔骨粉和种植体在售的公司。

2021年5月27日，融钰集团发布公告《融钰集团股份有限公司重大资产购买暨关联交易预案摘要》，上市公司拟以支付现金的方式向共青城德伦、欢乐基金购买其持有的德伦医疗67.00%的股权，对标的公司2021~2023年度的业绩实现情况作出相关承诺，2021~2023年度标的公司预计合并报表口径下的净利润业绩目标：（1）2021年度业绩目标为3000万元；（2）2022年度业绩目标为5000万元；（3）2023年度业绩目标为8000万元。

维持“买入”评级

我们维持公司盈利预测不变，预计公司2021~2023年收入分别为3.92/5.17/6.70亿元，分别同比增长33.8%/31.6%/29.7%，归母净利润分别为1.70/2.20/2.80亿元，分别同比增长44.0%/29.2%/27.1%；2021~2023年PE分别

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	74.93
股票代码：	300653
52周最高价/最低价：	93.2/37.88
总市值(亿)	89.92
自由流通市值(亿)	89.92
自由流通股数(百万)	120.00



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

联系人：谭国超
邮箱：tangc@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

- 1.【华西医药】正海生物(300653)深度研究报告：口腔赛道的佼佼者，潜在产品将会陆续获批
2021.05.05
- 2.
- 3.

为 52.75X/40.83X/32.12X。考虑到公司的口腔膜所处赛道景气度高和增速快、生物膜以其产品质量和管理优势持续获取市场份额、储备品种活性生物骨空间巨大，在研产品外科用填充海绵、宫腔修复膜等品类持续推进，维持“买入”评级。

风险提示

活性生物骨取得注册证不及预期；可能潜在的带量采购带来价格的变动；公司市场推广活动不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	280	293	392	517	670
YoY (%)	29.8%	4.8%	33.8%	31.6%	29.7%
归母净利润(百万元)	107	118	170	220	280
YoY (%)	25.1%	10.2%	44.0%	29.2%	27.1%
毛利率 (%)	93.1%	92.2%	92.1%	91.6%	91.2%
每股收益 (元)	0.89	0.99	1.42	1.84	2.33
ROE	18.3%	18.3%	20.9%	21.2%	21.3%
市盈率	83.73	75.98	52.75	40.83	32.12

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 口腔赛道的主要耗材：种植体.....	4
1.1. 种植牙：主要应用于缺牙修复.....	4
1.2. 口腔种植牙市场：渗透率较低，市场空间大.....	5
1.3. 老龄化+可支配收入增加等因素驱动行业快速增长.....	6
1.4. 种植体产业市场：进口为主，国内种植体份额低.....	7
2. 口腔产业链持续受到关注，行业景气度高.....	9
2.1. 正海生物（300653）代理创英种植体：完善口腔耗材链，提供口腔耗材整体解决方案.....	10
2.2. 行业景气度持续：口腔医疗服务连锁德伦医疗被并购.....	11
3. 投资建议与风险提示.....	13
3.1. 投资建议.....	13
3.2. 风险提示.....	13

图表目录

图 1 种植牙效果图.....	5
图 2 种植牙的组成部分.....	5
图 3 我国口腔专科医院中公立和民营数量及增速.....	5
图 4 2011-2020 年中国口腔医疗服务行业规模.....	5
图 5 我国种植牙数量（万颗）.....	6
图 6 中国韩种植体渗透率比较（2018 年）.....	6
图 7 老龄化人口比重不断攀升.....	7
图 8 中国与美国老年年龄段人群牙齿治疗率.....	7
图 9 口腔医院中执业医师和执业助理医师的数量.....	7
图 10 中国与国外百万人牙医配比（2015）.....	7
图 11 种植牙和天然牙的对应.....	8
图 12 种植牙手术成本拆分.....	8
图 13 种植牙各国家地区市场份额.....	9
图 14 2018 年全球种植体公司市场份额情况.....	9
图 15 创英种植体产品图.....	11
图 16 德伦医疗股权结构.....	12
表 1 可摘义齿、固定义齿、种植义齿比较.....	4
表 2 我国种植牙潜在市场规模（终端）.....	6
表 3 常见种植体材料.....	8
表 4 国产部分已经获批种植体系统.....	9
表 5 德伦医疗 2019~2020 年营收和净利润.....	12

1. 口腔赛道的主要耗材：种植体

1.1. 种植牙：主要应用于缺牙修复

种植牙指的是一种以植入骨组织内的下部结构为基础来支持、固位上部牙修复体的缺牙修复方式，包括下部的支持种植体和上部的牙修复体两部分，主要针对牙齿缺损和缺失后的治疗工作。目前常用的牙齿缺失的主要修复方式有可摘义齿、固定义齿、种植义齿三种。种植牙可以获得与天然牙功能、结构以及美观效果十分相似的修复效果，已经成为越来越多缺牙患者的首选修复方式。

表 1 可摘义齿、固定义齿、种植义齿比较

	可摘义齿	固定义齿	种植义齿
主要原理	利用剩余天然牙或粘膜作为支持，通过卡环固定在剩余天然牙上，同时，利用基托使义齿保持适当的位置行使咀嚼功能，可以自行摘戴的一种修复体	利用缺牙区一侧或两侧的天然牙作为基牙，利用基牙上做固位体，缺牙区做桥体，通过连接体连接成一体，最后用粘固剂固定在基牙上，患者不能自行取戴的一种修复体。	以植入骨组织内的下部结构为基础来支持、固位上部牙修复体的缺牙修复方式。它包括下部的支持种植体和上部的牙修复体
适用情况	缺失单颗牙，多颗牙，或全口牙	少数牙缺失，间歇缺牙，余留牙健康状况好	牙列缺损、全口无牙颌
咀嚼功能	咀嚼效能不佳	咀嚼效率高	接近天然牙
健康度	需要磨牙，会对邻牙造成伤害，易导致牙槽骨吸收，出现金属过敏等症状	易出现各种并发症，导致食物塞牙，牙槽骨萎缩，甚至出现基牙疼痛，容易脱落	依靠自身的人工牙根进行修复，不用磨旁边的健康牙齿，对牙齿没有任何伤害。
美观度	边缘密合不好会导致牙体着色	可以看到塑料基托	可以根据就诊者的脸型、其他牙齿的形状与颜色制作牙冠，达到整体协调和美观的最佳效果
对基牙的影响	易致基牙损伤、粘膜溃疡、加快牙槽骨吸收	对基牙要求较高；基牙的咀嚼负担加重，长时间可能导致基牙松动	依靠自身的人工牙根进行修复，不用磨旁边的健康牙齿，对牙齿没有任何伤害。
舒适度	初戴时异物感强、唾液增多、发音不清晰、恶心	舒适度较高	不需要摘取，舒适方便
是否牢固	固位性差、易脱落或翘动	依靠口腔粘膜和部分邻牙承受压力，受力差	不使用传统镶牙的卡环或牙套，人工牙根牙槽骨紧密结合，像真牙一样扎根在口腔里，具有很强的固位力与稳定性
使用寿命	一般为 5-8 年，需不定期更换	一般为 5-8 年，需不定期更换	使用时间长，保持较好可以数十年
价格对比	500 元/颗	800-5000 元/颗	7000-20000 元/颗

资料来源：医脉通，华西证券研究所

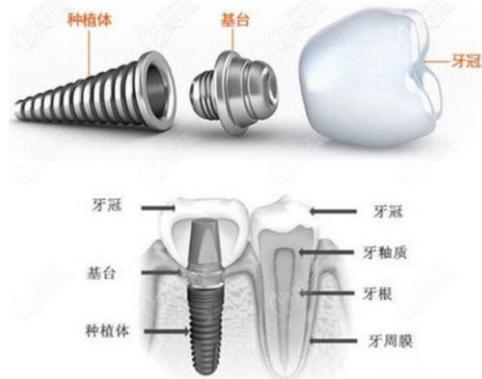
目前种植牙主要有常规种植和即刻种植两种方式，常规种植一般在拔牙后 2-3 个月进行种植，整个修复过程较为长，通常需要六个月以上。即刻种植是指在拔出牙齿的同时，把种植牙体通过手术的办法植入到患者口内。前牙区，即刻种植的长期存留率与延期种植基本相当，能缩短疗程，降低费用，防止牙槽骨吸收。但即刻种植目前有严格的适应症要求，限制了即刻种植的使用。未来随着技术和骨修复材料研发的不断推进，预计临床适应症要求逐步扩大。修复时间短、费用低有望提高种植牙渗透率。

图 1 种植牙效果图



资料来源：清华阳光口腔，华西证券研究所

图 2 种植牙的组成部分



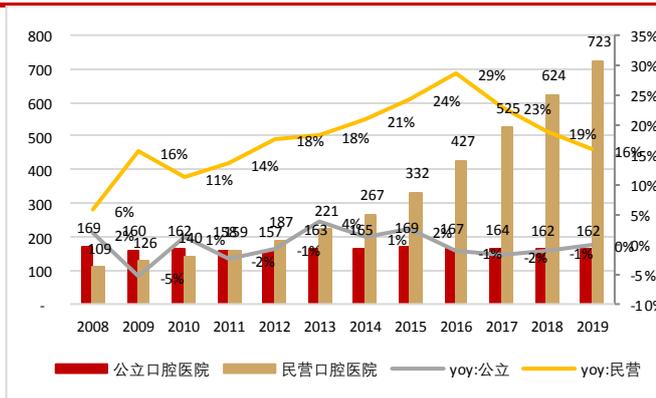
资料来源：深圳光美口腔，华西证券研究所

1.2. 口腔种植牙市场：渗透率较低，市场空间大

口腔科目前仍然是医院最赚钱的科室之一，仅次于骨科，并且利润率极高，且风险低。现在患者对口腔健康问题越来越重视，老龄化导致口腔健康需求迅速增长。因此，大量资本介入口腔诊疗行业。

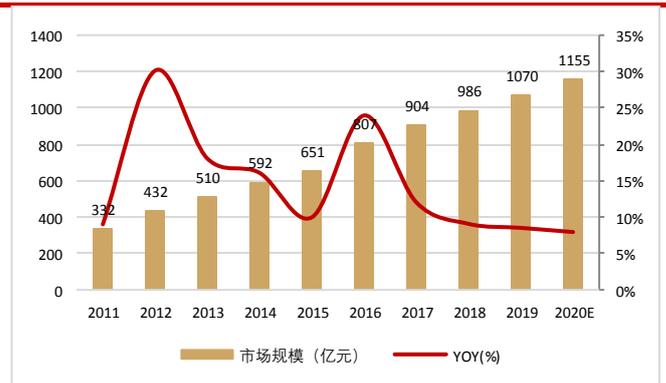
截至 2019 年，我国共有 885 家口腔专科医院，其中民营医院 723 家，占比约 82%。2011~2019 年间，公立口腔专科医院仅增加 4 家，民营口腔专科医院增加 564 家，复合年均增长率为 21%。根据美团《2020 中国口腔医疗行业报告》，2011~2019 年，中国口腔医疗服务行业复合年均增长率 (CAGR) 约为 16%。尽管受到疫情影响，2020 年中国口腔医疗服务行业仍将比上年增长 8% 左右，行业规模将达到 1155 亿元。鉴于人们对口腔健康意识的提升，人均收入的提升以及口腔医疗机构的壮大，预计随着疫情逐步得到控制，口腔医疗市场将重回快速增长通道。

图 3 我国口腔专科医院中公立和民营数量及增速



资料来源：卫健委，华西证券研究所

图 4 2011-2020 年中国口腔医疗服务行业规模

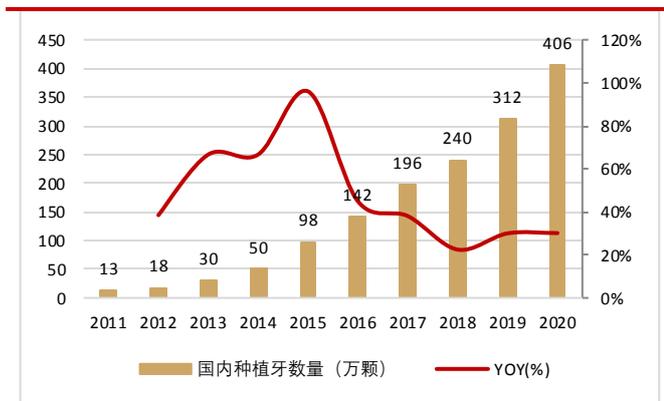


资料来源：《中国卫生健康统计年鉴》，华西证券研究所

2011~2019 年间，我国种植牙复合年均增长率 48%，中国已经成为世界上种植牙增速最快的国家之一，即使如此，我国在全球种植牙数量的占比仅为 1%。预计 2020 年我国种植牙数量 406 万颗，相当于 29 颗/万人，与邻近的韩国 220 万颗 (412 颗/万人)、日本超过 30 颗/万人、美国接近 100 颗/万人，我国的种植牙渗透率还有很大的提升空间；加上我国执业牙医相对短缺，2020 年口腔医院执业医师 2.27 万人 (wind

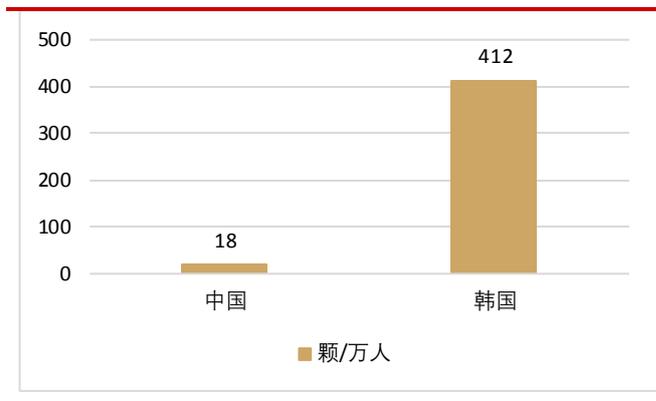
口腔医院口径)，每年保持快速的增长，未来有望在牙医人数的增加基础上持续推动种植牙的开展，因此我们认为近年来种植牙需求的高速增长仍将维持。

图 5 我国种植牙数量（万颗）



资料来源：前瞻研究院，华西证券研究所

图 6 中国韩种植体渗透率比较（2018 年）



资料来源：wind，华西证券研究所

随着年龄的增长，人口缺牙的情况会趋于严重：45~54 岁人群人均缺牙数量为 2 颗；65 岁以上则增加至 7.5 颗，假设 20~54 岁种植牙渗透率为 1%，种植牙平均价格 10000 元；54 岁以上渗透率 0.5%，种植牙平均价格 6000 元，我国种植牙潜在市场规模约为 1300 亿元（终端口径），潜在种植牙颗数为 1678 万颗。

表 2 我国种植牙潜在市场规模（终端）

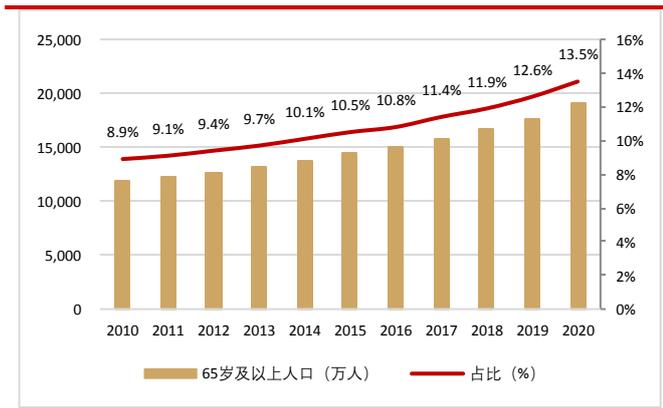
	20-44 岁	45-54 岁	55-64 岁	65 岁以上
人数 (亿人)	5.27	2.5	1.74	1.72
平均缺牙数 (颗)	0.4	2	3.7	7.5
总缺牙数 (颗)	2.11	5.00	6.44	12.90
种植牙渗透率	1%	1%	0.50%	0.50%
潜在种植牙数量 (万颗)	210.8	500	321.9	645
单价 (元/颗)	10000	10000	6000	6000
市场规模	210.8	500	193.14	387

资料来源：卫健委，华西证券研究所

1.3. 老龄化+可支配收入增加等因素驱动行业快速增长

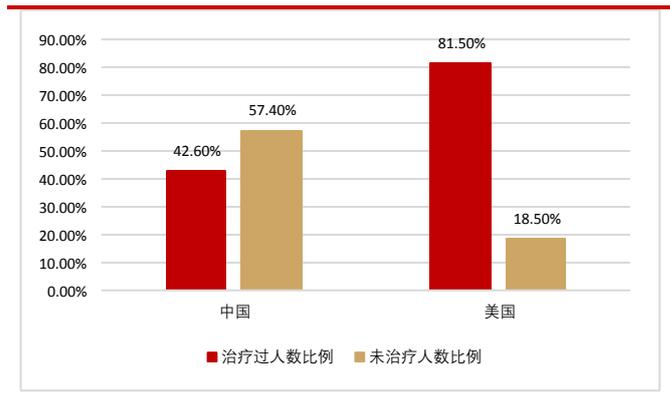
我国 65 岁以上人口占比 2020 年已达到 13.5%，老龄化程度进一步提高。随着年龄的增长，人口缺牙的情况会趋于严重，老龄化加剧使潜在种牙需求不断增长。据前瞻经济学人统计，我国 65~74 岁人群的牙齿治疗率为 42.6%，美国该年龄段人群的治疗水平为 81.5%，相比美国治疗率还有较大差距。

图 7 老龄化人口比重不断攀升



资料来源：统计局，华西证券研究所

图 8 中国与美国老年年龄段人群牙齿治疗率

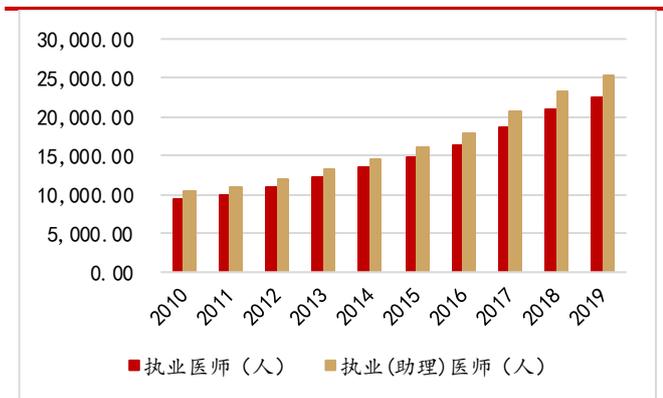


资料来源：HKTDC, USHHS, 华西证券研究所

居民口腔健康意识不断加强。根据 2015 年《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》调查结果，居民口腔健康知识知晓率为 60.1%，84.9% 的人对口腔保健持积极态度；儿童患龋齿率较十年前有所提升，但治疗比例上升近 50%；65-74 岁老人义齿修复率提升 29.5%，存留牙数平均增加 1.5 颗。随着患者教育不断推进，口腔知识普及率已有明显提升。

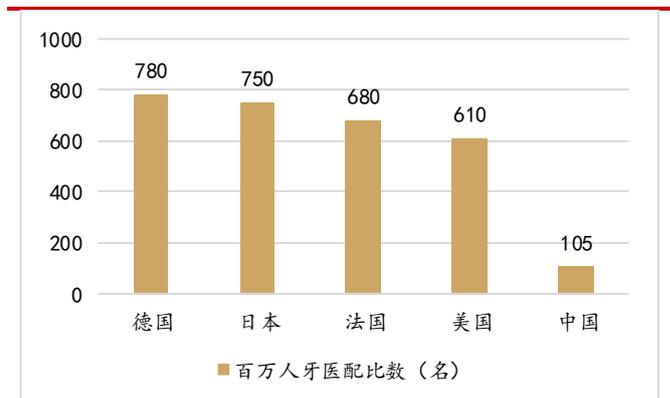
口腔医院及口腔医生数量有待提高。根据 wind 统计，2011~2019 年，我国口腔医院中，执业医师和执业助理医师的数量分别以 10.94% 和 11.16% 的年复合增长率增长。执业医师数量从 2011 年的 9852 名增长到 2019 年的 22609 名。但与其他国家每百万人口拥有的牙医数相比，还有较大的差距，2015 我国每百万人口拥有的牙医数仅有 105 名，欧美发达或中等发达国家百万人牙医配比为 500~1500 名，随着牙科医生的数量和技术提升，种植牙渗透率有望进一步提高。

图 9 口腔医院中执业医师和执业助理医师的数量



资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 中国与国外百万人牙医配比 (2015)

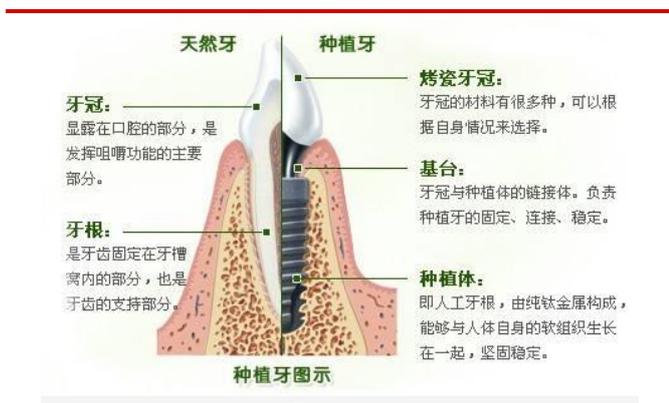


资料来源：Statistics Korea, 华西证券研究所

1.4. 种植体产业市场：进口为主，国内种植体份额低

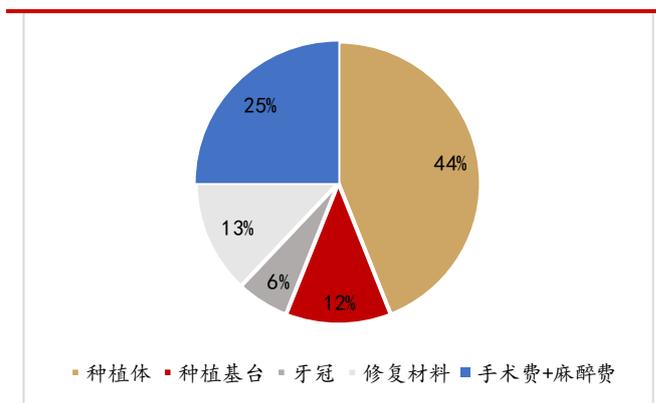
种植牙手术的主要耗材包括种植体、种植基台、牙冠、修复材料。其中核心种植体费用占比为 44%，修复材料费用占比 12%，下游的诊疗手术费用占比 25% 左右。

图 11 种植牙和天然牙的对应



资料来源: 清华阳光口腔, 华西证券研究所

图 12 种植牙手术成本拆分



资料来源: 产业信息网, 华西证券研究所

种植体是植入牙槽骨中, 为整个种植系统提供支持、固位作用, 是种植牙的核心部件。目前纯钛和钛合金是临床上应用最广泛的种植体材料。

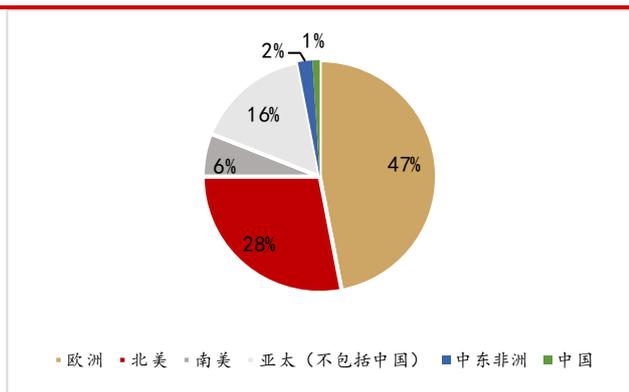
表 3 常见种植体材料

材料种类	特点	常用材料
碳素材料	化学性质稳定不会被降解, 但是脆性大, 易破裂; 材料呈黑色, 不够美观	玻璃碳、低温各向同性碳
生物陶瓷材料	坚固耐用, 耐腐蚀, 对人体无害, 与组织相容性好, 能与骨组织发生有机结合, 促进骨组织恢复	生物惰性陶瓷、生物活性陶瓷、生物降解性陶瓷
高分子材料	化学结构与人体天然高分子接近, 在体内微环境中不够稳定, 可能因发生分解、降解造成局部刺激, 甚至出现全身性反应	丙烯酸酯类、聚四氟乙烯类、聚枫类
金属与合金材料	目前临床上应用最广泛的种植体材料, 生物相容性和机械性能良好, 在生物环境下优良的抗腐蚀性	金、铁铬镍合金、铸造钴铬合金、钛及合金
复合材料	两种或两种以上材料复合	金属表面喷涂陶瓷

资料来源: 口腔网, 华西证券研究所

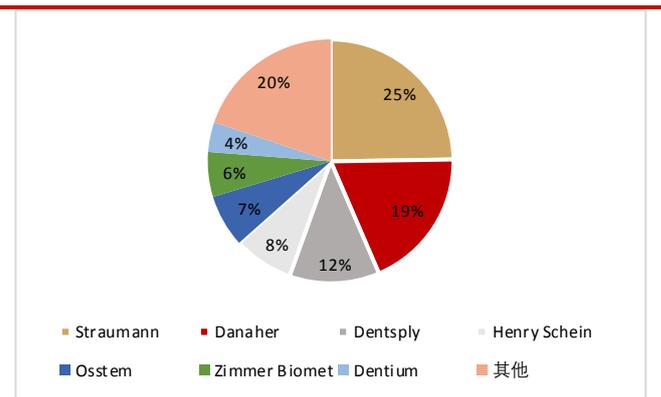
根据 Straumann 数据 2018 年全球种植牙行业上游的种植体的市场格局中前三家公司占据 56% 的市场份额, 其中 Straumann 市占率第一, 高达 25%, 欧美和韩国的种植系统在全球占主导地位。而各个国家和地区的种植体, 中国占比仅 1%, 占比低, 而欧美占比 75%, 经济发达地区市场种植体的普及率更高。此外, 国内种植体市场规模, 国内进口品牌占比约 90% 以上, 国产品牌为 10% 左右, 中国种植体市场仍以欧美 (中高端) 和韩国 (低端) 种植系统为主。

图 13 种植牙各国家地区市场份额



资料来源：医谷，华西证券研究所

图 14 2018 年全球种植体公司市场份额情况



资料来源：Straumann，华西证券研究所

根据药监局和药智网，目前我国已有 18 款国产种植系统上市，我们认为国产种植体占有率不高的原因：1) 技术上国产和进口表面处理工艺和加工精密程度上可能存在一定差别，产品性能稳定性有待观察；2) 国内种植体起步较晚，临床数据不足，医生不愿使用；3) 多数植牙患者的收入水平较高，价格不敏感，这类消费者主要使用的是欧美的种植体，价格较低的韩国种植牙系统占据了部分价格敏感患者市场，国产优势不足。随着国产产品技术进步，医生教育加强以及向三四线城市的渗透，国产种植体进口替代可期。

表 4 国产部分已经获批种植体系统

产品名称	注册证编号	注册人名称
牙种植体系统	国械注准 20213170274	江苏创英医疗器械有限公司
牙种植体	国械注准 20203171012	佛山市安齿生物科技有限公司
种植体系统	国械注准 20153170861	郑州康德泰口腔医疗科技有限公司
牙种植体	国械注准 20203170554	泰安康盛生物科技有限公司
钛及钛合金人工牙种植体系统	国械注准 20203170306	西安康拓医疗技术有限公司
人工牙种植体	国械注准 20143171855	浙江广慈医疗器械有限公司
牙科种植体	国械注准 20203170039	茵普朗(上海)医疗器械有限公司
种植体系统	国械注准 20193170720	厦门登德玛科技有限公司(大博医疗)
牙种植体系统	国械注准 20193171979	深圳安特医疗股份有限公司
牙种植体系统	国械注准 20193170583	北京齿恒高科科技有限公司
牙种植体系统	国械注准 20193171890	常州百康特医疗器械有限公司
牙种植体	国械注准 20193171832	华西医科大学卫生部口腔种植科技中心
牙种植体系统	国械注准 20183631719	威海威高洁丽康生物材料有限公司
牙种植体	国械注准 20183631641	四川大学生物材料工程研究中心
牙科种植体	国械注准 20173630013	北京西格东方医疗电子技术有限公司
纯钛人工牙种植体	国械注准 20163631812	河北新华口腔科技有限公司
牙种植体系统	国械注准 20163632318	北京莱顿生物材料有限公司
牙种植体系统	国械注准 20163631710	泰安康盛医疗器械有限公司

资料来源：药智网，华西证券研究所

2. 口腔产业链持续受到关注，行业景气度高

2.1. 正海生物（300653）代理创英种植体：完善口腔耗材链， 提供口腔耗材整体解决方案

2021年5月16日，烟台正海生物科技股份有限公司与江苏创英医疗器械有限公司举办合作签约仪式，江苏创英授权正海生物为种植体产品的全国民营渠道代理，经销产品为牙种植体系统产品及相关口腔产品，授权经销区域为全国民营医疗机构。自此，正海生物在口腔领域，不仅仅同时拥有口腔修复膜和口腔骨粉，也有国产优质种植体，可以充分利用公司现有的口腔渠道，为临床提供更加丰富的产品解决方案，正海生物也是唯一同时具备口腔修复膜、口腔骨粉和种植体的公司。

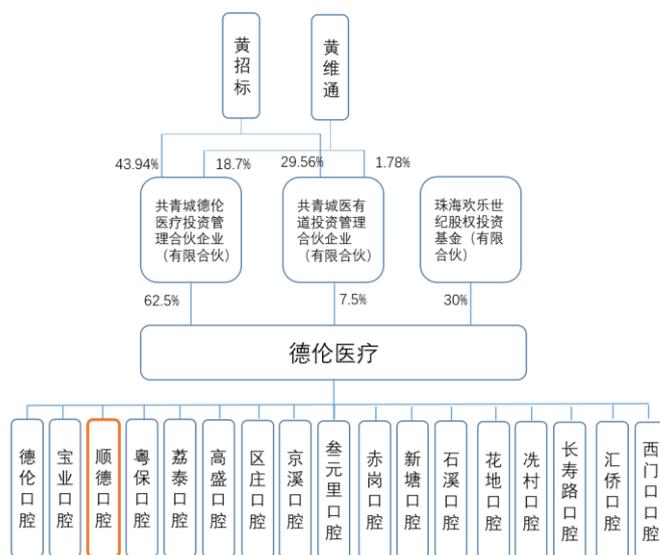
此外，公司在口腔领域，持续投入研发，多个产品即将进入临床。根据公司《2021年5月17日投资者关系活动记录表(2)》，目前公司研发的牙体修复的齿科修复材料——通用树脂，和用于树脂粘结的齿科修复材料——粘剂，目前分别处于中试试验及注册检验阶段；2020年新立项项目大块树脂，拟用于后牙牙体缺损填充和修复，目前处于工艺研究阶段。

而正海生物合作的创英医疗 2010 年公司成立，与瑞士知名科研机构和国内顶尖口腔医疗机构开展科研和临床学术合作，专注在口腔种植修复耗材领域的研发生产和销售，公司已取得四项口腔植入物相关的三类医疗器械注册证，2 项二类医疗器械注册证，44 项一类医疗器械备案及 45 项授权专利，产品已获得美国 FDA 510(k) 认证，欧盟 CE 认证。目前已向市场推出创英 TL 牙龈水平种植体、TLE 牙龈水平自攻种植体、BL 骨水平种植体、BLE 骨水平锥形自攻种植体，并于 2021 年 4 月取得新一代 NT 骨水平锥形自攻种植体的注册证。创英医疗最新的获 NMPA 审批通过的牙种植体系统，结构及材料成分主要是：牙种植体系统由牙种植体和牙种植体附件组成，牙种植体附件由基台、基台螺丝、愈合帽、封闭螺丝和临时内冠组成，其中牙种植体的原材料为四级纯钛（TA4G），牙种植体附件（基台、基台螺丝、愈合帽、封闭螺丝和临时内冠）的原材料为 Ti6Al4V（TC4）。牙种植体采用辐照灭菌，以无菌状态交付；基台、基台螺丝、愈合帽、封闭螺丝和临时内冠可以由无菌或非无菌两种状态交付。牙种植体表面采用喷砂酸蚀处理，部分基台及封闭螺丝表面采用阳极氧化，其他为机加工表面。

家)、主治医师 41 名。公司各科室带头人大部分为来自广东省口腔医院、华西口腔医院、光华口腔医院等国内领先口腔专科医院的主任医师。

目前，共青城德伦持有德伦医疗 937.50 万股，持股比例为 62.50%，为标的公司控股股东。德伦医疗董事长黄招标先生持有共青城德伦 43.9359% 的份额，持有共青城医有道 29.5556% 的份额；黄维通先生持有共青城德伦 18.6999% 的份额和共青城医有道 1.7778% 的份额，并担任德伦医疗董事兼总经理，负责日常经营及管理。德伦医疗实际控制人为黄招标、黄维通。

图 16 德伦医疗股权结构



资料来源：融钰集团公司公告，华西证券研究所

德伦医疗形成了“总院+旗舰院+精品院”的业务发展模式，即以总院作为技术中心、培训中心、研发中心，在广州市各区设立旗舰院，以城市社区为单位设立精品院，形成“1（区域旗舰院）+N（社区精品院）”型的口腔医疗服务覆盖体系，通过精品院充分挖掘基础口腔医疗需求，通过旗舰院提供完善的医疗资源支持，促进集团内部资源的优化配置，形成德伦医疗品牌效应、协同效应和规模效应。目前，德伦医疗在广州市中心五区（越秀、荔湾、海珠、白云、天河）已经搭建起“1+N”业务模式，未来德伦医疗紧跟广州市区的拓展规划，在外围城区复制。

受疫情影响，德伦医疗在 2020 年 2 月至 5 月期间未能正常营业；自 2020 年以来，德伦医疗新开设 9 家分院，新院前期开办支出较大且新院盈利需要一定的时间周期，因此德伦医疗 2020 年处于亏损状态。随着新冠疫情逐步缓解及新开分院开始逐步产生收入，2020 年第四季度德伦口腔实现营业收入 1.16 亿元，净利润 1363.27 万元（未经审计），净利率为 11.76%。

表 5 德伦医疗 2019~2020 年营收和净利润

	2019	2020
营业收入（万元）	32874.86	30609.83
利润总额（万元）	-617.54	-1244.46
净利润（万元）	-633.19	-1275.19
归属于母公司股东的净利润（万元）	-633.19	-1275.19

资料来源：wind，华西证券研究所

3. 投资建议与风险提示

3.1. 投资建议

我们维持公司盈利预测不变，预计公司 2021~2023 年收入分别为 3.92/5.17/6.70 亿元，分别同比增长 33.8%/31.6%/29.7%，归母净利润分别为 1.70/2.20/2.80 亿元，分别同比增长 44.0%/29.2%/27.1%；2021~2023 年 PE 分别为 52.75X/40.83X/32.12X。考虑到公司的口腔膜所处赛道景气度高和增速快、生物膜以其产品质量和管理优势持续获取市场份额、储备品种活性生物骨空间巨大，在研产品外科用填塞海绵、宫腔修复膜等品类持续推进，维持“买入”评级。

3.2. 风险提示

活性生物骨取得注册证不及预期：活性生物骨为药械联合产品，需要药监局器械和药品部门的联合审批，注册周期长，可能会因为各种原因而导致需要继续补充相关资料，而再生材料的再生长特性对产品的观察期要求会更长。

可能潜在的带量采购带来价格的变动：口腔膜带有消费属性，加上竞争格局较好，不担心出现的集采；公司的脑膜补片目前已经完成进口替代，在江苏、山东等地方已经开始进行省份集采，可能会因为集采而价格出现变动，影响公司的收入和利润。

公司市场推广活动不及预期：公司采取多种形式开展市场活动，疫情下更是线上线下结合开展学术推广，不排除竞争对手也采用同样的策略，导致市场推广活动效果不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	293	392	517	670	净利润	118	170	220	280
YoY (%)	4.8%	33.8%	31.6%	29.7%	折旧和摊销	6	32	30	28
营业成本	23	31	43	59	营运资金变动	0	32	38	53
营业税金及附加	2	3	4	5	经营活动现金流	118	223	274	342
销售费用	104	143	189	247	资本开支	-103	120	-46	-51
管理费用	21	28	37	49	投资	123	35	-65	-65
财务费用	-4	0	0	0	投资活动现金流	28	165	-98	-99
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	10	13	17	债务募资	0	0	0	0
营业利润	134	171	222	282	筹资活动现金流	-60	0	0	0
营业外收支	3	2	2	2	现金净流量	86	387	175	243
利润总额	136	173	224	284					
所得税	18	3	3	4	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	118	170	220	280	成长能力				
归属于母公司净利润	118	170	220	280	营业收入增长率	4.8%	33.8%	31.6%	29.7%
YoY (%)	10.2%	44.0%	29.2%	27.1%	净利润增长率	10.2%	44.0%	29.2%	27.1%
每股收益	0.99	1.42	1.84	2.33	盈利能力				
					毛利率	92.2%	92.1%	91.6%	91.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	40.3%	43.4%	42.6%	41.8%
货币资金	193	581	756	999	总资产收益率 ROA	14.7%	16.4%	16.5%	16.3%
预付款项	3	4	6	8	净资产收益率 ROE	18.3%	20.9%	21.2%	21.3%
存货	24	30	41	57	偿债能力				
其他流动资产	307	280	358	442	流动比率	3.64	4.32	4.05	3.85
流动资产合计	527	895	1,162	1,506	速动比率	3.45	4.15	3.88	3.68
长期股权投资	0	15	30	45	现金比率	1.33	2.80	2.64	2.55
固定资产	68	78	95	119	资产负债率	19.7%	21.3%	22.5%	23.5%
无形资产	41	41	41	41	经营效率				
非流动资产合计	278	143	176	216	总资产周转率	0.36	0.38	0.39	0.39
资产合计	806	1,038	1,338	1,722	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.99	1.42	1.84	2.33
应付账款及票据	92	126	176	240	每股净资产	5.39	6.81	8.64	10.98
其他流动负债	53	81	111	151	每股经营现金流	0.99	1.86	2.28	2.85
流动负债合计	145	207	287	391	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	14	14	14	14	PE	75.98	52.75	40.83	32.12
非流动负债合计	14	14	14	14	PB	10.51	11.00	8.67	6.83
负债合计	159	221	301	405					
股本	120	120	120	120					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	647	817	1,037	1,317					
负债和股东权益合计	806	1,038	1,338	1,722					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

谭国超：中山大学理学毕业，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与新时代证券研究所，具备医疗产业临床一线、一级市场投资和二级市场研究经验。2019年11月加入华西证券研究所，主要负责A+H股医疗器械标的。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。