

# 大博医疗 (002901)

证券研究报告

2021年09月23日

## 关节业务加速发力，医用耗材全品类多向发展

### 国内骨科植入市场的全面布局者

大博医疗是国内骨科植入行业产品种类齐全、规模领先、具有市场竞争力的企业之一。2021年上半年公司实现营业收入8.47亿元，同比增长26%；实现归母净利润3.17亿元，同比增长20%。创伤、脊柱、微创外科业务分别占比营业收入的62.27%、21.62%和7.18%。

### 骨科植入物市场空间广阔，进口替代趋势下国产企业迅速崛起

国内创伤类产品2019年约92亿元，2019-2024年CAGR为13%。2019年公司在国内创伤类植入耗材的市场份额为7.79%，在国产品牌中排名第一，在全品牌中排名第三。2021年7月，公司在河南十二省（区、市）骨科创伤带量采购中所有代表品均成功中选，此次跨省联盟集采大博医疗与博益宁普通接骨板系统需求量为1.23万件，占联盟总需求量的15.04%；锁定加压接骨板系统总需求量为10.18万件，占联盟总需求量的17.58%；髓内钉系统需求量为3.31万件，占联盟总需求量的24.86%，中选结果较为理想。

### 积极参与集中带量采购，创伤、关节集采顺利中标有望巩固领先地位

根据Orthworld数据统计，2020年全球髋关节市场总量为70.54亿美元，市场份额占比前十的企业中首次有国产企业上榜，得益于良好的医工合作和国内丰富的病例数，国产企业关节产品质量持续提升，逐渐缩小与进口产品差距，并且在3D打印、人工智能技术的开发等一些领域开始引领行业发展。在国产产品逐渐向基层渗透和向三甲医院突破的过程中，关节类植入物产品有望持续进口替代。国家组织人工关节集中带量采购于2021年9月14日公布拟中选结果，公司在本次带量采购中陶瓷-陶瓷类、陶瓷-聚乙烯类、合金-聚乙烯类髋关节和膝关节产品四个组均中选，公司有望受益于此次国采提升临床使用，从而加速产品研发和技术升级。

### 建设口腔种植体生产线，谋划口腔业务长远发展

2019年国内种植牙数量超300万颗，种植牙数量保持30%左右增速快速增长，国内口腔种植体市场长期被进口品牌占据，国产替代进口的空间较大。大博医疗种植体系统于2019年9月取得医疗器械产品注册证，公司齿科种植体品牌——百齿泰已于2020年年初开始正式推广销售，代表性的产品为SLA柱型种植体Driving，自上线以来，已获得市场良好反馈。

**盈利预测与估值：**我们预计①脊柱植入类、关节植入类市场国产化率持续增长；②创伤植入类产品市场集中度持续提升，公司占据更多市场份额；预计公司2021-2023年归母净利润分别为7.83/9.90/12.49亿元，给予公司2021年PE为35倍，对应目标价68元人民币，首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示：**产品研发进度不及预期、产品销售推广不及预期、核心产品在带量采购中未中标的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,257.32	1,586.86	2,046.50	2,584.05	3,236.60
增长率(%)	62.77	26.21	28.97	26.27	25.25
EBITDA(百万元)	655.96	839.91	960.94	1,209.19	1,517.91
净利润(百万元)	465.49	605.68	783.06	989.84	1,249.24
增长率(%)	25.32	30.12	29.29	26.41	26.21
EPS(元/股)	1.15	1.50	1.93	2.44	3.08
市盈率(P/E)	48.79	37.50	29.00	22.95	18.18
市净率(P/B)	13.19	10.80	8.82	7.47	6.26
市销率(P/S)	18.06	14.31	11.10	8.79	7.02
EV/EBITDA	34.72	34.06	22.03	17.44	13.85

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	56.06元
目标价格	68元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	405.14
流通A股股本(百万股)	340.61
A股总市值(百万元)	22,712.14
流通A股市值(百万元)	19,094.52
每股净资产(元)	5.21
资产负债率(%)	25.31
一年内最高/最低(元)	104.55/46.04

### 作者

杨松 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020004  
zhangxue@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 十余载深耕打造创伤龙头，医用耗材多领域布局	4
1.1. 创伤植入耗材领航者	4
1.2. 创始人临床经验丰富，股权激励彰显发展信心	5
1.3. 业绩复苏顺利，增长劲头强势	6
2. 创伤、脊柱产品持续升级，物流系统夯实业务优势	6
2.1. 业务覆盖骨科植入耗材全产品线，专利及注册证数量居行业领先	6
2.2. 先发优势明显，创伤领域的国内第一	7
2.3. 脊柱产品持续优化升级，“自研+收购”双轮驱动业务加速发展	9
2.4. 物流系统在全国地区持续开拓，提升备货效率	12
3. 获得陶瓷关节产品注册证，开启业务新蓝图	12
3.1. 政策利好行业发展，人工关节领域前景广阔	12
3.2. 高端关节产品获批，迈入骨科全产品线发展新纪元	13
3.3. 积极参与集中带量采购，集采顺利中标有望巩固领先地位	14
4. 口腔种植业务加速增长，进口替代正当时	16
4.1. 种植牙市场景气度高，国内空间远未饱和	16
4.2. 建设口腔种植体生产线，谋划口腔业务长远发展	19
5. 微创外科、神经外科业务作为有效补充，持续拓展业务领域	20
6. 盈利预测与估值	21
6.1. 盈利预测	21
6.2. 估值与投资评级	22
7. 风险提示	22

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：创伤业务贡献主要营业收入，脊柱业务增长提速	4
图 3：公司股权结构较为合理	5
图 4：2021 年上半年业绩显著恢复	6
图 5：2021 年上半年归母净利润同比增长 19.92%	6
图 6：2021 年上半年毛利率保持平稳	6
图 7：2021 年上半年研发费用率同比基本持平	6
图 8：公司发明专利（个）和三类注册证（个）数量居国内同行业领先地位	7
图 9：公司持有注册证种类（个）齐全	7
图 10：国内创伤类植入医疗器械市场规模(亿元) 稳定增长	8
图 11：国内骨科创伤植入物类 CR5 持续上升	8
图 12：2021 年上半年公司创伤产品线收入为 5.27 亿元，占公司总营业收入的 62.27%	9
图 13：2018-2019 年大博医疗在国内创伤类植入耗材市场份额中位居国产品牌第一，全品	

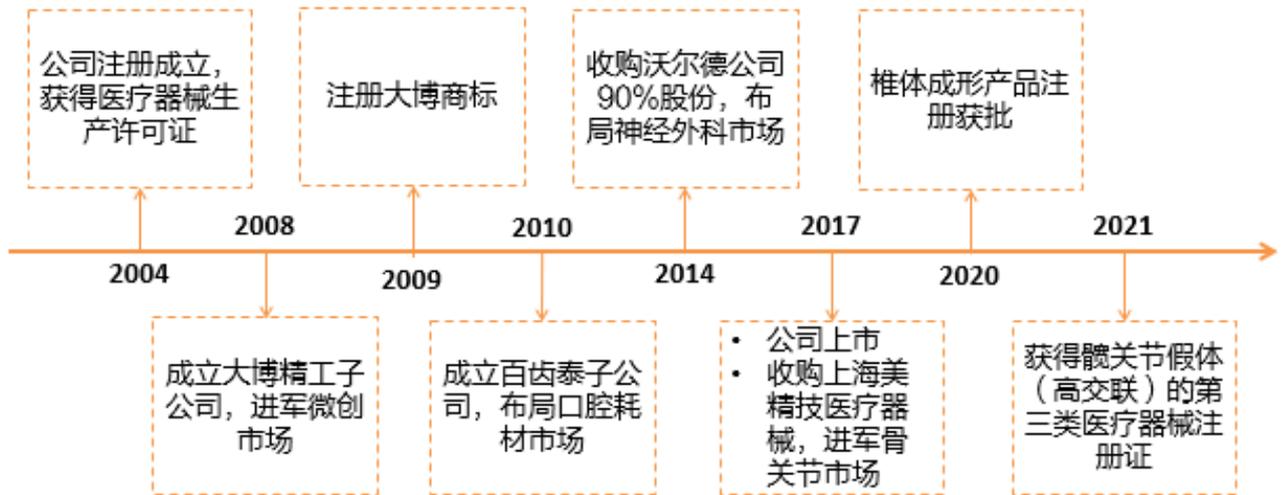
牌第三.....	9
图 14: 国内脊柱类植入医疗器械市场规模 (亿元) 持续扩大.....	10
图 15: 2021 年上半年公司脊柱类产品收入 1.83 亿元.....	10
图 16: 脊柱业务成长为大博医疗收入占比第二大的业务.....	10
图 17: 安德思考普 2021 年 Q1 营业收入 819.12 万元.....	11
图 18: 公司五大营销培训中心辐射全国.....	12
图 19: 每个营销培训中心下设四个主要部门.....	12
图 20: 国内关节类产品市场规模 (亿元) 持续扩大.....	12
图 21: 2019 年国内关节类产品占骨科植入市场份额的 27.77%.....	12
图 22: 国内骨关节炎患病率在 60 岁以上人群中占比最高.....	13
图 23: 国内人口老龄化趋势不断加剧.....	13
图 24: 2020 年全球髌关节市场份额结构.....	13
图 25: 国产企业跻身全球髌关节市场份额前十 (单位: 百万美元).....	13
图 26: 全国各地积极探索高值医用耗材领域的带量采购.....	15
图 27: 国家人工关节集采相关政策梳理.....	16
图 28: 国内种植牙数量快速增长.....	17
图 29: 国内每百万人口腔医生数远未饱和.....	17
图 30: SLA 柱型植体 Driving 外形设计更精巧.....	19
图 31: 微创外科业务持续增长.....	21
图 32: 持续培育神经外科业务, 丰富业务布局.....	21
表 1: 创始人临床经验丰富.....	5
表 2: 公司是国内为数不多的能够覆盖骨科植入类耗材全产品线的企业.....	6
表 3: 公司创伤类产品涵盖全面.....	7
表 4: 脊柱类植入物主要包括脊柱内固定系统和椎间融合器.....	9
表 5: 公司脊柱类产品丰富.....	11
表 6: 公司拥有全线关节产品.....	14
表 7: 大博医疗现有 9 个关节类产品注册证.....	14
表 8: 公司在河南十二省 (区、市) 骨科创伤带量采购中所有代表品均成功中选.....	15
表 9: 公司在国家人工关节集中带量采购中所有组别均中选.....	16
表 10: 种植牙是目前效果最好的缺牙修复方式.....	17
表 11: 国内种植体市场为进口品牌所主导.....	18
表 12: 公司口腔种植类产品主要是种植体系统.....	19
表 13: 公司拟非公开发行股票募集资金用于口腔种植体生产线建设项目.....	20
表 14: 施爱德 (厦门) 医疗器材有限公司的微创产品线.....	20
表 15: 公司神经外科类产品齐全.....	21
表 16: 公司营业收入预测.....	21
表 17: 可比公司估值.....	22

## 1. 十余载深耕打造创伤龙头，医用耗材多领域布局

### 1.1. 创伤植入耗材领航者

大博医疗科技股份有限公司的是一家以骨科、神经外科、微创外科为主的综合性医疗集团。公司 2004 年成立于厦门，主营业务系医用高值耗材的生产、研发与销售，主要产品包括骨科创伤类植入耗材、脊柱类植入耗材及神经外科类植入耗材、微创外科耗材等。公司是国内产品种类齐全、规模领先、具有市场竞争力的企业之一。

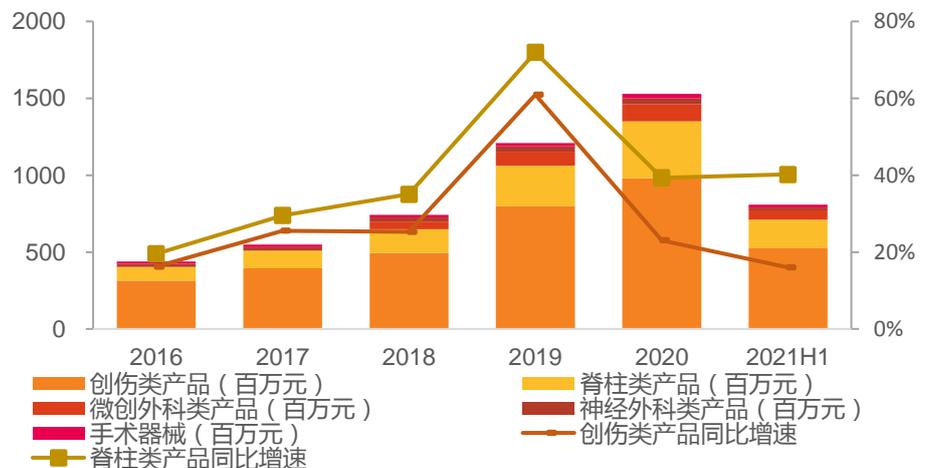
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，wind，公司公告，天风证券研究所

**创伤业务贡献主要营业收入，脊柱业务增长提速。**2021 年上半年，公司创伤类产品收入占公司总营业收入的 62.27%，贡献主要营业收入；脊柱类产品实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 40.22%，占总营业收入的 21.61%。公司致力于成为国际一流的综合性医用高值耗材供应商，未来将继续以骨科植入性高值耗材的研发、生产和销售作为主营业务，在增加人工关节、运动医学等骨科产品规模与品类的同时，拓展颅颌面外科、普外科、微创外科及齿科等医用高值耗材领域。

图 2：创伤业务贡献主要营业收入，脊柱业务增长提速



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 创始人临床经验丰富，股权激励彰显发展信心

公司创始人林志雄先生和林志军先生在骨科创伤领域有较多积累。林志雄先生 1996 年至 2004 年任厦门中山医院骨科主治医生，拥有丰富的一线骨科创伤治疗经验；林志军先生 1999 年至 2008 年供职于厦门伊耐特医疗器械有限公司，担任董事、总经理，拥有丰富的医疗器械行业一线销售和管理经验，在产品设计、行业判断、临床反馈等方面能够发挥专业优势，调整企业经营战略，满足企业发展需求。

公司多次实施股权激励计划，彰显发展信心。为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，公司从 2018 年开始推出限制性股权激励计划。2018 年公司向 228 名激励对象授予限制性股票 183 万股；2019 年，向 85 名激励对象授予限制性股票 36.26 万股；2021 年，向 525 名激励对象授予限制性股票 310.94 万股，同时以 2021 年净利润值为基数，2022-2024 年净利润同比增速分别不低于 24%、25%、26%。第二次股权激励覆盖人员更为广泛，核心高管激励政策到位、业绩考核明确，为长期增长奠定有效的激励基础。

表 1：创始人临床经验丰富

姓名	职位	国籍	简介
林志雄	董事长	中国	1996 年 9 月至 2004 年 7 月，林志雄在厦门中山医院任骨科主治医生。2003 年 4 月至 2004 年 6 月，前往日本国立千叶大学骨科研究室进修并获得日本国立千叶大学医学部博士入学资格。2004 年 6 月回国后创立厦门大博颖精医疗器械有限公司，2004 年 8 月至今历任公司董事长、总经理，现任公司董事长。
林志军	副董事长	中国	1999 年 2 月至 2008 年 5 月，供职于厦门伊耐特医疗器械有限公司，担任执行董事、总经理。2007 年 12 月创立大博医疗国际投资有限公司（香港）并担任董事长至今。2008 年 5 月至今，任公司副董事长。林志军兼任福建省医疗器械协会副会长、厦门市医疗器械协会会长职务。

资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

公司创始人拥有公司实际控制权，股权结构较为合理。公司 2021 年半年报显示，公司实际控制人为林志雄、林志军，林志雄先生通过昌都市大博通商医疗投资管理有限公司间接持股 44.41%，通过上海则睿企业管理咨询合伙企业(有限合伙)间接持股 0.91%；林志军先生直接持股 19.95%，通过大博医疗国际投资有限公司间接持股 22.72%；二人合计持股 87.99%。

图 3：公司股权结构较为合理



资料来源：公司 2021 年半年报，天风证券研究所

### 1.3. 业绩复苏顺利，增长劲头强势

**2021 年上半年业务逐步恢复高速增长。**2021 年上半年实现营业收入 8.47 亿元，同比增长 25.83%；实现归母净利润 3.17 亿元，同比增长 19.92%；毛利率为 85.70%，与 2020 年同期相比保持平稳，净利率为 38.72%，相比 2020 年同期有小幅下降。公司营业收入的增长主要由于脊柱类产品和微创外科类产品营业收入增加，2021 年上半年公司脊柱类业务实现 1.83 亿元的营业收入，同比增长 40.22%；微创外科类业务实现 6076 万元的营业收入，同比增加 62.69%。净利润的下滑主要是由于骨科耗材带量采购范围持续扩大，公司积极参与骨科带量采购，产品终端价格降低。公司 2021 年上半年研发费用率 7.87%，同比基本持平，公司继续专注于疗法创新，持续加大研发投入力度。

图 4：2021 年上半年业绩显著恢复



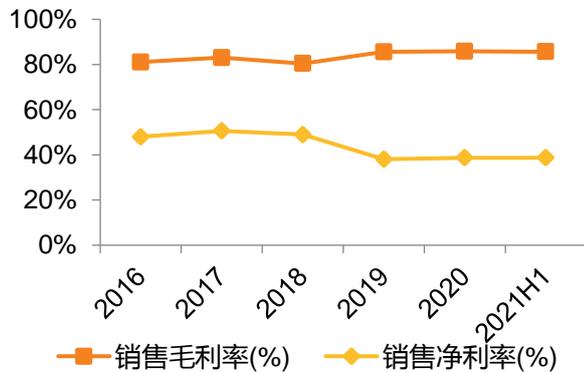
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2021 年上半年归母净利润同比增长 19.92%



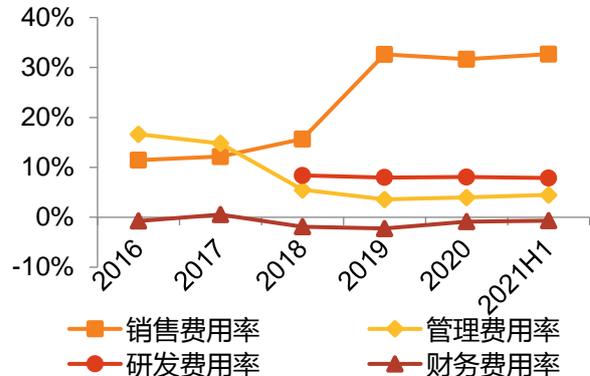
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2021 年上半年毛利率保持平稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2021 年上半年研发费用率同比基本持平



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 创伤、脊柱产品持续升级，物流系统夯实业务优势

### 2.1. 业务覆盖骨科植入耗材全产品线，专利及注册证数量居行业领先

**公司业务覆盖骨科植入耗材全产品线。**对比公司与国内同行业主要厂商在骨科植入医疗器械主要细分领域的产品线，公司是国内为数不多的能够覆盖骨科植入类耗材全产品线的企业，全品类覆盖优势助推公司在骨科领域全面布局，不断提升综合实力。

表 2：公司是国内为数不多的能够覆盖骨科植入类耗材全产品线的企业

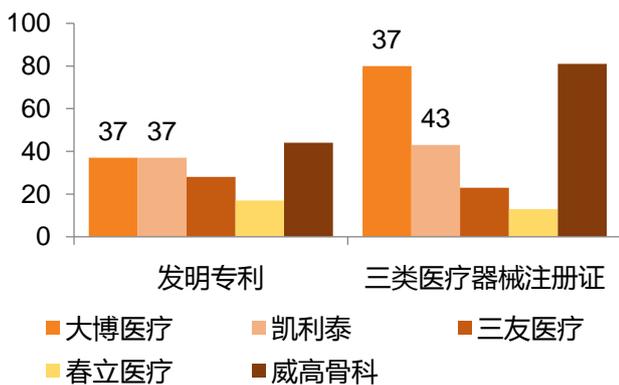
公司名称	公司类型	脊柱类	创伤类	关节类	运动医学
大博医疗	国内厂商	√	√	√	√
三友医疗	国内厂商	√	√		

公司名称	公司类型	脊柱类	创伤类	关节类	运动医学
凯利泰	国内厂商	✓	✓	✓	✓
爱康医疗	国内厂商	✓	✓	✓	
春立正达	国内厂商	✓	✓	✓	✓
天津正天	国内厂商	✓	✓	✓	
威高骨科	国内厂商	✓	✓	✓	✓
强生	国外厂商	✓	✓	✓	✓
美敦力	国外厂商	✓	✓		
捷迈	国外厂商	✓	✓	✓	✓
史赛克	国外厂商	✓	✓	✓	

资料来源：威高骨科招股说明书，天风证券研究所

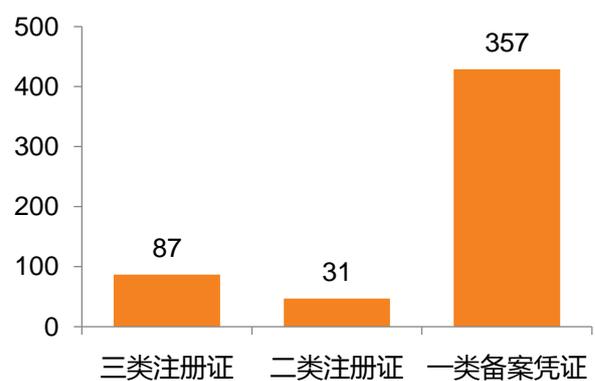
公司持有注册证种类齐全，拥有专利及注册证数量居行业领先水平。截至 2021 年公司半年报，公司已经取得国内三类医疗器械注册证 87 个，二类医疗器械注册证 47 个，一类医疗器械备案凭证 429 个，注册证种类较齐全。截止 2020 年年报，公司已取得发明专利 37 项，在发明专利和三类注册证的数量上居于国内同行业领先地位。

图 8：公司发明专利（个）和三类注册证（个）数量居国内同行业领先地位



资料来源：威高骨科招股说明书，天风证券研究所

图 9：公司持有注册证种类（个）齐全



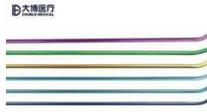
资料来源：公司 2021 年半年报，天风证券研究所

## 2.2. 先发优势明显，创伤领域的国内第一

公司在创伤和脊柱领域拥有“大博”和“博益宁”双品牌，面向骨科市场提供差异化的产品和服务。公司的创伤类植入耗材产品主要用于成人及儿童上肢、下肢、骨盆、髌部、手部及足踝等部位的病理性、创伤性骨折修复或矫形需要等的外科治疗，包括髓内钉、金属接骨板及骨针、螺钉等内固定系统及外固定支架等，产品类别较为全面。

表 3：公司创伤类产品涵盖全面

产品品类	功能主治	图片
髓内钉	用于股骨、胫骨、肱骨骨折内固定	
空心钉	用于四肢骨折及不规则骨骨折内固定	

产品品类	功能主治	图片
普通钉板	用于四肢骨折及不规则骨骨折内固定	
锁定钉板	用于四肢骨折及不规则骨骨折内固定	
手、足钉板产品	用于手部、足踝部骨折，截骨，矫形等内固定	
外固定支架	用于四肢骨折、畸形矫正及肢体延长外固定	
骨针、线缆等其他产品	用于四肢骨干、不规则骨折内固定及四肢骨折捆扎内固定	
小儿产品	用于小儿四肢骨折、畸形矫正	

资料来源：公司 2021 年半年报，公司官网，天风证券研究所

**国内创伤类植入医疗器械市场规模稳定增长，市场集中度提升。**国内创伤类产品的市场规模由 2015 年的 51 亿元增长至 2019 年的 92 亿元，2015-2019 年复合增长率为 15.76%；根据威高骨科招股说明书显示，预计到 2024 年国内创伤类植入器械市场规模在 170 亿元左右，2019-2024 年的复合增长率约 13.15%。创伤类相关产品的生产技术相对成熟，市场开发较充分，是国内骨科植入类医用耗材市场最大的细分类别，也是目前骨科植入市场国产化程度较高的市场，主要企业的市场份额差距相对较小。创伤领域前五名生产厂商的市场占有率（CR5）从 2017 年的 38.37% 提升至 2019 年的 40.04%，市场集中度提高。

图 10：国内创伤类植入医疗器械市场规模(亿元) 稳定增长



资料来源：威高骨科招股书，天风证券研究所

图 11：国内骨科创伤植入物类 CR5 持续上升



资料来源：威高骨科招股书，天风证券研究所

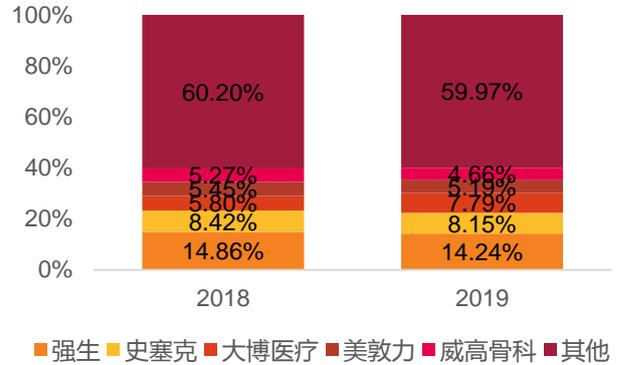
**创伤业务市场份额在国产品牌中排名第一，市占率持续提升。**2019 年公司在国内创伤类植入耗材的市场份额为 7.79%，对比 2018 年的市场份额 5.80%略有提高，在国产品牌中排名第一，在全品牌中排名第三。

图 12：2021 年上半年公司创伤产品线收入为 5.27 亿元，占公司总营业收入的 62.27%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2018-2019 年大博医疗在国内创伤类植入耗材市场份额中位居国产品牌第一，全品牌第三



资料来源：威高骨科招股书，三友医疗招股书，天风证券研究所

### 2.3. 脊柱产品持续优化升级，“自研+收购”双轮驱动业务加速发展

脊柱类植入物主要包括脊柱内固定系统和椎间融合器。脊柱类植入物主要应用于脊柱退变性疾病、脊柱骨折、畸形、感染及肿瘤等脊柱疾病。脊柱类植入物主要包括由螺钉、连接杆等单独或组合而成的脊柱内固定系统和椎间融合器。采用椎弓根螺钉和棒的脊柱后路内固定系统是目前脊柱外科使用最多的内固定系统，约占国内脊柱外科手术 70%。

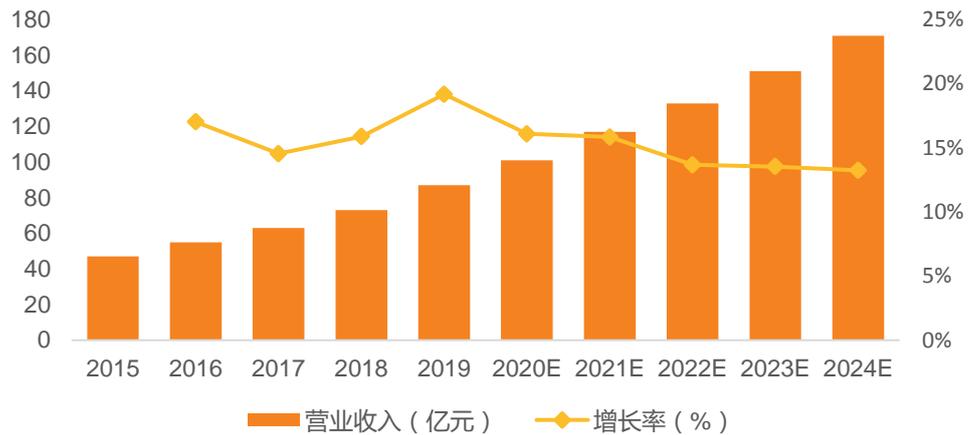
表 4：脊柱类植入物主要包括脊柱内固定系统和椎间融合器

分类	产品结构/设计	材料选择	材料优势
脊柱内固定系统	优化锁紧机制，减少滑丝、爆丝；降低螺钉切迹，减少异物感	钛合金	具有较好的强度，且可在 X 光下显影，对磁共振图像的干扰较小；具有较好的生物相容性。
椎间融合器	螺纹型植入后极易发生塌陷，而非螺纹型节段刚度较强；在逐步探索可撑开的结构设计或微型化设计	PEEK 或钛合金	钛合金具有良好的耐腐蚀性，可通过表面修饰来改善骨整合和细胞黏附。PEEK 椎间融合器在 X 线下可透光，便于术后观察和评估

资料来源：威高骨科招股书，天风证券研究所

**国内脊柱类植入市场规模保持 14% 左右速度稳定增长。**2015-2019 年，中国脊柱类植入器械市场的销售收入由 47 亿元增长至 87 亿元，复合增长率为 16.58%，高于骨科植入耗材的整体增速，是增长最快的骨科医疗器械细分市场。根据威高招股说明书显示，以 2019 年的 87 亿元为基数，预计到 2024 年中国脊柱类植入器械市场规模在 171 亿元左右，未来 5 年的复合增长率在 14.42% 左右。

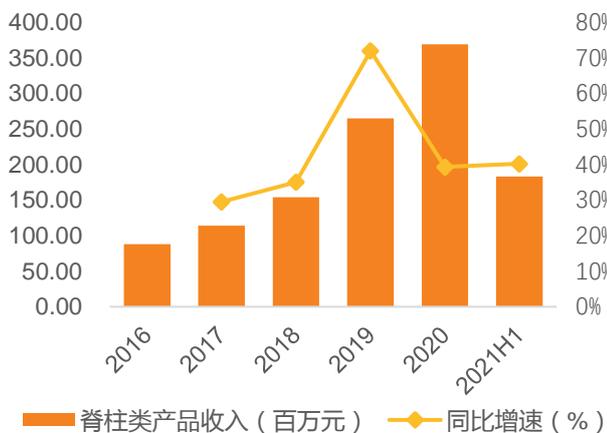
图 14：国内脊柱类植入医疗器械市场规模（亿元）持续扩大



资料来源：威高招股说明书，天风证券研究所

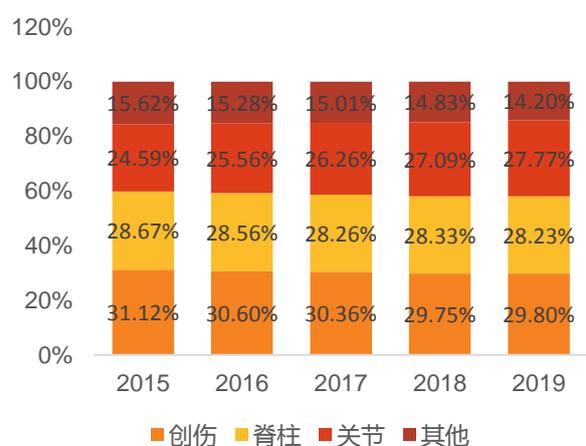
**脊柱业务成长为大博医疗收入占比第二大的业务。**公司脊柱类产品 2020 年度实现营业收入 3.69 亿元，占公司总营业收入的 23.27%；2021 年上半年实现营业收入 1.83 亿元，占公司总营业收入的 21.61%；已经成长为大博医疗收入占比第二大的业务。目前脊柱类植入医疗器械市场进口品牌占有率超过 60%，随着脊柱类市场规模的进一步扩大以及进口替代，公司的脊柱业务的营业收入预计保持增长。

图 15：2021 年上半年公司脊柱类产品收入 1.83 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：脊柱业务成长为大博医疗收入占比第二大的业务

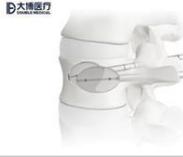


资料来源：威高骨科招股书，天风证券研究所

公司脊柱类植入耗材产品主要用于由创伤、退变、畸形或其他病理原因造成的各类脊柱疾患的外科治疗。公司脊柱类产品主要包括椎弓根螺钉系统、脊柱接骨板系统、椎间融合器、椎体成形系列等各类脊柱内固定装置等。

**霍比特系统提供所有脊柱疾病的解决方案。**2018 年，公司联合上海第六人民医院、华南理工大学、同济大学等单位获得国家重点研发计划专项《纳米生物活性玻璃新型骨重建材料及产品研发》，有效整合高校研发力量和医院临床资源，共同推进重点研发计划专项的落地；成功研发全球结构最小椎弓钉产品（脊柱“霍比特”系列）。公司的霍比特系统在人体内空间最小，工具和内植物的设计可以完成所有脊柱疾病（从小儿的畸形、退变、骨折、畸形）的治疗和矫正，做到一套系统完整提供所有解决方案。

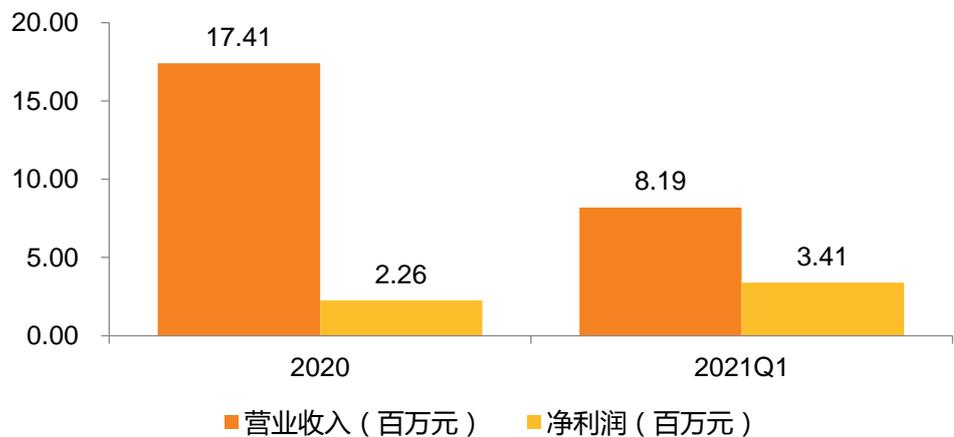
表 5：公司脊柱类产品丰富

产品品类	功能主治	示意图
脊柱接骨板（前路）	用于颈、胸、腰段脊柱前路内固定	
脊柱内固定器（后路）	用于颈、胸、腰段脊柱后路内固定	
椎间融合器	用于脊柱骨折、滑脱、不稳、间盘突出 的椎间植骨融合内固定	
椎体成形系统	用于椎体压缩性骨折或椎体肿瘤的撑 开复位与骨水泥注入	

资料来源：公司 2021 年半年报，天风证券研究所

**收购安德思考普 51%的股权,进入椎间孔镜领域。**为进一步加快在脊柱产品线的全面布局，结合临床脊柱手术微创化的趋势，2021 年 5 月公司出资 9371 万元人民币收购北京安德思考普商贸有限公司 51%的股权，获得其椎间孔镜设备和配套的器械耗材。安德思考普成立于 2011 年，拥有德国思派安德斯有限公司的关于脊柱内窥镜手术器械等全部产品在中国区的独家代理权。安德思考普 2020 年营业收入为 1740.59 万元，净利润为 225.55 万元；2021Q1 营业收入为 819.12 万元，净利润为 340.57 万元。此次收购将使公司现有的研发团队和安德思考普公司的研发团队充分整合，针对脊柱微创手术研发出更多符合临床需求的创新型产品。并购完成后公司将以原有脊柱产品线为基础，扩充微创脊柱产品线，提升脊柱产品线的整体竞争力。

图 17：安德思考普 2021 年 Q1 营业收入 819.12 万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 物流系统在全国地区持续开拓，提升备货效率

物流系统在全国地区持续开拓，提升备货效率。公司建立了“五大中心、全国覆盖”的营销和物流网络，为公司产品推广、市场宣传和医生培训提供保障。每个中心下设有销售事业部、市场部、订单管理部、综合事务部等部门，拥有超过 600 名的销售人员和业务支持人员。公司在全国一些主要区域建立了多个营销配送网点和多个物流配送服务中心，与各地经销商携手建立起完善的营销网络，销售已覆盖除港澳台外的全国所有地区及部分海外地区，做到了全覆盖。

图 18：公司五大营销培训中心辐射全国



资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

图 19：每个营销培训中心下设四个主要部门



资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

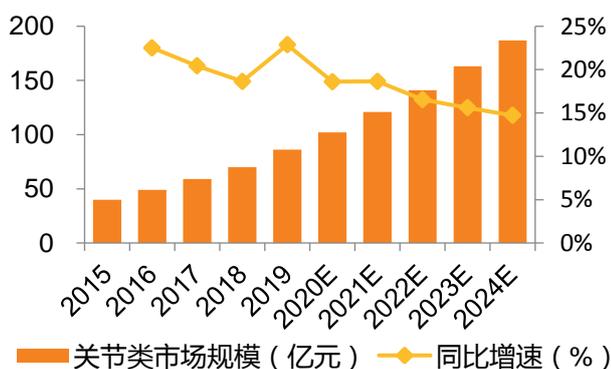
## 3. 获得陶瓷关节产品注册证，开启业务新蓝图

### 3.1. 政策利好行业发展，人工关节领域前景广阔

人工关节主要是指用于骨关节炎、类风湿性关节炎、股骨头坏死、关节周围的重度骨折等疾病治疗的骨科植入物。关节类产品预期使用年限通常在二十年以上。关节类植入产品以髋关节和膝关节为主。髋关节产品一般包含髋臼杯、球头、内衬和股骨柄，结构设计的主要创新点相对集中在髋臼杯、股骨柄及髋臼杯与内衬之间的配合机制。膝关节在产品结构上往往考虑股骨髁与髌骨之间的配合、股骨髁与胫骨垫之间的配合、胫骨垫与胫骨托之间的配合，以及股骨髁及胫骨托改良设计。

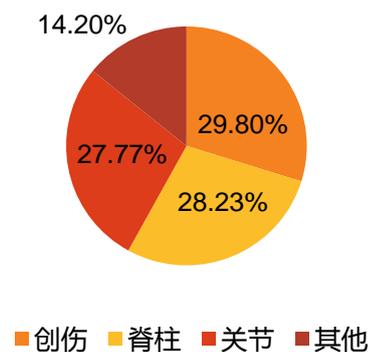
2019 年，国内关节类产品占骨科植入市场份额的 27.77%，是骨科植入耗材中的第三大细分领域。2019 年国内关节类产品的市场规模为 86 亿元，同比增长 22.86%。2015-2019 年复合增长率为 20.65%。根据威高招股说明书显示，以 2019 年 86 亿元为基础，预计到 2024 年国内关节类植入器械市场规模在 187 亿元左右，2020-2024 年的复合增长率为 16.87%。

图 20：国内关节类产品市场规模（亿元）持续扩大



资料来源：威高骨科招股说明书，天风证券研究所

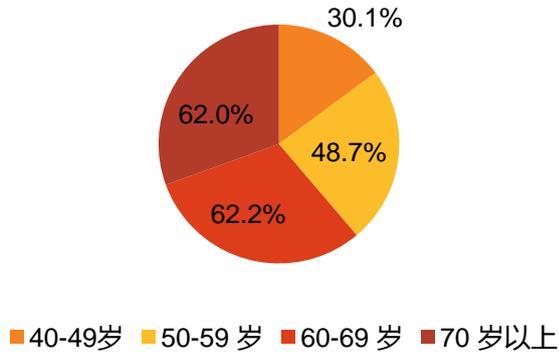
图 21：2019 年国内关节类产品占骨科植入市场份额的 27.77%



资料来源：威高骨科招股说明书，天风证券研究所

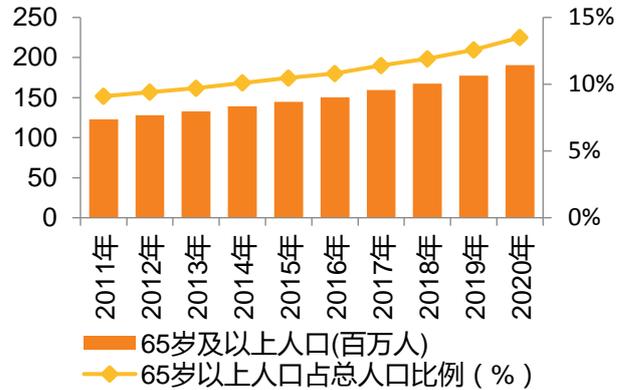
**老龄化及消费能力提升推动关节植入物市场快速增长。**根据《中国 40 岁以上人群原发性骨关节炎患病状况调查》，骨关节炎的发病率随年龄增长而增长，40-49 岁、50-59 岁、60-69 岁、70 岁以上人群原发性骨关节炎的患病率分别为 30.1%、48.7%、62.2%及 62.0%，骨关节炎好发于老年人。近年来，国内人口老龄化趋势加剧。国家统计局数据显示，自 2011 年至 2020 年，国内 65 岁及以上人口数量从 1.23 亿增加至 1.91 亿，整体增长 55.24%；占总人口比重从 9.1%增长至 13.5%，未来国内老龄化人口数量将进一步增长，在消费能力提升带来的需求催化下，关节类植入耗材的市场规模有望加速增长。

图 22：国内骨关节炎患病率在 60 岁以上人群中占比最高



资料来源：威高骨科招股说明书，天风证券研究所

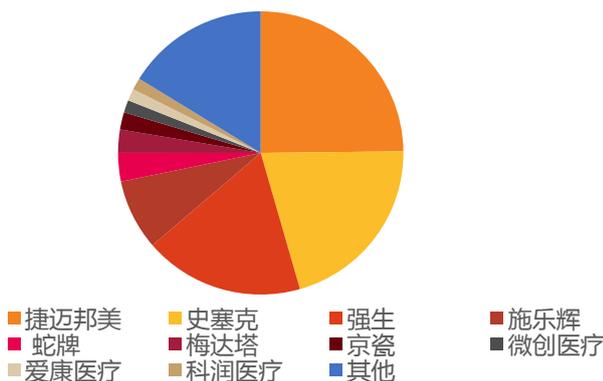
图 23：国内人口老龄化趋势不断加剧



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

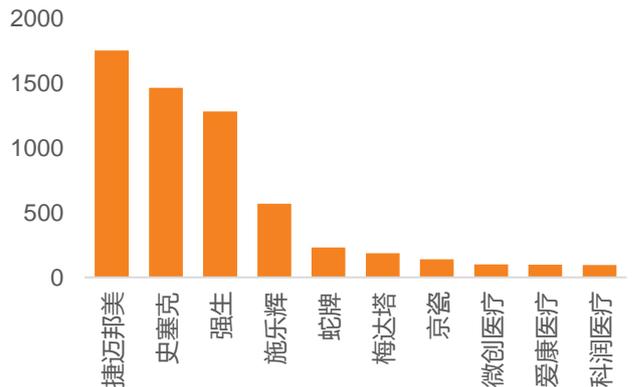
**全球关节植入物市场仍为进口品牌主导，国产品牌首次跻身销售额前十，有望持续追赶。**根据 Orthworld 数据统计，2020 年全球髋关节市场总量为 7054 百万美元，市场份额占比前十的企业中首次有国产企业上榜。国内关节植入物企业起步较晚，随着国产自主研发创新企业的加速发展，得益于良好的医工合作和国内丰富的病例数，国产企业关节产品质量持续提升，逐渐缩小与进口产品差距，并且在 3D 打印、人工智能技术的开发等一些领域开始引领行业发展。在国产产品逐渐向基层渗透和向三甲医院突破的过程中，关节类植入物产品有望持续进口替代。

图 24：2020 年全球髋关节市场份额结构



资料来源：爱康医疗官方公众号，天风证券研究所

图 25：国产企业跻身全球髋关节市场份额前十（单位：百万美元）



资料来源：爱康医疗官方公众号，天风证券研究所

### 3.2. 高端关节产品获批，迈入骨科全产品线发展新纪元

**高交联聚乙烯内衬及粉陶产品顺利获批助推集采中标。**公司关节植入类耗材涵盖髋关节假体和膝关节假体两个品类，分别可用于髋关节骨性关节炎、膝关节骨性关节炎，以及类风湿性关节炎、创伤性关节炎、良性和恶性骨肿瘤、强直性脊柱炎的关节置换。2021 年 7 月 9 日，公司髋关节假体（高交联）获得国家药品监督管理局颁发的关节产品注册证，这一产品可以与公司同一系统组件配合，用于髋关节置换。

表 6：公司拥有全线关节产品

产品品类	功能主治	照片
髌关节假体	用于髌关节骨性关节炎、类风湿性关节炎、创伤性关节炎、良性和恶性骨肿瘤、强直性脊柱炎的关节置换	
膝关节假体	用于膝关节骨性关节炎、类风湿性关节炎、创伤性关节炎、良性和恶性骨肿瘤、强直性脊柱炎的关节置换	

资料来源：公司 2021 年半年报，公司官网，天风证券研究所

2021 年 7 月，公司获得髌关节假体（高交联）、陶瓷内衬、陶瓷球头等第三类医疗器械注册证。其中髌关节假体（高交联）由髌臼杯、髌臼内衬、双极头内衬组成，其中髌臼杯由符合 YY0117.1 标准的钛合金材料制成，髌臼内衬和双极头内衬由符合 YY/T0811 标准的高交联超高分子量聚乙烯材料制成。髌臼杯外表面经纯钛和羟基磷灰石复合涂层。髌关节假体（高交联）获得国家药品监督管理局颁发的关节产品注册证，进一步丰富和完善了公司的关节产品线。

表 7：大博医疗现有 9 个关节类产品注册证

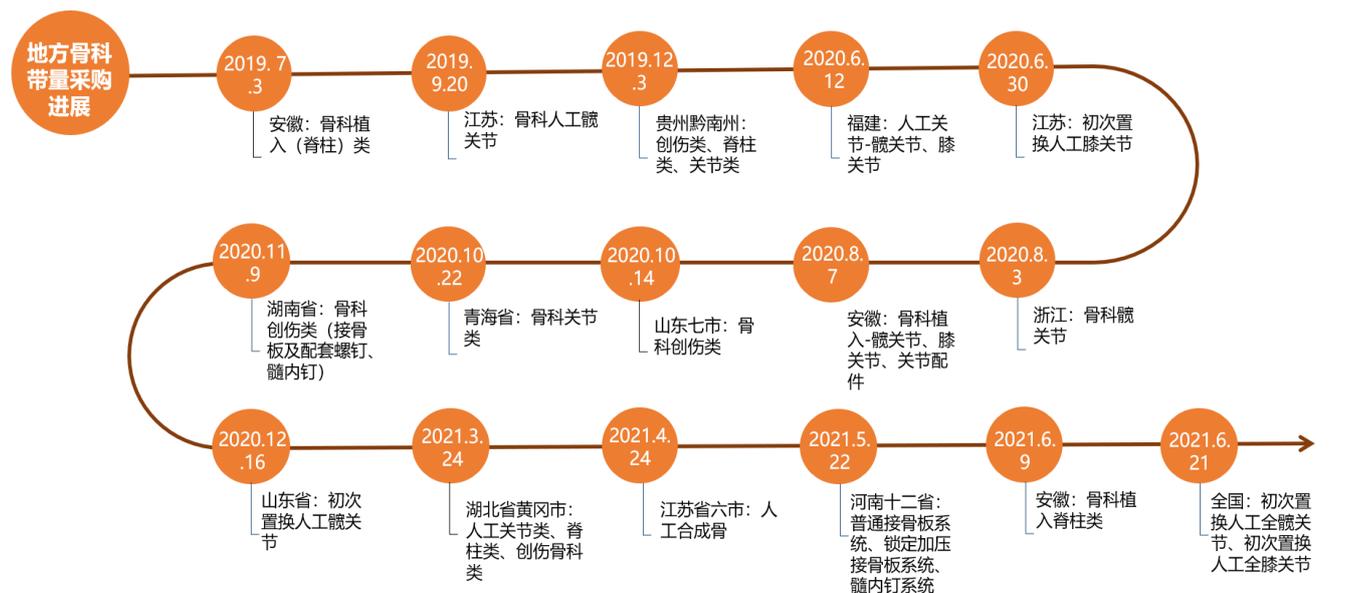
名称	注册证类别	批准文号	注册证有效期
髌关节假体（混合型）	三类	国械批准 20163461669	2021/10/17
髌关节假体髌臼内衬（陶瓷内衬）	三类	国械批准 20203130764	2025/09/22
髌关节假体髌臼杯	三类	国械批准 20203130983	2025/12/16
髌关节假体陶瓷球头	三类	国械批准 20203131001	2025/12/24
髌关节假体生物型股骨柄（HA 涂层）	三类	国械批准 20213130049	2026/01/17
髌关节假体生物型股骨柄（复合涂层）	三类	国械批准 20153132079	2026/01/27
髌关节假体（纯钛涂层）	三类	国械批准 20153132078	2026/01/20
膝关节假体	三类	国械批准 20163130866	2026/03/24
髌关节假体	三类	国械批准 20213130461	2026/06/23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 积极参与集中带量采购，集采顺利中标有望巩固领先地位

**骨科耗材带量采购持续探索。**自 2019 年 7 月 31 日国务院办公厅印发了《治理高值医用耗材改革方案的通知》以来，各地积极探索高值医用耗材领域的带量采购。截至 2021 年 9 月 14 日，国家、各省及地市级平台已开展 16 批骨科植入物耗材带量采购。

图 26：全国各地积极探索高值医用耗材领域的带量采购



资料来源：安徽省医药集中采购服务中心，国新网，央广网，江苏省医保局，医药网，黔南州人民政府，福建省医保局，中国医疗，浙江省医保局，淄博市医疗保障局，湖南省人民政府，海报新闻，盐城市医保局，南通广播电视台，医疗器械创新网，健康界，天风证券研究所

公司在河南十二省（区、市）骨科创伤带量采购中所有代表品均成功中选。2021年7月，大博医疗申报河南十二省（区、市）骨科创伤类医用耗材联盟带量采购，参选的代表品为普通接骨板系统中的桡骨接骨板、锁定加压接骨板系统中的胫骨接骨板以及髓内钉系统中的股骨髓内钉，大博医疗与博益宁双品牌所有代表品以不同报价成功中选，为产品入院销售打开空间。此次跨省联盟创伤集采大博医疗与博益宁普通接骨板系统需求量为 1.23 万件，占联盟总需求量的 15.04%；锁定加压接骨板系统总需求量为 10.18 万件，占联盟总需求量的 17.58%；髓内钉系统需求量为 3.31 万件，占联盟总需求量的 24.86%。

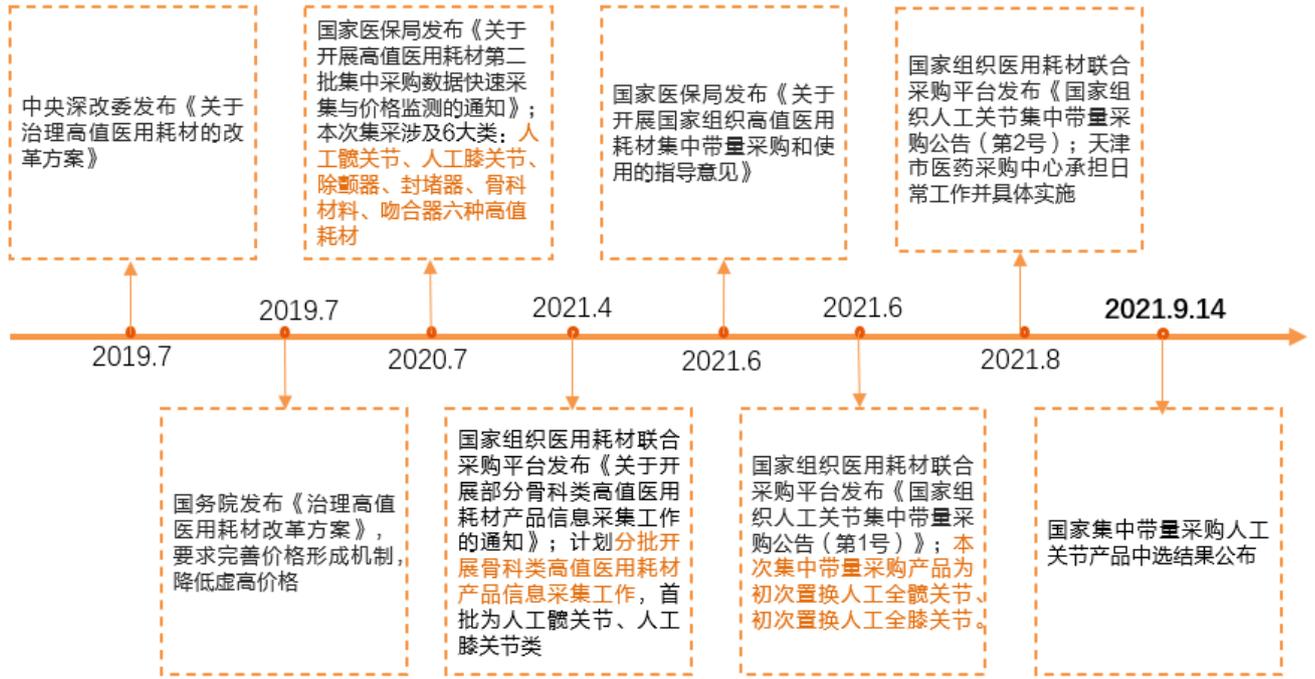
表 8：公司在河南十二省（区、市）骨科创伤带量采购中所有代表品均成功中选

一级目录	分组	生产企业	代表品目录	申报价	基准价	降幅	联盟需求总量	联盟三甲医院总需求
普通接骨板系统	A 组	大博医疗	桡骨接骨板	688	4683.55	-85%	11363	5070
锁定加压接骨板系统(含万向)	A 组	大博医疗	胫骨接骨板	898	9359.65	-90%	94296	41179
髓内钉系统	A 组	大博医疗	股骨髓内钉	1288	11687.24	-89%	29938	12954
普通接骨板系统	B 组	博益宁医疗	桡骨接骨板	798	4683.55	-83%	904	593
锁定加压接骨板系统(含万向)	B 组	博益宁医疗	胫骨接骨板	1161	9359.65	-88%	7484	3710
髓内钉系统	A 组	博益宁医疗	股骨髓内钉	1288	11687.24	-89%	1107	1107

资料来源：河南省医疗保障局，天风证券研究所

继 2020 年 7 月 3 日《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》发布，冠脉支架国采逐步实施落地后，2021 年 4 月 1 日，国家医保局发布《关于开展部分骨科类高值耗材产品信息集采工作的通知》，计划分批开展骨科类高值医用耗材产品信息集采工作，标志着骨科集采在国家层面正式拉开序幕。2021 年 6 月 21 日，国家组织医用耗材联合采购平台发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第 1 号）》，骨科国采方案正式发布。

图 27：国家人工关节集采相关政策梳理



资料来源：中央深改委，国家医保局，国务院，国家组织医用耗材联合采购平台，天津市医药采购中心，天风证券研究所

**关节产品全线中标，有望成为后起之秀。**国家组织人工关节集中带量采购于 2021 年 9 月 14 日公布拟中选结果，公司在本次带量采购中陶瓷-陶瓷类、陶瓷-聚乙烯类、合金-聚乙烯类髋关节和膝关节产品四个组均中选，首年意向采购量为 6226 个。国家组织人工关节集中带量采购结果落地为公司关节植入物耗材产品提供了良好的发展契机。公司有望受益于此次国采，加速关节产品的入院，提升临床使用，从而加速产品研发和技术升级。

表 9：公司在国家人工关节集中带量采购中所有组别均中选

产品系统	竞价单元	是否满足所有联盟地区全部地市采购需求	是否具备高交联聚乙烯	首年采购需求量 (个)	首年意向采购量 (个)
陶瓷-陶瓷类髋关节产品系统	B 组	是	-	701	678
陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统	B 组	是	是	3578	3313
合金-聚乙烯类髋关节产品系统	B 组	是	是	557	541
膝关节产品系统	B 组	是	-	1795	1694

资料来源：国家组织人工关节集中带量采购文件，天津市医药采购中心，天风证券研究所

## 4. 口腔种植业务加速增长，进口替代正当时

### 4.1. 种植牙市场景气度高，国内空间远未饱和

**种植牙是较好的缺牙修复方式。**常用的缺牙修复方式包括活动义齿、固定义齿和种植牙三种。种植牙与前两种方式相比，不损伤正常牙齿，咀嚼功能类似天然牙，舒适美观，使用周期长，是目前效果最好的缺牙修复方式，但整体费用相对较高。一般种植牙系统由种植体、种植基台和牙冠组成，种植体是核心，以“骨结合”的方式固定在牙颌骨上，充当人工牙根，再通过基台与上部的牙冠连接，从而行使牙齿功能。

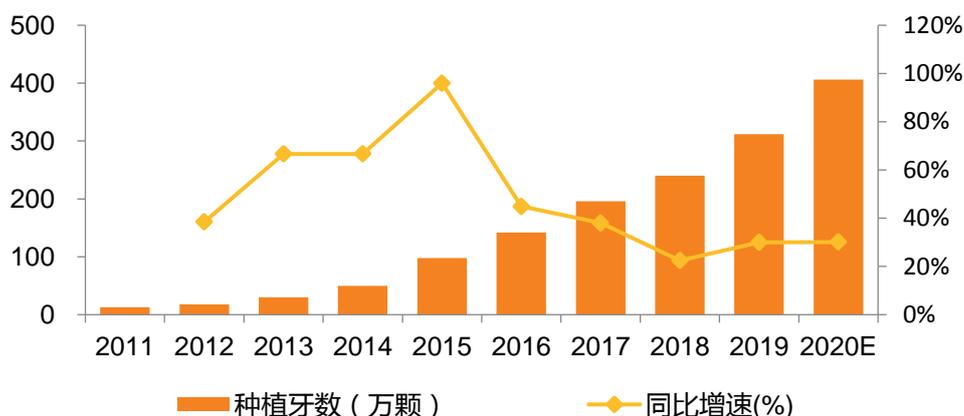
表 10：种植牙是目前效果最好的缺牙修复方式

	对邻牙影响	异物感	咀嚼效率	使用寿命	适用范围	稳定性	价格
活动义齿	少量磨损	较重	低	较短 3-5 年	广泛	差	便宜
固定义齿	需将两边邻牙磨小	较轻	较低	较长 10-15 年左右	基牙健康	较好	中等
种植牙	基本无影响	无异物感	强	半永久	无牙周疾病, 骨量充足	好	昂贵

资料来源：盐城美奥口腔公众号，中国医药报公众号，天风证券研究所

2019 年国内种植牙数量超 300 万颗，种植牙数量保持 30%左右增速快速增长。国内种植牙数量高速增长，2016 年超过百万颗，2019 年已达到 312 万颗，2011-2019 年复合增长率达到 48%，是全球增长最快的种植牙市场之一。

图 28：国内种植牙数量快速增长

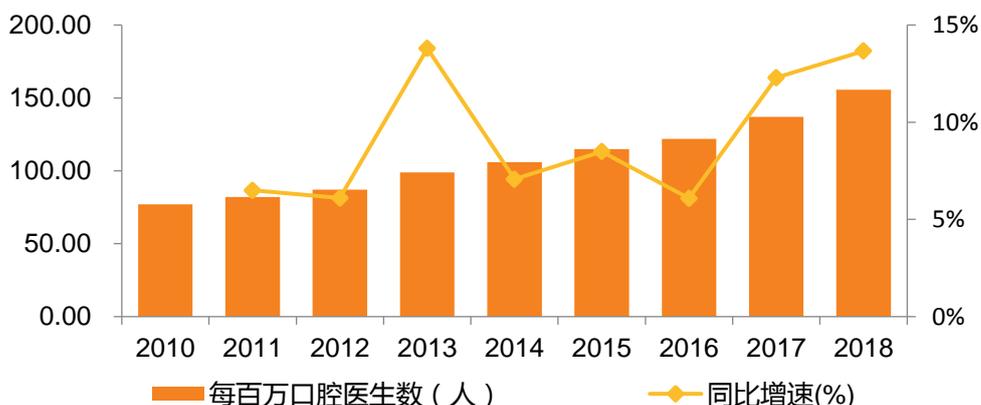


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

国内人口老龄化与消费能力提升拉动口腔消费需求快速增长。截至 2020 年末，国内 65 岁以上人口达到 1.91 亿人，占总人口比重为 13.5%。牙科患病率随年龄增长而提升，据第四次全国口腔健康流行病学调查报告显示，国内 65 岁到 74 岁老人患龋率高达 98%，老年人的口腔健康尤其是牙齿健康需求与日俱增。

同时在供给端，国内口腔卫生从业人员的数量和结构持续改善，每百万人口腔医生数远未饱和。2018 年国内共拥有口腔科医生 21.73 万人，同比增长 14.49%；每百万人拥有牙医数 155.72 人，同比增长 13.66%。但相比于 2018 年发达国家每百万人口牙医数量大致在 500-1000 人，国内口腔卫生从业人员的数量远远未达到饱和状态。

图 29：国内每百万人口腔医生数远未饱和



资料来源：家鸿口腔招股说明书，天风证券研究

**国内种植体市场为进口品牌所主导。**种植体厂家大致可以划分为高端欧美品牌，例如瑞典 Nobel 或者瑞士 Straumann (士卓曼)；低端韩国品牌，例如 Osstem；低端的国产品牌，例如北京莱顿、威高等。高端品牌的种植牙终端费用约 1.5-3 万元，面向高消费水平人群；低端品牌的种植牙终端费用一般在 1 万元以下，主打高性价比。国产品牌起步较晚，国内种植体市场为进口品牌主导。

表 11：国内种植体市场为进口品牌所主导

企业	主要口腔种植体系统	口腔种植体特点
straumann	软组织水平种植体系统、骨水平种植体系统	软组织种植体系统专为一期手术而设计，可简化操作并降低治疗的复杂性，不不仅可以实现骨维护，还保护了种植体周围的健康；其结合 SLA®表面在 9 年后发生种植体周围炎的比率最低。
Danaher (Nobel Biocare 母公司)	NobelActive、NobelParallel™Conical Connection、NobelReplace® CC、NobelReplace® Tapered 与 Replace Select™ Tapered、NobelSpeedy®等	NobelReplace® CC 是一种结合锥形种植体和内锥紧密连接的种植体系统；NobelReplace® Tapered 与 Replace Select™ Tapered 能满足临床所有需求；NobelSpeedy®是有大量科学文献记载的适合 All-on-4®治疗理念的原创种植体；
Dentsply Sirona	Astra Tech 种植系统 EV, Xive, Ankylos	Astra Tech 种植系统 EV 最大的特点在于边缘骨的维持；Xive 有六角对接方式，具有六个定位选择；Ankylos 的亮点在于平台转移设计、允许种植体骨下植入、具有微粗糙种植体肩台。
Osstem	ETIII SA 种植体、TS 系统、MS 系统、超宽系统	ETIII SA 种植体植入后不需要分离携带体；TS 系统内包含五种种植体和五种基台；MS 为一体式种植体，植入与骨宽度不足而不可使用一般种植体的区域。
ZIMMER BIOMET	T3 种植体系统，Osseotite 种植体，3.1 mmD Eztetic 种植系统，Tapered Screw-Vent 种植体	T3 种植体的表面技术不会增加种植体周围炎的风险；Osseotite 种植体具有酸蚀表面，旨在促进骨整合；3.1mmD Eztetic 具有 MTX 表面可用于增加骨沉积；Tapered Screw-Vent 种植体使用的 MP-1® HA 涂层的结晶 HA 含量高达 97%，明显高于其他商用 HA 涂层，具有较好的骨传导能力。
北京莱顿	BLB 种植牙 1996 年研发上市	该种植体根据植入方式不同可分为埋制式种植系统 (BLB- I) 和非埋制式种植系统 (BLB- III)。两种系统各有特点，BLB 种植牙目前已经在 200 多家口腔机构应用，并累计有 6 万多颗种植案例。
常州百康特	与瑞士 ITI 联合研发	采用瑞士 ITI 的种植牙理念，包括其表面处理技术也是采用的 S-L-A 技术。
江苏创英	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，NT 骨水平锥形自攻种植体	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。
威高骨科	WEGO 牙种植体系统、JERICOM 牙种植体系统	埋入式种植，表面采用大颗粒喷砂加酸蚀处理技术；结构设计融合了平台转换、莫氏锥度连接及十字键齿抗旋；包含了丰富的上部修复组件、专用种植工具套装及 CAD/CAM 个性化基台服务。JERICOM 系统采用密集渐深双螺纹，可在临床植入时产生渐进式骨挤压。
大博医疗	SLA 柱型植体 Driving	SLA 柱型植体 Driving 的表面处理采用混合粒径砂粒喷砂，在平整表面构造出一种特殊的具有较深孔洞的均匀多极微米级形貌，形貌结构更丰富，从而增加种植体与骨组织的接触面积。
康拓医疗	钛及钛合金人工牙种植体系统	表面经阳极氧化技术处理；种植体颈部采用光滑颈圈设计，有利于降低种植体周围炎发生的风险。

资料来源：Osstem 官网，straumann 官网，Nobel Biocare 官网，Dentsply Sirona 官网，ZIMMER BIOMET 官网，江苏创英官网，威高骨科官网，金诺泰口腔医疗器械公众号，康拓医疗官网，天风证券研究所

## 4.2. 建设口腔种植体生产线，谋划口腔业务长远发展

公司的口腔种植类植入耗材产品主要是种植体系统，子公司百齿泰（厦门）医疗科技有限公司主营该产品。历经近十年的自主研发，大博医疗种植体系统于 2019 年 9 月取得医疗器械产品注册证。公司齿科种植体品牌——百齿泰已于 2020 年年初开始正式推广销售，自上线以来，已获得市场良好反馈。百齿泰专业从事口腔种植体的研发、生产、销售与服务，拥有包括国内第一个 SLA 表面处理技术、种植牙快速校正基台系统等在内的多项核心发明专利，并开发了一系列领先口腔医疗器械行业品质的产品。

表 12：公司口腔种植类产品主要是种植体系统

产品品类	功能主治	图片
种植体系统	用于修复牙齿缺失	

资料来源：公司 2021 年半年报，公司官网，天风证券研究所

百齿泰的 SLA 柱型种植体 Driving 具有速度更快、外形设计更精巧、连接更稳固的特点。SLA 柱型种植体 Driving 的表面处理采用混合粒径砂粒喷砂，在平整表面构造出一种特殊的具有较深孔洞的均匀多极微米级形貌，形貌结构更丰富，从而增加种植体与骨组织的接触面积。

图 30：SLA 柱型种植体 Driving 外形设计更精巧



资料来源：金诺泰口腔医疗器械公众号，天风证券研究所

随着公司齿科业务的快速发展，2020 年 9 月，公司拟非公开发行股票募集资金总额不超过 10 亿元，其中 3.67 亿元投向口腔种植体生产线建设项目，此次定增有望为公司进军种植牙市场提供充裕的现金支持。

表 13：公司拟非公开发行股票募集资金用于口腔种植体生产线建设项目

募集资金投资项目	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
大博医疗科技产业园——骨科植入性耗材产线扩建项目	36600.00	36500.00
大博医疗科技产业园——口腔种植体生产线建设项目	36700.00	36500.00
补充流动资金	27000.00	27000.00
合计	100300.00	100000.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 微创外科、神经外科业务作为有效补充，持续拓展业务领域

**扩充微创产品线，提升整体竞争力。**微创外科类产品是在微创手术中建立器械通道以及提供微创手术的装置，包括一次性腹腔镜穿刺器系列、一次性多通道单孔腹腔镜穿刺器系列、一次性微创筋膜闭合器系列等产品。公司全资子公司施爱德专业从事外科医疗器械的研发、生产与销售，应用于胃肠、妇科、小儿等外科科室，其穿刺器系列产品类型丰富，公司与南方医科大学南方医院合作研发的腹腔镜单孔多通道操作平台（STARPORT）系列产品于 2018 年成功上市，目前已经进入全国近 130 家医院使用。

表 14：施爱德（厦门）医疗器材有限公司的微创产品线

产品	功能特点	产品示意图
腹腔镜直线切割吻合器	75mm 最大切割长度；45° 最大开口角度	
一次性使用包皮切割吻合器	枪型设计，专利设计缝合钉，快速脱钉，安全止血	
喀秋莎超声刀	一流品质，兼容性强	
一次性带过滤组件腹部穿刺器	施爱德腹腔镜穿刺器搭配专利过滤组件，方便术中手术烟雾的管理，守护医护人员健康	

资料来源：施爱德 Surgaid 公司公众号，天风证券研究所

**神经外科类产品应用广泛。**神经外科类植入耗材产品主要用于颅骨骨块固定或缺损修复、颌面部骨折或矫形截骨固定术等外科治疗。子公司沃尔德外科医疗器械技术有限公司主营神经外科类植入耗材产品，包括颌面钛网、颌面接骨板、颅骨钛网、颅骨接骨板及螺钉等内固定系统，销售网络覆盖全国 32 个省/市/自治区、超 2000 家医院，业务持续发展。

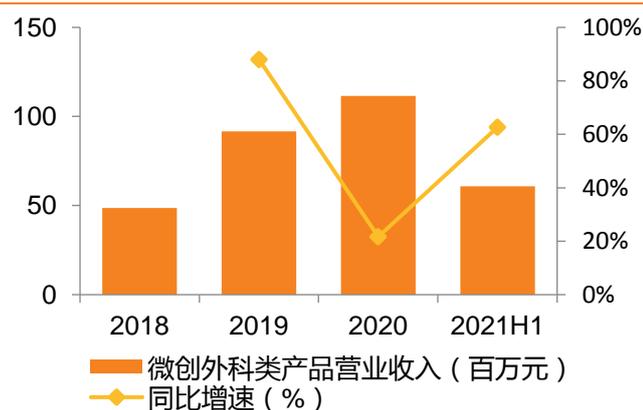
表 15：公司神经外科类产品齐全

产品品类	功能主治	图片
颅骨修复钛网系列	用于颅骨缺损及骨折的修复与固定	
微小型接骨板、螺钉系统	用于颅骨缺损及骨折的修复与固定	

资料来源：公司 2021 年半年报，公司官网，天风证券研究所

**微创、神经外科业务持续发展。**公司微创外科类产品 2020 年销售规模达 1.12 亿元；2021 年上半年实现营业收入 6077 万元，同比增长 62.69%，占公司总收入的比例为 7.18%。2021 年上半年公司神经外科业务实现营业收入 1956 万元，同比增长 28.61%，占公司总营业收入的比例为 2.31%。

图 31：微创外科业务持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：持续培育神经外科业务，丰富业务布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测

我们预计：①公司创伤植入类、脊柱植入类骨科耗材市场国产化率持续增长；②创伤植入类产品市场集中度持续提升，公司占据更多市场份额；③国家和各省市集中采购进程中，公司中标进入更多地区；④公司凭借市场地位和产品质量，微创外科、神经外科类产品销量快速增长。

表 16：公司营业收入预测

单位 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,257.32	1,586.86	2,046.50	2,584.05	3,236.60
yoy		26.2%	29.0%	26.3%	25.3%
创伤类产品					
收入	796.97	980.75	1,274.98	1,619.22	2,040.21
yoy		23.06%	30.00%	27.00%	26.00%

脊柱类产品						
收入	265.02	369.20	472.58	604.90	768.22	
yoy		39.31%	28.00%	28.00%	27.00%	
手术器械						
收入	21.22	28.55	37.12	48.25	62.72	
yoy		34.54%	30.00%	30.00%	30.00%	
微创外科类产品						
收入	91.62	111.50	137.15	164.57	197.49	
yoy		21.70%	23.00%	20.00%	20.00%	
神经外科类产品						
收入	34.46	38.13	41.94	46.14	50.75	
yoy		10.65%	10.00%	10.00%	10.00%	
关节类产品						
收入	34.09	37.50	45.00	53.10	62.66	
yoy		10.00%	20.00%	18.00%	18.00%	
其他业务						
收入	13.94	21.24	30.36	38.42	48.68	
yoy		52.38%	42.94%	26.55%	26.70%	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 6.2. 估值与投资评级

我们在医疗器械标的中选取: 威高骨科、三友医疗、凯利泰、奥精医疗, 四家标的作为可比公司。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.83/9.90/12.49 亿元, 可比公司 2021 年平均 PE 为 46.81 倍, 出于谨慎性考虑给予公司 2021 年 PE 为 35 倍, 对应目标价为 68 元人民币, 首次覆盖, 给予买入评级。

表 17:: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE(X)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688161.SH	威高骨科	80.48	321.92	5.58	7.07	8.71	10.62	57.65	45.52	36.98	30.30
688085.SH	三友医疗	28.91	59.36	1.19	1.60	2.05	2.73	50.07	37.17	28.92	21.71
300326.SZ	凯利泰	11.66	84.30	(1.27)	2.67	3.51	4.20	(66.62)	31.59	24.02	20.09
688613.SH	奥精医疗	68.94	91.92	0.89	1.26	1.72	2.34	103.35	72.95	53.36	39.37
可比公司平均			139.38	1.60	3.15	4.00	4.97	36.11	46.81	35.82	27.87
002901.SZ	大博医疗	56.06	227.12	6.06	7.83	9.90	12.49	37.50	29.00	22.95	18.18

资料来源: Wind, 天风证券研究所预测

注: 总市值和收盘价为 2021/9/22 日收盘数据, 可比公司估值数据来自 Wind 一致预期, 币种为人民币

## 7. 风险提示

### 1. 产品研发进度不及预期

公司在研管线丰富, 在一定程度上支撑长期增长, 若产品研发进度不及预期, 或对产品销售产生一定影响。

### 2. 产品销售推广不及预期

公司产品市场销售仍在持续拓展的过程中，若未来产品销售推广不能有效进行拓展，整体收入增速或有所放缓。

### 3.产品在带量采购中未中标的风险

若公司产品未来在区域带量采购中未能中标，销售收入和净利润或受到一定冲击。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	764.57	562.88	969.61	951.82	1,038.82
应收票据及应收账款	237.41	306.12	353.31	436.86	462.19
预付账款	17.21	15.88	23.73	45.33	68.20
存货	457.13	542.02	754.47	1,447.96	2,077.19
其他	171.39	547.32	663.54	790.89	810.75
<b>流动资产合计</b>	<b>1,647.71</b>	<b>1,974.22</b>	<b>2,764.66</b>	<b>3,672.86</b>	<b>4,457.16</b>
长期股权投资	1.31	1.32	1.32	1.32	1.32
固定资产	379.25	384.61	409.54	422.58	436.36
在建工程	63.71	129.06	92.68	78.47	81.37
无形资产	28.68	121.72	115.02	108.32	101.63
其他	118.11	26.67	26.62	26.25	26.87
<b>非流动资产合计</b>	<b>591.07</b>	<b>663.37</b>	<b>645.17</b>	<b>636.94</b>	<b>647.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,238.77</b>	<b>2,637.60</b>	<b>3,409.83</b>	<b>4,309.80</b>	<b>5,104.69</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	211.10	179.83	318.82	608.52	534.77
其他	214.66	262.01	395.73	504.16	744.50
<b>流动负债合计</b>	<b>425.75</b>	<b>441.84</b>	<b>714.55</b>	<b>1,112.68</b>	<b>1,279.27</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.56	61.82	74.18	89.01	106.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>59.56</b>	<b>61.82</b>	<b>74.18</b>	<b>89.01</b>	<b>106.82</b>
<b>负债合计</b>	<b>485.31</b>	<b>503.66</b>	<b>788.73</b>	<b>1,201.70</b>	<b>1,386.09</b>
少数股东权益	31.63	30.04	45.99	66.16	91.61
股本	402.27	402.24	405.14	405.14	405.14
资本公积	463.17	474.84	547.78	547.78	547.78
留存收益	1,354.18	1,730.19	2,169.97	2,636.81	3,221.86
其他	(497.78)	(503.36)	(547.78)	(547.78)	(547.78)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,753.46</b>	<b>2,133.94</b>	<b>2,621.10</b>	<b>3,108.11</b>	<b>3,718.60</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,238.77</b>	<b>2,637.60</b>	<b>3,409.83</b>	<b>4,309.80</b>	<b>5,104.69</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	478.71	614.75	783.06	989.84	1,249.24
折旧摊销	41.66	51.58	51.60	58.04	65.28
财务费用	(27.97)	(13.84)	(27.38)	(34.33)	(35.57)
投资损失	(6.67)	(4.81)	(10.77)	(7.42)	(7.67)
营运资金变动	17.94	49.71	2.21	(391.70)	(513.51)
其它	(69.78)	(141.62)	116.76	141.13	25.45
<b>经营活动现金流</b>	<b>433.88</b>	<b>555.77</b>	<b>915.48</b>	<b>755.56</b>	<b>783.22</b>
资本支出	174.39	211.82	21.09	35.34	57.46
长期投资	(0.07)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(443.30)	(487.94)	(245.37)	(320.02)	(125.06)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(268.98)</b>	<b>(276.12)</b>	<b>(224.28)</b>	<b>(284.68)</b>	<b>(67.59)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	45.60	31.25	131.76	34.33	35.57
其他	(244.54)	(286.89)	(416.22)	(523.01)	(664.19)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(198.94)</b>	<b>(255.64)</b>	<b>(284.47)</b>	<b>(488.68)</b>	<b>(628.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(34.04)</b>	<b>24.01</b>	<b>406.73</b>	<b>(17.80)</b>	<b>87.01</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,257.32</b>	<b>1,586.86</b>	<b>2,046.50</b>	<b>2,584.05</b>	<b>3,236.60</b>
营业成本	180.92	224.23	299.19	521.63	857.47
营业税金及附加	15.41	21.51	28.85	34.37	44.18
营业费用	409.85	502.49	665.11	697.69	556.69
管理费用	45.19	62.80	89.03	102.52	103.57
研发费用	100.38	128.02	166.73	208.43	233.03
财务费用	(28.18)	(13.52)	(27.38)	(34.33)	(35.57)
资产减值损失	(3.49)	(6.42)	(0.18)	(3.36)	(3.32)
公允价值变动收益	0.07	2.52	100.80	120.96	0.00
投资净收益	6.67	4.81	10.77	7.42	7.67
其他	(40.50)	(54.33)	(223.15)	(256.76)	(15.34)
<b>营业利润</b>	<b>571.00</b>	<b>714.74</b>	<b>936.72</b>	<b>1,185.47</b>	<b>1,488.20</b>
营业外收入	0.50	0.08	0.53	0.37	0.33
营业外支出	2.53	5.19	2.94	3.55	3.89
<b>利润总额</b>	<b>568.98</b>	<b>709.63</b>	<b>934.31</b>	<b>1,182.29</b>	<b>1,484.63</b>
所得税	90.27	94.88	135.30	172.29	209.95
<b>净利润</b>	<b>478.71</b>	<b>614.75</b>	<b>799.01</b>	<b>1,010.01</b>	<b>1,274.69</b>
少数股东损益	13.21	9.07	15.95	20.17	25.45
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>465.49</b>	<b>605.68</b>	<b>783.06</b>	<b>989.84</b>	<b>1,249.24</b>
每股收益(元)	1.15	1.50	1.93	2.44	3.08

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	62.77%	26.21%	28.97%	26.27%	25.25%
营业利润	29.54%	25.17%	31.06%	26.56%	25.54%
归属于母公司净利润	25.32%	30.12%	29.29%	26.41%	26.21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	85.61%	85.87%	85.38%	79.81%	73.51%
净利率	37.02%	38.17%	38.26%	38.31%	38.60%
ROE	27.03%	28.79%	30.41%	32.54%	34.44%
ROIC	73.65%	83.30%	73.53%	94.80%	87.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.68%	19.10%	23.13%	27.88%	27.15%
净负债率	-43.60%	-26.38%	-36.99%	-30.62%	-27.94%
流动比率	3.87	4.47	3.87	3.30	3.48
速动比率	2.80	3.24	2.81	2.00	1.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.92	5.84	6.21	6.54	7.20
存货周转率	3.48	3.18	3.16	2.35	1.84
总资产周转率	0.64	0.65	0.68	0.67	0.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.15	1.50	1.93	2.44	3.08
每股经营现金流	1.07	1.37	2.26	1.86	1.93
每股净资产	4.25	5.19	6.36	7.51	8.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	48.79	37.50	29.00	22.95	18.18
市净率	13.19	10.80	8.82	7.47	6.26
EV/EBITDA	34.72	34.06	22.03	17.44	13.85
EV/EBIT	36.97	36.24	23.29	18.32	14.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com