



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

再生医学“专精特新”创新企业，重磅产品即将上市 ——正海生物公司深度报告

医药生物

2022年3月31日

周平 医药行业首席分析师

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

证券研究报告

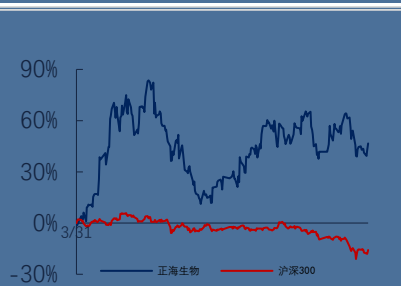
公司研究

深度报告

正海生物(300653.SZ)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	63.80
52周内股价	41.86-81.11
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	-8.28
总股本(亿股)	1.20
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	76.56

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

再生医学“专精特新”创新企业，重磅产品即将上市 ——正海生物公司深度报告

2022年3月31日

本期内容提要：

- **口腔种植牙行业景气度极高，带动公司产品高速增长。**我国2020年种植牙渗透率仅为29颗/万人，渗透率不足发达国家十分之一。因此我国种植牙市场将在经济发展和老龄化驱动下快速发展，而种植牙集采进入医保后会进一步降低手术成本，市场增长有望再次提速。公司口腔修复膜与骨修复材料主要在种植牙手术中使用，主要进口竞品盖氏市占率约70%，公司产品性能优秀，因此具备充足的向上国产替代空间，在种植牙渗透率提升和国产替代逻辑下，公司口腔业务预计将保持快速增长。
- **可吸收硬脑（脊）膜补片业务在集采期仍将稳健增长。**可吸收硬脑（脊）膜补片市场国产化率已达到90%，公司产品占比约15%。在2021年已陆续在全国五个省份执行了带量集采，在已执行集采的省份公司是唯一一家所有省份全部中标的企业。在集采时期公司产品毛利仍然维持在较高水平，营收仍然实现了稳定增长，随着全国带量采购陆续推行，公司可吸收硬脑（脊）膜补片业务未来能够继续稳定增长。
- **公司在研产品丰富，专利产品活性生物骨即将上市。**公司在研产品储备丰富，外科用填充海绵和自酸蚀粘接剂近期已获得批准。重磅产品活性生物骨已进入发补阶段上市在即，产品硬脑（脊）膜补片、齿科修复材料-通用树脂、乳房补片、宫腔修复膜等注册工作正在稳步推进。活性生物骨是药械组合产品，利用专利技术克服了国外产品缺点，研发注册壁垒高，作为国内领先的活性BMP-2辅助骨修复器械，相比行业竞品优势明显，上市后短期市场空间测算超过10亿元。
- **盈利预测与投资评级：**预计2022-2024年归母净利润分别为2.1亿元、2.6亿元和3.4亿元，PE分别为37倍、29倍和23倍，使用相对估值法与可比公司对比，公司估值水平相对较低。考虑到公司原有业务快速增长，专利产品上市在即，因此给予买入评级。
- **风险因素：**集采政策超预期风险，研发注册不及预期风险，国内疫情超预期风险。

重要财务指标

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	293	400	523	674	855
增长率 YoY %	4.8%	36.4%	30.6%	29.0%	26.8%
归属母公司净利润(百万元)	118	169	210	264	338
增长率 YoY %	10.2%	42.4%	24.5%	26.0%	28.0%
毛利率%	92.2%	89.1%	88.1%	88.0%	88.4%
净资产收益率ROE%	18.3%	21.5%	21.1%	21.0%	21.1%
EPS(摊薄)(元)	0.99	1.40	1.75	2.20	2.82
市盈率 P/E(倍)	57.43	47.54	36.49	28.97	22.63
市净率 P/B(倍)	10.51	10.20	7.69	6.08	4.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年3月31日收盘价

目录

投资聚焦.....	5
1. 正海生物：专精特新高新技术再生医学专家.....	6
1.1. 公司致力于成为再生医学领域领导者.....	6
1.2. 股权结构稳定，实控人秘海波控制 39.91% 股权.....	7
1.3. 业绩连续十年稳定高速增长.....	7
2. 口腔业务受益于行业景气度快速增长.....	9
2.1. 国内口腔行业渗透率驱动，行业景气度高.....	9
2.2. 公司口腔修复膜产品力优秀，行业增长与国产替代提供双重增长动力.....	12
2.3. 协同效应下口腔骨修复材料增长可期.....	14
3. 脑膜产品渠道利润空间大，集采下将以量换价.....	15
3.1. 公司脑膜产品性能领先，产品竞争力强.....	15
3.2. 脑膜集采无损公司盈利能力.....	16
4. 公司新产品持续推出，打开增长第二曲线.....	17
4.1. 公司研发管线丰富，具有完善的研发体系.....	17
4.2. 十年磨一剑，活性生物骨产品推出后有望成为大单品.....	19
5. 盈利预测与投资建议.....	23
5.1. 盈利预测.....	23
5.2. 投资建议.....	25
6. 风险提示.....	26

表目录

表 1：各国种植牙渗透率情况（颗/万人）.....	10
表 2：口腔修复膜种类和特点.....	12
表 3：已开展硬脑膜带量采购省份集采情况.....	16
表 4：各组组织切片成骨面积所占百分比比较（ $\bar{x} \pm s$, n=4）（%）.....	21
表 5：正海生物收入拆分与预测.....	23
表 6：可比公司估值表.....	25

图目录

图 1：正海生物主营产品.....	6
图 2：正海生物发展历程.....	7
图 3：2021 年报正海生物股权结构.....	7
图 4：正海生物营业收入与增长率.....	8
图 5：正海生物归母净利与增长率.....	8
图 6：正海生物收入结构.....	8
图 7：正海生物毛利结构.....	8
图 8：正海生物毛利率与净利率趋势.....	9
图 9：正海生物产品毛利趋势.....	9
图 10：正海生物营业收入中经销比例不断提升.....	9
图 11：正海生物费用率持续下降.....	9
图 12：种植牙过程示意图.....	10
图 13：2011-2020 年中国种植牙颗数（万颗）.....	10
图 14：中国人口结构快速老龄化.....	11
图 15：中国老年人口牙齿缺损率仍然较高.....	11
图 16：国内口腔专科医院数量快速增长.....	12
图 17：口腔修复膜市场快速增长.....	13
图 18：公司口腔修复膜产品销售额保持 10 年快速增长.....	14
图 19：人工骨粉在种植牙手术中的使用方式.....	14
图 20：口腔骨修复材料市场格局（销售规模）.....	15
图 21：公司口腔骨修复材料产品销售额快速增长.....	15
图 22：2019 年国内硬脑膜补片市场格局（按销售收入金额）.....	15
图 23：公司可吸收硬脑（脊）膜补片收入及增速.....	16
图 24：河南省集采中标企业最小竞价单位价格对比.....	17
图 25：公司研发投入保持快速增长.....	18
图 26：公司产品梯队式分布.....	19
图 27：中国骨缺损市场高速增长.....	19
图 28：活性生物骨的简要工艺路径及修复原理示意.....	20

图 29：切片染色证明活性生物骨具有与自体骨相似的修复效果	21
-------------------------------------	----

投资聚焦

2020 年国内种植牙渗透率仅为 29 颗/万人，相比韩国、西班牙、意大利等发达国家仍然有 5 到 10 倍增长空间，在消费升级与老龄化推动下，国内种植牙行业正在快速增长。此外，目前国内正在推行种植牙集采，种植牙集采后耗材降价且种植牙耗材进入医保，会进一步加速推动国内种植牙市场发展。公司的口腔相关产品包括口腔修复膜与骨修复材料，是种植牙手术中常用耗材。目前行业中进口占比 70%。公司口腔修复膜与骨修复材料产品力优秀，市占率在国产产品中领先，可对进口产品实现国产替代，因此预计公司口腔相关业务将快速增长。

根据南方所预计，2023 年国内骨缺损修复材料市场规模将达到 53.4 亿元，2018 年至 2023 年的年均复合增长率为 22.7%。目前我国人工骨使用比例仍远低于美国，公司专利产品活性生物骨是药械组合产品，需药审中心与器审中心分别审评批准，公司产品从立项到预备获批已历经十余年，研发注册壁垒极高。公司产品采用专利 BMP-2 融合胶原结合结构域（CBD）技术从而加强修复因子与胶原的结合能力，可以保持其在损伤部位的高浓度而不随体液扩散，从而显著提高骨损伤修复能力，研究证实公司活性生物骨性能于自体骨类似，具有较强的诱导成骨活性和修复骨缺损作用。我们预计活性生物骨作为专利产品上市后将快速放量，测算其短期市场空间超过 10 亿元。

正海生物作为再生医学领域“专精特新”企业，以优秀的自研产品为竞争核心，公司将充分受益于口腔和骨科的行业增长。在口腔产品线和新产品活性生物骨的推动下，我们认为公司业绩三年内将实现快速增长。

1. 正海生物：专精特新高新技术再生医学专家

1.1. 公司致力于成为再生医学领域领导者

烟台正海生物科技股份有限公司成立于 2003 年，是一家致力于成为再生医学行业领导者的高新技术企业，公司先后承担国家及省市各级科技发展项目 60 余项，获批国家重点研发计划、国家“863”计划、国家火炬计划、国家知识产权示范企业、国家专精特新“小巨人”企业等荣誉。

公司已上市产品为生物再生材料，包括软组织修复产品与硬组织修复产品。其中软组织修复系列产品包括口腔修复膜、可吸收硬脑（脊）膜补片、皮肤修复膜等已广泛用于口腔科、头颈外科、神经外科等多个领域，赢得了数百万医患用户的信赖与支持；硬组织修复产品骨修复材料是具有重大临床需求、引导骨损伤修复的功能支架材料，项目技术水平行业前列。

图 1：正海生物主营产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司立足再生医学领域，处于“十三五”战略性新兴产业，通过 ISO13485/ISO9001 质量管理体系认证，公司设有山东省医用再生修复材料工程技术研究中心、山东省企业技术中心、山东省生物再生材料工程实验室等高规格再生医学材料研发平台。

公司创立初期以研发为核心，成功攻关了多项核心技术复合去抗原技术、病毒灭活技术、天然无交联动物组织处理技术、冻干成形技术等核心技术，并取得相应专利保护。随后随着核心产品相继获证销售，公司营收持续增长，2019 年公司荣获专精特新“小巨人”称号。公司持续深耕研发，目前公司产品领域已覆盖了软、硬组织修复材料，产品结构不断丰富。

图 2：正海生物发展历程

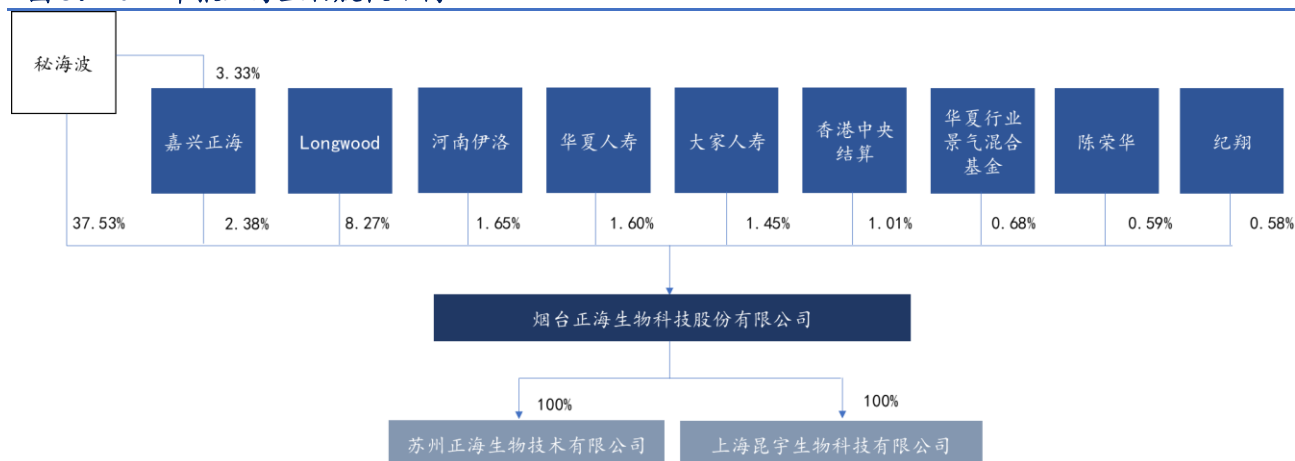


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2. 股权结构稳定，实控人秘海波控制 39.91%股权

公司实控人秘海波直接持有 37.53%的股权，通过员工持股平台嘉兴正海间接控制公司 2.38%的股权，合计控制公司 39.91%的股权，秘海波同时是正海磁材实控人。公司核心高管通过持股平台嘉兴正海持股，持股比例为 2.38%。

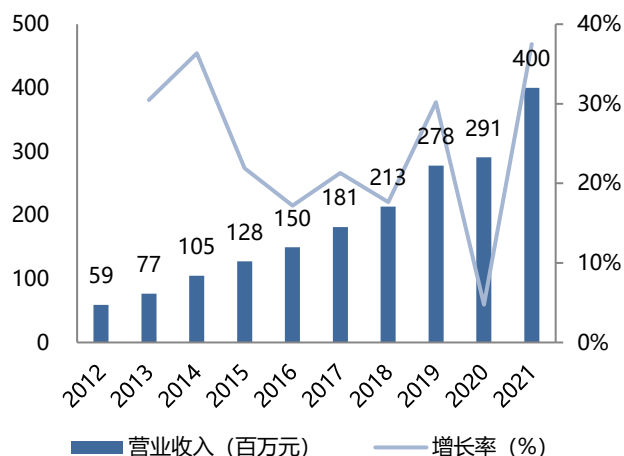
图 3：2021 年报正海生物股权结构



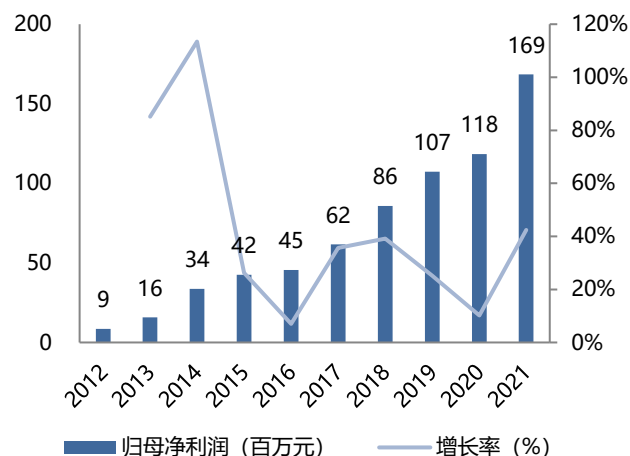
资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3. 业绩连续十年稳定高速增长

公司营收与利润保持稳定快速增长。公司营业收入由 2012 年 0.59 亿元增长至 2020 年的 2.91 亿元，尽管公司业务在 2020 年与 2021 年受到疫情影响，但 2012-2021 年 10 年营收复合增长率依然高达 21%。同期公司利润由 852 万元增长至 1.69 亿元，10 年利润复合增长率高达 35%。营收与利润均保持快速稳定增长。

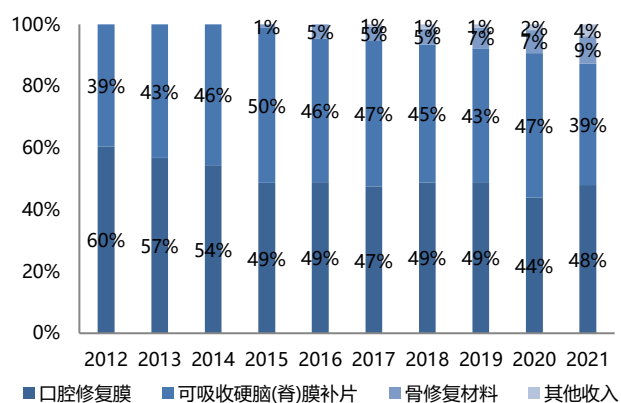
图 4：正海生物营业收入与增长率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

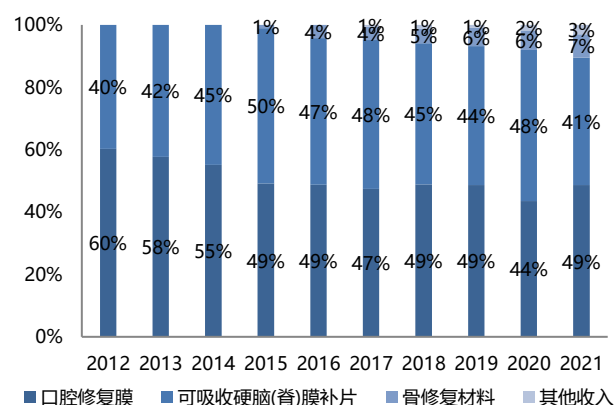
图 5：正海生物归母净利润与增长率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司营收与毛利主要来自口腔修复膜与脑膜产品。公司主要营收来自口腔修复膜与可吸收硬脑（脊）膜补片两大核心产品，骨修复材料占比迅速增长。2021 年，口腔修复膜产品营收占比恢复至新冠疫情前 48%水平，可吸收硬脑（脊）膜补片产品占比则下降至 39%，骨修复材料营收占比提升至 9%。毛利分布与营收分布趋势基本一致，2021 年口腔修复膜贡献公司 49%毛利，可吸收硬脑（脊）膜补片产品毛利占比下降至 41%，骨修复材料毛利占比提升至 7%。

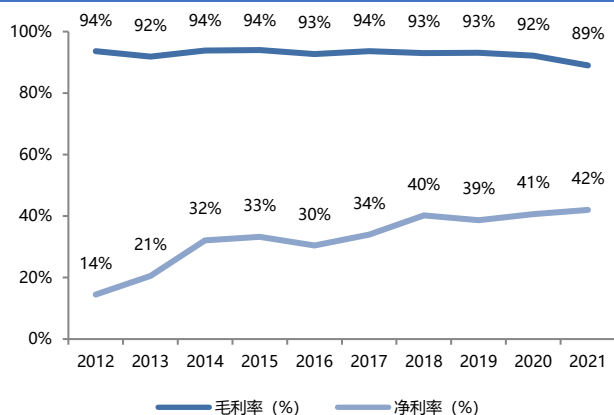
图 6：正海生物收入结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心

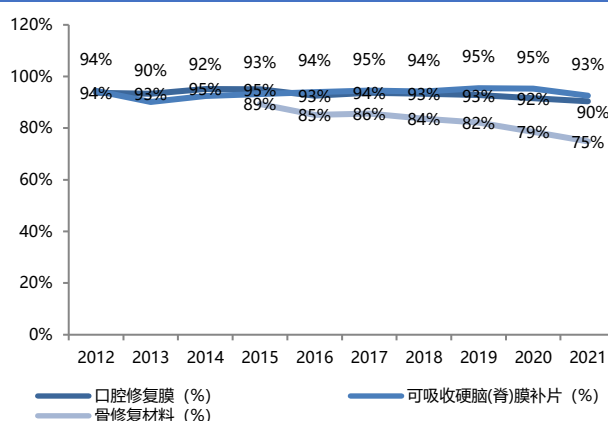
图 7：正海生物毛利结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司销售毛利率维持在 90%，净利润率维持较高水平。自 2012 年至 2020 年，公司毛利率持续保持在 90%以上，近年来由于公司销售中的经销比例不断提升，公司产品毛利率略微下降，2021 年为 89%。但公司核心产品口腔修复膜与可吸收硬脑（脊）膜补片毛利率仍高于 90%，产品高毛利率充分说明行业壁垒与公司竞争优势。净利率方面，近年来由于经销节省销售费用，公司净利率持续保持提升趋势，2021 年进一步提升至 42%水平。

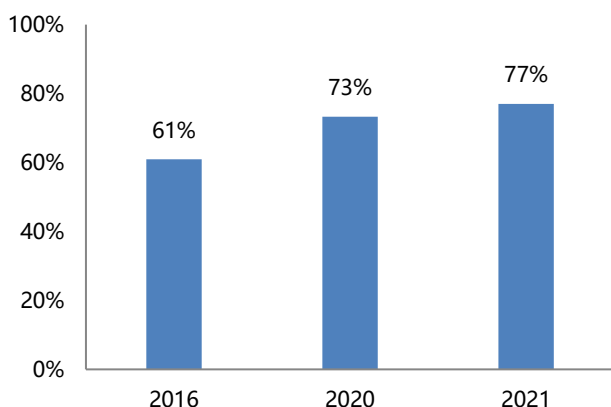
图 8：正海生物毛利率与净利率趋势


资料来源：Wind，信达证券研发中心

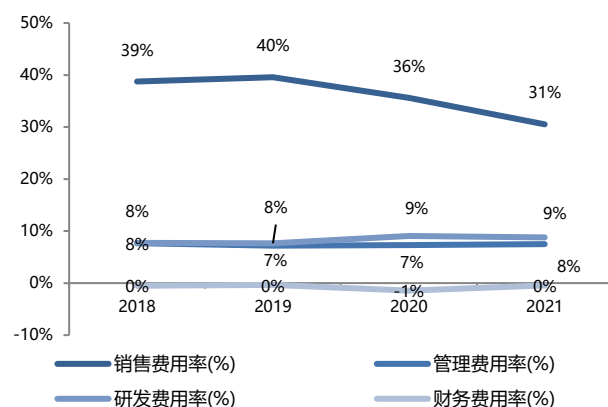
图 9：正海生物产品毛利趋势


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司销售费用率持续降低，其他费用率保持稳定。公司采用了直销和经销相结合的销售模式，在上市后公司经销收入比例不断提升，经销收入占比由 2016 年 61% 提升至 2021 年 77%。截至 2021 年末，公司经销商已超过 800 家经销商，销售网络实现全国覆盖。由于公司经销比例不断提升，公司销售费用率持续降低，其占营收比由 2018 年的 39% 降低为 2021 年 31% 水平。同期公司管理费用率、研发费用率和财务费用率基本稳定。

图 10：正海生物营业收入中经销比例不断提升


资料来源：公司招股书，公司年报，信达证券研发中心

图 11：正海生物费用率持续下降


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2. 口腔业务受益于行业景气度快速增长

2.1. 国内口腔行业渗透率驱动，行业景气度高

公司口腔修复膜和口腔用骨修复材料使用场景主要是种植牙手术。口腔修复膜在口腔种植、颌面外科手术等口腔医疗过程中广泛应用。口腔修复膜可以覆盖创面，避免感染，刺激局部组织生长，愈合后可与组织融合，主要应用场景是种植牙手术；口腔用骨修复材料主要用于牙颌骨缺损或骨量不足的填充和修复，主要应用场景同样在种植牙手术。

种植牙是牙齿修复的首选方式。种植牙也叫人工种植牙，是通过医学方式将与人体骨质兼容性高的纯钛金属经过精密的设计，制造成类似牙根的圆柱体或其他形状，以外科小手术的方式植入缺牙区的牙槽骨内，当人工牙根与牙槽骨密合后，再在人工牙根上制作烤瓷牙冠。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，

被口腔医学界公认为缺牙的首选修复方式。

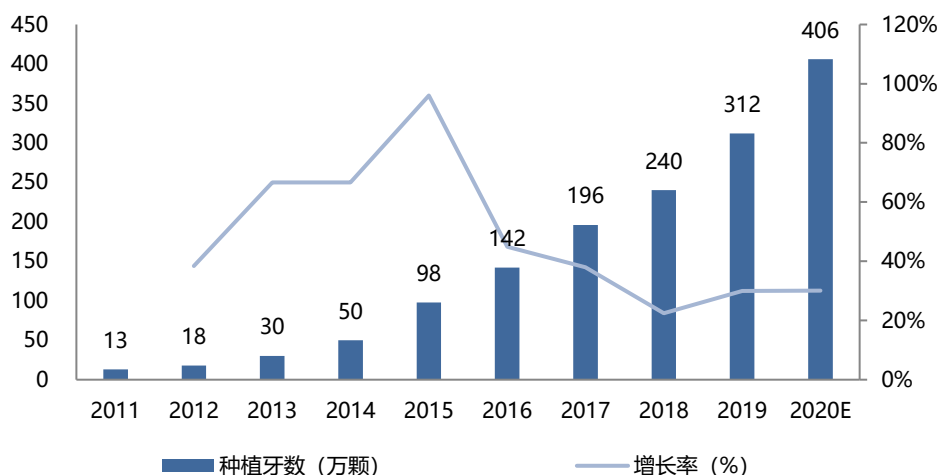
图 12：种植牙过程示意图



资料来源：信达证券研发中心

我国种植牙渗透率仍然偏低，随着渗透率提升市场将快速增长。根据前瞻产业研究院统计，我国种植牙市场保持快速增长，2011 年我国种植牙数量仅有 13 万颗，2020 年预计已达到约 406 万颗。虽然市场快速增长，但相较于韩国、西班牙等发达国家，我国种植牙渗透率仍然处于低位，2020 年我国种植牙渗透率约 29 颗/万人(种植牙数量/人口总数)，而韩国的种植牙渗透率已经接近 500 颗/万人。相比发达国家我国种植牙市场还有较大发展空间，随着渗透率持续增长我国种植牙市场将持续增长。

图 13：2011-2020 年中国种植牙颗数（万颗）



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

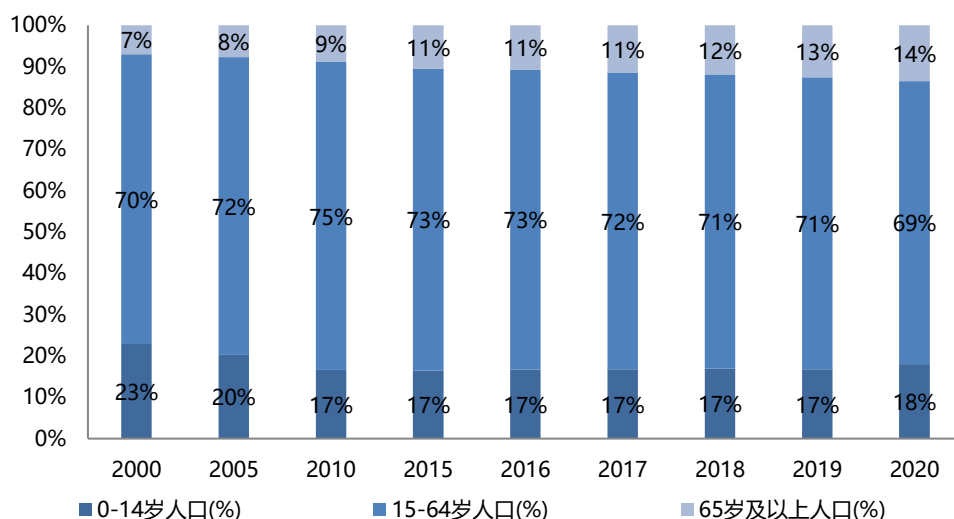
表 1：各国种植牙渗透率情况（颗/万人）

种植牙颗数/万人	国家
400-500	韩国
200-300	西班牙
100-200	意大利、德国等
0-100	中国、俄罗斯、美国、印度、日本等

资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

我国老龄化持续加剧推动国内种植牙市场发展。根据国家 2021 卫生统计年鉴显示老年人口数量不断增长，截至 2020 年底，我国 65 岁及以上人口数量已超 1.9 亿，占总人口 14%。此外，第四次全国口腔健康流行病学调查结果显示我国 65-74 岁老年人中，存留牙数为 22.5 颗，全口无牙比例是 4.5%，缺牙已修复治疗比例为 63.2%，仍然有相当一部分老年人口未进行缺牙修复。随着居民生活水平不断提高和消费观念转变，老龄化会持续推动种植牙市场发展。

图 14：中国人口结构快速老龄化



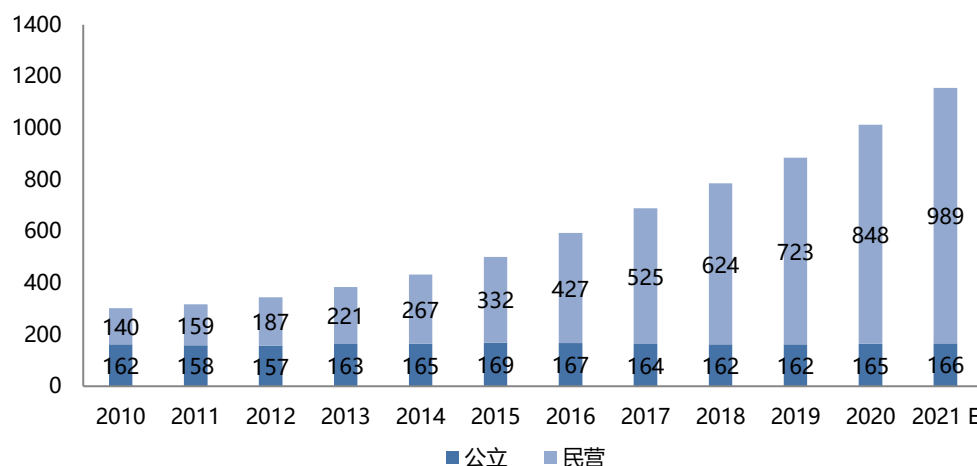
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，信达证券研发中心

图 15：中国老年人口牙齿缺损率仍然较高



资料来源：第四次全国口腔健康流行病学调查，信达证券研发中心

需求推动我国口腔专科医院数迅速增长。在国内老龄化和渗透率推动下，我国口腔医院家数由 2010 年 302 家增长至 2020 年的 1013 家，复合增长率达到 13%。艾媒咨询预计 2021 年将达到 1155 家，其中民营医院增长速度显著高于公立医院，已成为口腔服务市场主要的医院形式。

图 16：国内口腔专科医院数量快速增长


资料来源：中国卫生健康统计年鉴，艾媒咨询，信达证券研发中心

2.2. 公司口腔修复膜产品力优秀，行业增长与国产替代提供双重增长动力

口腔修复膜是种植牙手术中的常用耗材，胶原膜是最常用的口腔修复膜种类。在种植牙手术中通过外科手术的方式将膜置于口腔软组织与骨缺损之间建立生物屏障，以此创造一个相对封闭的骨再生环境，选择性地阻挡迁移速度较快的成纤维细胞和上皮细胞进入骨缺损区。口腔修复膜依据材料来源可细分为：胶原类膜、金属膜、合成膜与异体骨膜等。依据材料是否能被降解细分为可吸收性膜与不可吸收性膜。公司产品属于可吸收膜类中的胶原膜，是可吸收材料中研究和应用最多的种类。由于胶原膜具有良好的骨组织诱导再生功能、可生物降解性、血凝作用、低抗原性、良好的组织相容性，相比于不可降解钛膜，公司产品具有显著更优的引导骨再生效果。因此胶原膜在口腔修复中得到广泛应用。

表 2：口腔修复膜种类和特点

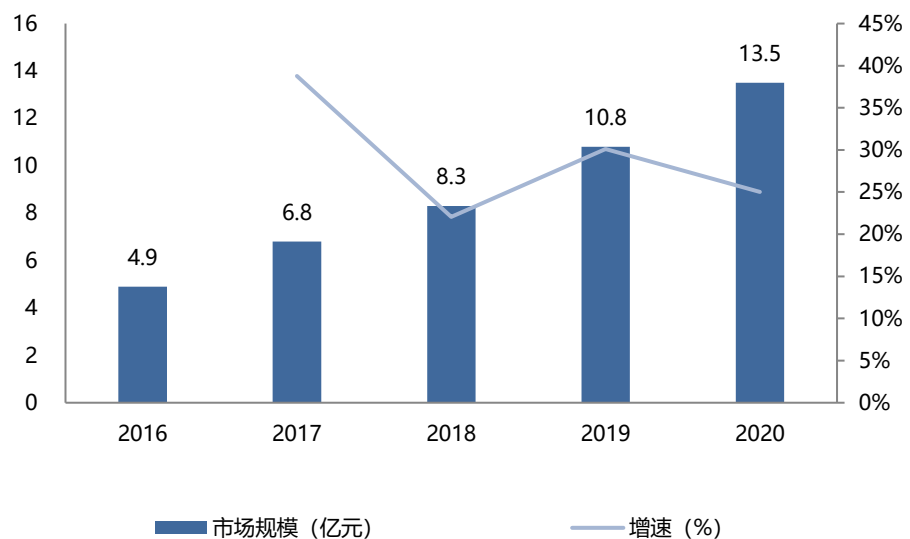
吸收性	商品名称	主要成分	降解速率	优点	缺点
不可吸收性膜	Cytoplast® TXT-200	高密度 e-PTFE	不可降解	物理机械性能好，易操作	不可吸收，伤口易裂开，需二次手术取出
	中邦®	纯钛	不可降解	物理机械性能好，生物相容性好	不可吸收，需钛钉固定，需二次手术取出
	Cytoplast® Ti-250	钛加强高密度 PTFE	不可降解	抑制细菌，便于储存，易操作，空间保护性好	易暴露，技术要求高，不可吸收，需二次手术取出
	硅胶膜®	硅胶	不可降解	韧性较好，易操作	不可吸收，需二次手术取出
可吸收性膜	Guidor®	纯 PLA	6 周内保持完整，12 个月完全降解	可吸收性，多孔结构，易操作	酸性降解产物易引起炎症
	Resolut LT®	PLA、PGA	5~6 个月可完全降解	无交联，双层结构，生物相容性好	酸性降解产物易引起炎症
胶原类膜	Bio-Gide®	猪皮 I 型和 III 型胶原	16 周内基本能维持形状，24 周后可完全降解	生物相容性好，可吸收性	价格昂贵

BioMend® Extend	甲醛改性牛肌腱 I 型胶原	18 周后可完全降解	生物相容性好，可吸收性	价格昂贵
海奥口腔修复膜® (正海生物产品)	异种 ADM (牛皮)	12~16 周可完全降解	生物相容性好，可吸收性	价格昂贵
Cytoplast® RTM	纯牛肌腱 I 型胶原	26~38 周可完全降解	生物相容性好，可吸收性	价格昂贵
Biostite®	HA、I 型胶原、硫酸软骨素、二苯磷酸交联	4~8 周可完全降解	生物相容性好，可吸收性	价格昂贵
ParoGuide®	牛皮 I 型胶原	4~8 周可完全降解	生物相容性好，可吸收性	价格昂贵

资料来源：口腔修复膜的研究进展及其应用，信达证券研发中心

口腔修复膜市场快速增长，市场主要被外企占据，公司产品国内排名领先。在国内需求的推动下，口腔修复膜市场快速增长，根据智研咨询数据，2020 年口腔修复膜市场规模为 13.5 亿元，2016-2020 年复合增长率为 28.8%。国内市场份额方面瑞士品牌盖氏在我国市场占比较高，正海生物排名第二，其他品牌合计占比较低。盖氏主打产品是 Bio-Gide，该产品由 I 型与 III 型胶原(猪真皮)组成，公司产品海奥口腔修复膜采用独有脱细胞工艺处理形成天然双层胶原结构，有利于宿主细胞生长，且产品具有极佳的亲水性能。目前多篇文献已证明公司产品性能优异，具有与 Bio-Gide 类似的修复效果，建议将公司产品作为口腔手术中首选的修复材料。

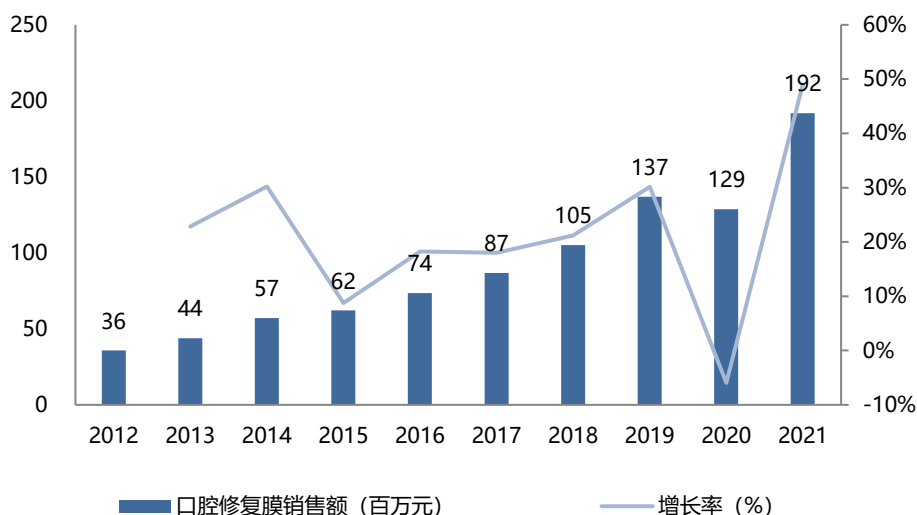
图 17：口腔修复膜市场快速增长



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

植牙渗透率增长与国产替代提供双重增长动力。2021 年 8 月 24 日，浙江省宁波市医保局发布《关于进一步明确医保历年账户支付种植牙项目的方案（征求意见稿）》，明确要调整口腔种植牙项目整体医保支付标准，拟允许使用医保历年账户支付种植牙费用。在此意见稿中规定国产材料费不超 1000 元，进口材料费不超 1500 元，相比此前价格大幅降低，通过降低耗材价格并进入医保，国内种植牙渗透率有望加速提升。作为进口品牌盖氏的 Bio-Gide 膜销售价格较高，公司产品海奥口腔修复膜具有性价比优势。在国家推动种植牙相关耗材降价的背景下，公司产品有望凭借优良的性能和高性价比方案比对进口份额快速替代。公司产品上市后 10 年销售保持快速增长，由 2012 年 0.36 亿元增长至 1.92 亿元。

图 18：公司口腔修复膜产品销售额保持 10 年快速增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.3. 协同效应下口腔骨修复材料增长可期

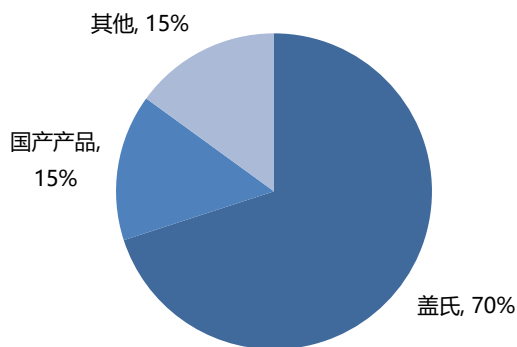
公司口腔骨修复材料性能优秀。海奥骨修复材料是公司另外一款用于口腔科的产品，于 2015 年获批上市，临床上可与海奥口腔修复膜联合应用，用于牙(颌)骨缺损的填充和修复。公司产品与盖氏 Bio-Oss 骨粉均取材自牛骨，随后通过对小牛松质骨经过一系列脱细胞、脱脂处理后制成的生物骨基质，这种处理方法保留了其天然的三维多孔结构。根据《应用海奥骨粉在修复牙槽骨缺损中的临床观察》指出，海奥骨粉作为骨移植材料可显著改善成骨效果，修复牙槽骨缺损，是一种可靠的骨移植材料。

图 19：人工骨粉在种植牙手术中的使用方式

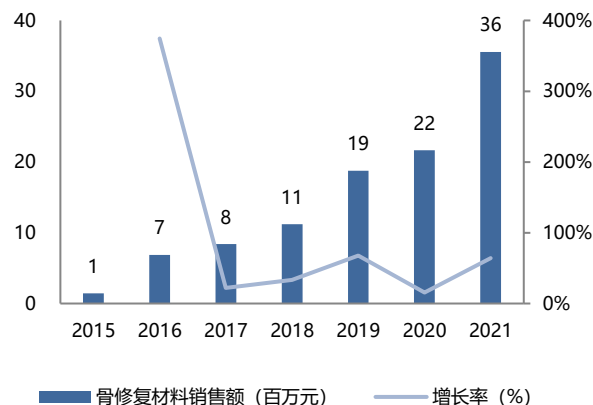


资料来源：信达证券研发中心

行业国产替代空间充分，渠道协同下公司产品增长确定性强。根据奥精医疗招股书数据，2019 年盖氏公司的 Bio-Oss 骨粉占据我国口腔科骨植入材料 70% 市场份额，国产占比比较低，合计仅占约 15% 份额，因此行业国产替代空间充分。公司口腔修复膜业务与口腔修复材料业务销售对象均为口腔科，销售渠道可共用。公司口腔修复膜产品已成为国产领先品牌，说明公司在口腔领域品牌和渠道优势明显，借助口腔产品方面已有的渠道优势，公司骨修复材料产品自 2015 年获批后迅速放量，2016 年至 2021 年复合增速 38.8%。与口腔修复膜产品类似，公司产品将继续受益于国内种植牙渗透率提升与国产化率提升两大逻辑，未来销售额将持续增长。

图 20：口腔骨修复材料市场格局（销售规模）


资料来源：奥精医疗招股书，信达证券研发中心

图 21：公司口腔骨修复材料产品销售额快速增长


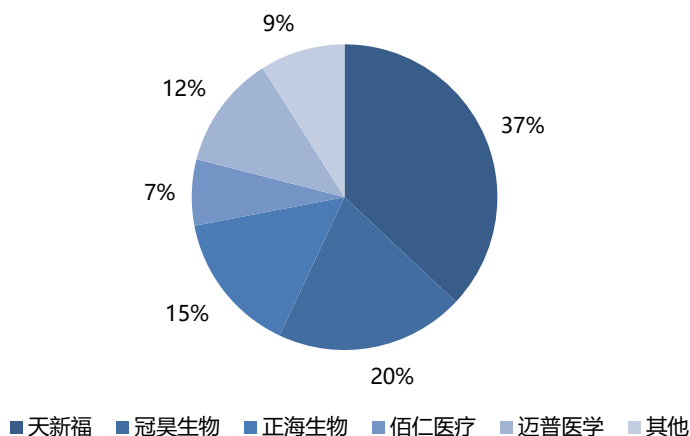
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3. 脑膜产品渠道利润空间大，集采下将以量换价

3.1. 公司脑膜产品性能领先，产品竞争力强

硬脑（脊）膜是保护和支持人脑中枢神经系统的重要结构，神经外科手术对人工硬脑膜需求量大。硬脑膜缺损可能导致脑脊液外漏、颅内感染等情况，在开颅手术、肿瘤侵犯、外伤性脑膜损伤等导致硬脑膜缺损的情况中需要使用硬脑膜修补材料进行修复。目前采用的硬脑膜修复材料有自体组织修补材料、同种异体修补材料、异种生物修补材料与人工合成材料，其中自体组织修补材料与同种异体修补材料由于取材困难，手术造成二次创伤等原因逐渐被淘汰。随着国内医疗与经济水平的提升，人工硬脑膜的需求不断提升。

硬脑膜市场行业门槛与集中度较高，公司市场份额排名前三。公司产品硬脑（脊）膜补片根据国内规定属于第三类医疗器械，有一定产品壁垒，在 2006 年冠昊生物的硬脑膜上市前，国内市场一直由外企产品如强生、贝朗垄断。在天新福与正海生物的硬脑膜补片产品上市并形成一定规模后，人工硬脑膜补片快速实现了国产替代。根据迈普医学招股说明书估算，包括冠昊、天新福与正海在内，国产产品市场份额已经达到 90%。

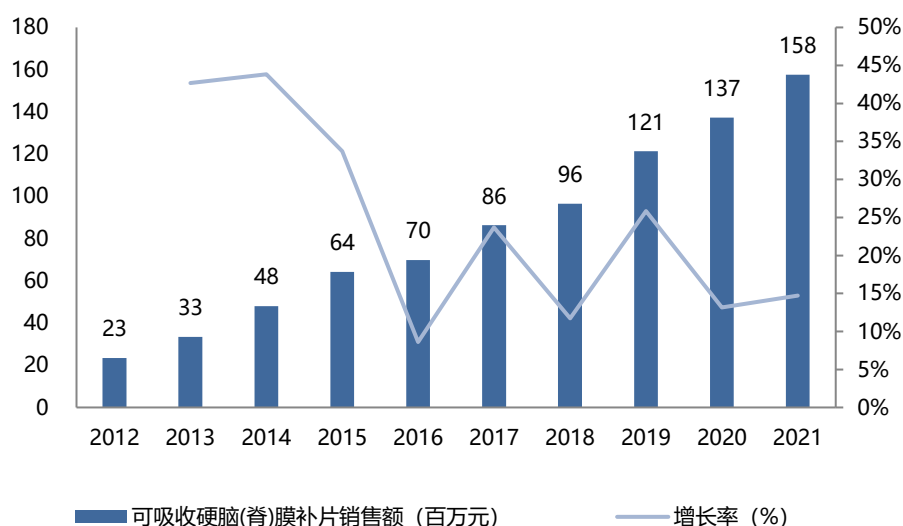
图 22：2019 年国内硬脑膜补片市场格局（按销售收入金额）


资料来源：迈普医学招股说明书，信达证券研发中心

公司产品拥有质量优势，有利于在成熟市场中抢占份额。目前全国硬脑膜市场增长趋于稳定，根据新思界产业研究报告与迈普医学招股说明书，硬脑膜终端市场消费规模接近

60 亿元，出厂口径市场容量接近 8 亿元，未来行业的变化主要在市场份额的相对变化。公司产品在性能上具备优势：手术操作上具备既可缝合也可粘合的灵活性，不易发生脑脊液漏；产品结构上与人自体组织相似，具有良好的生物相容性，且无异物刺激与炎症反应风险；另外公司产品具有可降解性与储存运输便利性，相比同类产品性能更加出色，未来有更高的市场份额增长空间。当前公司硬脑膜收入增长稳定，2021 年收入增速 14.7%，已连续五年保持 10% 以上同行业内显著较快增速，我们认为公司产品未来有望持续发挥质量优势抢占现有产品的市场份额。

图 23：公司可吸收硬脑(脊)膜补片收入及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2. 脑膜集采无损公司盈利能力

带量采购政策下公司集采竞标表现出色。2020 年江苏、山东公示了人工硬脑（脊）膜的采购结果，公司产品在两轮采购中均成功中标。2021 年福建、河南、河北三省也已开展硬脑膜带量采购工作，公司产品也均成功中标，且为目前同类产品中唯一一个所有省级集采项目全部中标的产品，中标价格在各省所有中标公司中处于中位数。公司在五省份集采的成功中标确保了五个省份的市场占有份额与品牌影响力，为未来其余省份可能开展的带量采购积累了集采经验。

表 3：已开展硬脑膜带量采购省份集采情况

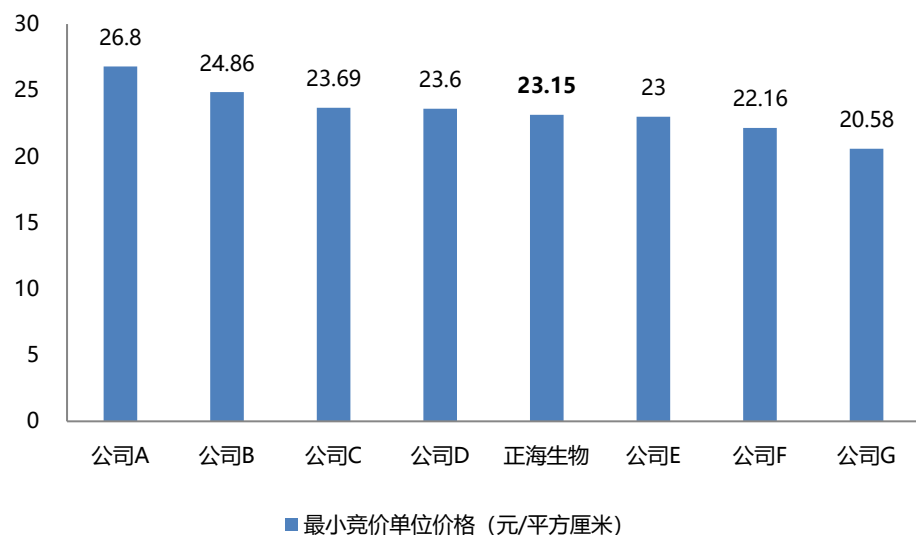
地区	集采时间	采购周期	采购量	平均降幅	最大降幅	公司产品采购量
江苏	2020 年 7 月	2 年	脑膜 17001 片 脊膜 1170 片	68.90%	81%	未公开
山东	2020 年 12 月	不低于 1 年	32146 片	83.32%	未公示	4253 片

福建	2021 年 6 月	原则上为 12 个月，到期后可延长采购期限，延续周期原则上为 12 个月	7600 片	71.49%	未公示	未公开
河南	2021 年 11 月	1 年	34798 片	87.02%	88.27%	5031 片
河北	2021 年 12 月	1 年	12042 片	91.46%	99.21%	4563 片

资料来源：各省医疗保障局，公司年报，信达证券研发中心

集中采购主要影响渠道利润，对生产企业的利润影响相对较小。各省集中采购主要影响为产品终端价格的大幅下降，根据已经进行集中采购的省份公示，终端价格平均降幅在 80% 左右，而生产企业端的出厂价格则受影响较小。因为带量集采前生产企业需要依托渠道分销商进行市场营销，因此终端价格中的较大额利润归于代理商，而在带量集采政策实行后生产企业拥有一定销量保证，因此有较大的降低营销成本的空间。所以，集中采购政策挤压的更多是渠道分销商的盈利空间，对生产企业的利润影响相对较小。另一方面，带量采购提高了本就较高的行业壁垒，促进了行业集中度的提升，结合公司已在开展集采的五省成功中标，未来公司在以量换价的模式下产品销量与盈利能力仍较为乐观。在目前已有的五省陆续集采的背景下，公司 2021 年产品毛利仍保持较高水平，且仍然实现了正常增长。

图 24：河南省集采中标企业最小竞价单位价格对比



资料来源：河南省医保局，信达证券研发中心

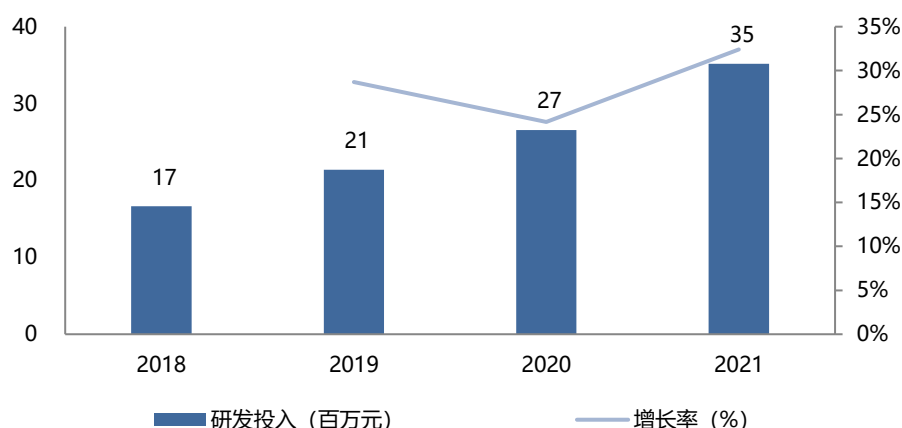
4. 公司新产品持续推出，打开增长第二曲线

4.1. 公司研发管线丰富，具有完善的研发体系

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

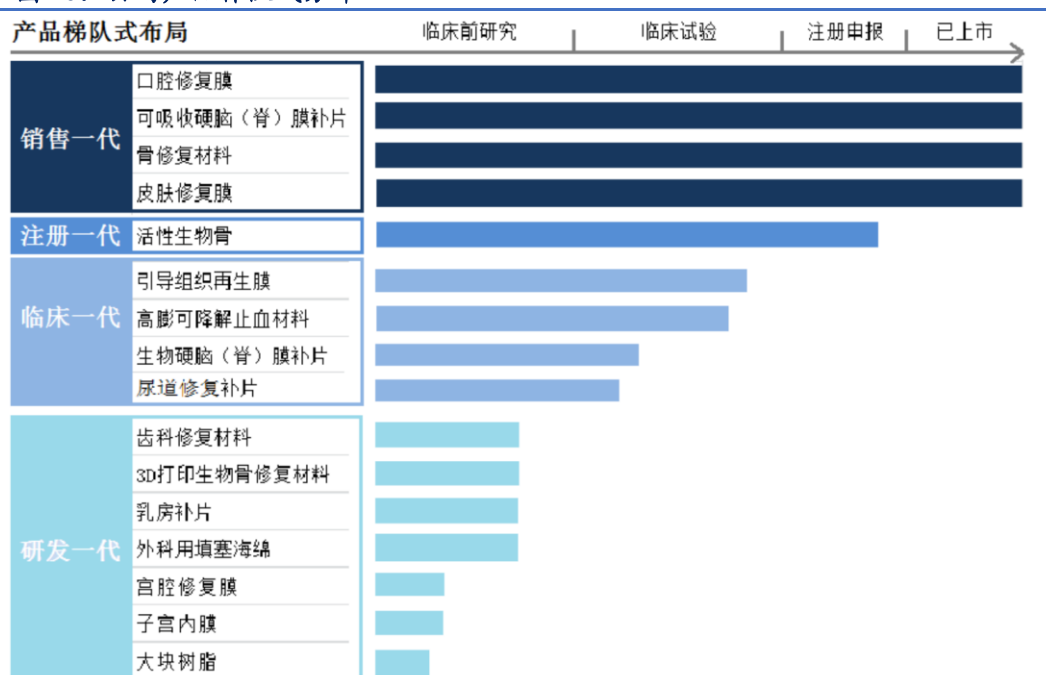
公司研发投入快速增长，具有完善的知识产权储备。目前公司上市后研发投入保持快速增长，由2018年1663万元增长至2021年3518万元，复合增长率28%。持续的研发下公司取得了丰硕成果，截至2021年底已拥有61件专利授权，注册商标88件。产学研合作方面，公司与中国科学院遗传与发育生物学研究所、中国科学院上海硅酸盐研究所、四川大学、北京协和医院、山东大学口腔医院等国内知名科研院所建立了稳定的合作关系；与东华大学共建了“正海-东华杂化材料产业研发基地”，与齐鲁工业大学共建了“创新联合实验室”，以加速公司技术更新和提高转化效率。

图 25：公司研发投入保持快速增长



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

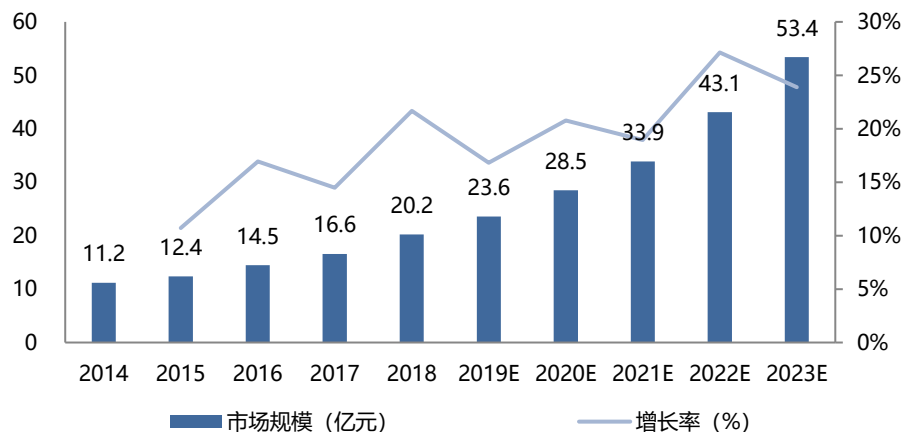
公司在研产品管线丰富，重磅产品活性生物骨上市在即。公司采用“销售一代、注册一代、临床一代、研发一代”的产品阶梯式开发策略，以创新性的“项目管理制”的方式开展研发管理，积极推进各项产品研发进展，持续追求产品和技术的可持续竞争优势。公司产品外科用填塞海绵和自酸蚀粘接剂分别于2021年末和2022年2月获得批准。产品活性生物骨已进入发补阶段上市在即；产品硬脑（脊）膜补片进入注册审评阶段。在研项目齿科修复材料-通用树脂已完成临床试验方案讨论会，进入临床试验准备阶段；乳房补片项目取得了注册检测报告、动物实验报告并召开了临床试验讨论会；宫腔修复膜进入临床试验准备阶段。公司通过稳定而充足的研发投入，在再生医学领域不断进行探索和开拓，为持续保持研发和技术领先地位提供有力保障。

图 26：公司产品梯队式分布


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

4.2. 十年磨一剑，活性生物骨产品推出后有望成为大单品

骨缺损修复材料是骨科手术中的常用耗材，行业市场规模快速增长。骨缺损是因创伤或手术所致的骨质短缺。由于骨缺损的存在，常造成骨不连接，延迟愈合或不愈合，及局部的功能障碍，骨缺损需要通过植骨进行治疗。根据南方所的统计数据，2018 年我国骨科骨缺损修复材料行业的市场规模为 20.2 亿元，南方所预计 2023 年将达到 53.4 亿元，2018 年至 2023 年的年均复合增长率为 22.7%。近年来骨科骨缺损修复材料得到了快速发展，其发展增速高于骨科高值耗材整体增长水平。我国 2018 年骨科高值耗材市场规模较 2017 年增幅达到 16.2%，其中骨缺损修复材料的增速高达 25.0%，为骨科高值耗材行业各细分领域之首，而创伤类、脊柱类、关节类骨科器械在 2018 年的市场规模增幅分别为 17.5%、17.2%、21.1%。骨缺损修复材料行业增速高于骨科高值耗材市场平均增速。

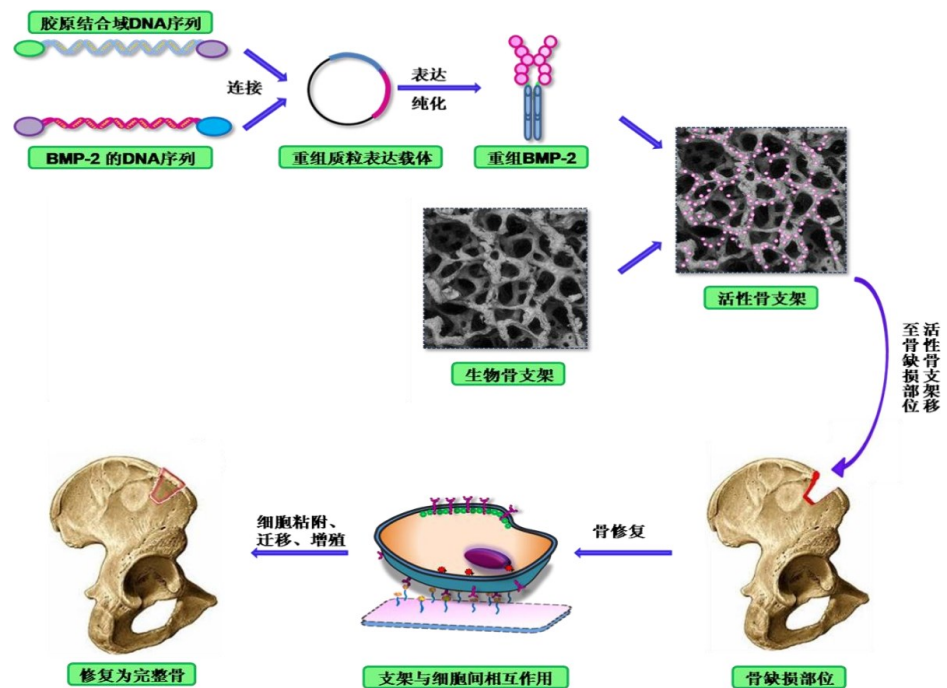
图 27：中国骨缺损市场高速增长


资料来源：奥精医疗招股书，南方所，信达证券研发中心

我国骨缺损手术渗透率不足，向上渗透空间大。国内目前骨缺损修复手术多数使用无排斥反应的自体骨，但自体骨存在骨量有限，难以满足大规模临床应用的需求，且取骨过程可能造成患者的额外失血与创伤、并造成潜在并发症等风险。根据南方所统计，在我国每年骨缺损或功能障碍的患者超过 600 万人，其中约有 2/3 患者需要进行植骨治疗，需求人数约为 400 万人。而我国实际使用骨缺损修复材料进行治疗的骨科手术仅约为 133 万例/年。国内诊疗需求尚未被满足。

国内骨修复材料人工骨使用比例将逐步提升，生长因子活性骨具备技术先进性。使用人工骨的约 53 万例，使用同种异体骨的约 80 万例。根据南方所的统计数据，我国自体骨在骨科手术中的临床使用比例已由 2007 年的 81% 下降至 2017 年的 62%，呈现出明显的下降趋势。同时根据 Orthopaedic Biomaterials 的统计数据，在医疗技术发展水平相对较高的美国，其临床使用自体骨的比例由 2007 年约 67% 逐步下降至 2017 年约 46%，自体骨下降趋势与我国一致，但目前使用比例远低于我国，随着我国经济水平的发展和相关领域的技术进步，未来人工骨会成为市场主流选择。人工骨根据结构与性能可大致分无机材料、有机材料和复合材料。其中复合材料可采用骨组织工程学通过种子细胞、支架材料和生长因子共同完成骨修复和重建，被认为是最具潜能的骨缺损治疗方式。

图 28：活性生物骨的简要工艺路径及修复原理示意



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司产品具有专利 BMP-2 胶原结合技术，效果与自体骨类似。目前与公司产品类似的海外同类产品有美敦力的 Infuse Bone，史赛克的 op-1。Infuse Bone 作为第一款生长因子骨科产品，上市后销售峰值迅速达到 10 亿美元。其原理是采用可吸收胶原海绵作为载体，使用时将 BMP-2 配置成浓度为 1.5mg/mL 溶液后涂抹在胶原蛋白海绵上使用。与美敦力 Infuse Bone 产品不同，公司通过专利技术在骨生长因子 BMP-2 上融合了胶原结合结构域（CBD），从而加强修复因子与胶原的结合能力，BMP-2 分子可固定在胶原蛋白支架上，可以保持其在损伤部位的高浓度而不随体液扩散，从而显著提高骨损伤修复能力，并减少 BMP-2 修复因子用量，降低使用风险。研究者采用公司产品与自体骨、硫酸钙进行对照，结论是公司活性生物骨产于与自体骨类似，具有较强的诱导成骨活性和修复骨缺损

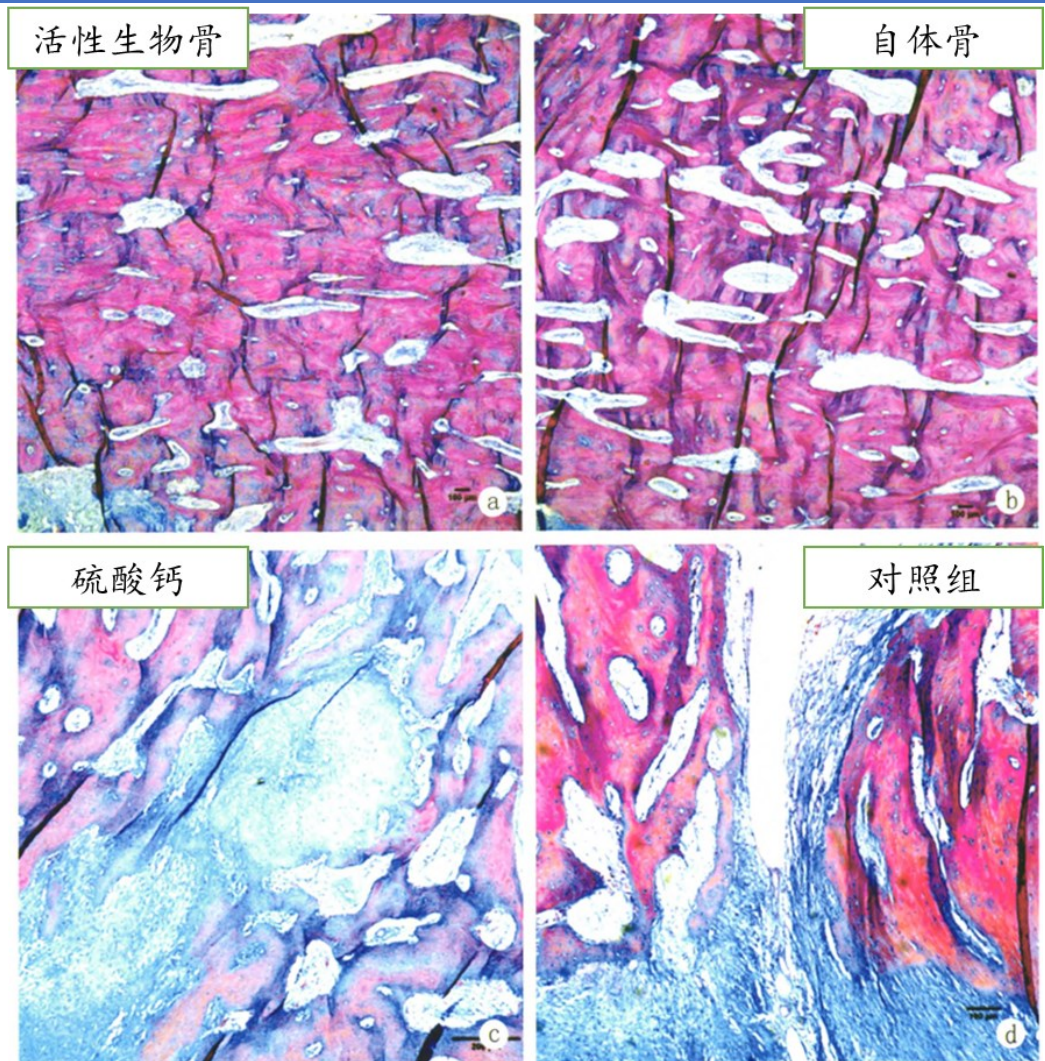
作用。

表 4：各组组织切片成骨面积所占百分比值比较 ($\bar{x} \pm s$, n=4) (%)

组别	4 周	8 周	12 周
A	49.98±1.32	65.63±3.31	88.67±4.38
B	50.23±1.12	67.93±4.57	90.70±3.80
C	26.82±0.84	46.32±2.21	75.67±5.52
D	8.82±2.14	26.52±3.12	45.35±3.27

资料来源：含 rhBMP-2 活性生物骨修复山羊胫骨缺损的实验研究，信达证券研发中心

图 29：切片染色证明活性生物骨具有与自体骨相似的修复效果



资料来源：含 rhBMP-2 活性生物骨修复山羊胫骨缺损的实验研究，信达证券研发中心

公司活性生物骨注册壁垒高，上市后迅速放量成为大品种。公司产品活性生物骨早在 2008 年已立项，经过了 6 年多的临床前准备后，于 2015 年分别在多家国内顶级医院进行临床实验，2018 年获得国家优先审评资格。目前已进入发补阶段，计划在 2022 年中上市。公司产品从研发到注册过程历经了十余年时间，属于药械组合产品，需要同时由器审中心和药审中心进行评审得出结论，因此公司产品注册壁垒较高，在短期内难有竞品。目前我国正处于医疗改革期，集采与按病种收费等改革对原有的耗材经营模式提出了挑战，活性生物骨上市后作为临床意义显著专利产品，在价格端与学术推广端均有优势，因此

预计产品在上市后迅速放量。参考美国人工骨使用数据，假设中国采用人工骨的患者数量达到需求量 50%，在当下即可对应 200 万台手术量，假设公司产品平均单次使用价格为 2000 元/台。假设公司产品占有 50% 市场份额，渠道环节毛利率 50%，则公司产品出厂端对应潜在短期内市场空间约为 10 亿/年。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设：

- (1) 口腔修复膜业务：口腔修复膜市场将在种植牙渗透率提升下快速增长，公司产品作为国产领先的品牌，产品价格相比 Bio-Gide 更具优势。在渗透率与国产替代逻辑驱动下公司销售额快速增长，预计 2022 年、2023 年和 2024 年增速分别为 33%、28%和 25%，毛利率稳定在 92%水平。
- (2) 可吸收硬脑(脊)膜补片：可吸收硬脑(脊)膜补片市场将因为集采承压，从过往经验来看，公司通过积极参与集采的方式能够实现继续增长，通过压缩渠道利润的方式保持公司较高毛利水平。预计 2022 年、2023 年和 2024 年增速分别为 15%、10%和 10%，毛利率稳定在 93%水平。
- (3) 骨修复材料业务：与口腔修复膜产品类似，公司骨修复材料业务将受益于种植牙渗透率提高与国产替代，预计 2022 年、2023 年和 2024 年增速分别为 35%、30%和 30%，毛利率稳定在 75%水平。
- (4) 活性生物骨业务：公司产品将于 2022 年中上市，由于此前国内并未有同类产品，所以从收费等方面需要重新申报，作为未来的重要产品线，公司将进行充分的市场开发、收费、进院、挂网等市场开拓工作和对骨科经销商建立准备工作。我们预计 2023 年开始产品将开始放量，预计 2023 年和 2024 年增速分别为 400%和 100%，由于规模效应毛利率稳步提升。

表 5：正海生物收入拆分与预测

单位：百万元		2021	2022	2023	2024
总计	收入	400.17	522.60	674.30	855.25
	增速	36%	31%	29%	27%
	毛利率	89%	88%	88%	88%
口腔修复膜	收入	191.84	255.15	326.59	408.24
	增速	49%	33%	28%	25%
	毛利率	92%	92%	92%	92%
可吸收硬脑(脊)膜补片	收入	157.53	181.16	199.28	219.20
	增速	15%	15%	10%	10%
	毛利率	93%	93%	93%	93%
骨修复材料	收入	35.56	48.01	62.41	81.13
	增速	64%	35%	30%	30%
	毛利率	75%	75%	75%	75%
止血材料	收入		10.00	15.00	22.50
	增速			50%	50%
	毛利率		90%	90%	90%
活性生物骨	收入		10.00	50.00	100.00
	增速			400%	100%
	毛利率		80%	85%	90%

其他产品	收入	15.24	18.29	21.03	24.19
	增速		20%	15%	15%
	毛利率	35%	35%	35%	35%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

5.2. 投资建议

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.1 亿元、2.6 亿和 3.4 亿，PE 分别为 37 倍、29 倍和 23 倍，使用相对估值法与可比公司对比，公司估值水平相对较低。考虑到公司原有业务快速增长，专利产品上市在即，因此给予买入评级。

表 6：可比公司估值表

代码	公司	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300238.SZ	冠昊生物	14.80	0.28	0.35	0.41	53.16	42.52	36.03
688198.SH	佰仁医疗	157.79	0.55	1.19	1.85	286.89	132.92	85.31
688085.SH	三友医疗	23.69	0.91	1.07	1.42	26.03	22.11	16.68
688366.SH	昊海生科	96.55	2.00	3.18	4.04	48.28	30.41	23.87
		平均				103.59	56.99	40.47
300653.SZ	正海生物	63.80	1.40	1.75	2.20	45.57	36.46	29.00

注：股价为 2022 年 3 月 31 日收盘价，冠昊生物、佰仁医疗、三友医疗、昊海生科采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，信达证券研发中心

6. 风险提示

1. 集采政策超预期风险：公司主要产品可吸收硬脑(脊)膜补片业务所在行业正在推行带量采购，如公司未能在主要区域中标，可能会面临销售下降的风险；
2. 研发注册不及预期风险：公司新产品活性生物骨上市在即，如果批准情况不及预期，可能会对公司未来两年的收入有较大影响；
3. 国内疫情超预期风险：公司收入中口腔相关产品占比较高，如果国内疫情反复，有可能影响口腔相关耗材使用，从而影响公司收入。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	527	663	837	1,121	1,479
货币资金	193	126	277	529	852
应收票据	1	2	2	3	4
应收账款	53	45	57	74	94
预付账款	3	2	4	5	6
存货	24	34	42	55	68
其他	252	454	454	455	455
非流动资产	278	266	350	383	417
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	68	215	252	239	229
无形资产	41	38	85	131	176
其他	170	12	12	12	12
资产总计	806	929	1,187	1,503	1,896
流动负债	145	126	174	226	278
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	26	13	19	24	30
应付账款	66	57	76	100	122
其他	53	56	79	103	126
非流动负债	14	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他	14	18	18	18	18
负债合计	159	144	192	244	296
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	647	785	995	1,259	1,600
负债和股东权益	806	929	1,187	1,503	1,896

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	293	400	523	674	855
同比(%)	4.8%	36.4%	30.6%	29.0%	26.8%
归属母公司净利润	118	169	210	264	338
同比(%)	10.2%	42.4%	24.5%	26.0%	28.0%
毛利率(%)	92.2%	89.1%	88.1%	88.0%	88.4%
ROE%	18.3%	21.5%	21.1%	21.0%	21.1%
EPS(摊薄)(元)	0.99	1.40	1.75	2.20	2.82
P/E	57.43	47.54	36.49	28.97	22.63
P/B	10.51	10.20	7.69	6.08	4.79
EV/EBITDA	54.08	43.05	31.22	24.26	18.27

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	293	400	523	674	855
营业成本	23	44	62	81	99
营业税金及附加	2	4	5	7	8
销售费用	104	122	157	202	257
管理费用	21	30	34	47	60
研发费用	27	35	44	61	77
财务费用	-4	-2	-5	-10	-17
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	14	25	13	13	13
营业利润	134	192	238	300	384
营业外收支	3	0	0	0	0
利润总额	136	192	238	300	384
所得税	18	23	29	36	46
净利润	118	169	210	264	338
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	118	169	210	264	338
EBITDA	122	183	236	294	372
EPS(当年)(元)	0.99	1.40	1.75	2.20	2.82

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	118	166	251	302	373
净利润	118	169	210	264	338
折旧摊销	6	18	16	17	18
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	17	0	0	0	0
营运资金变动	0	-13	25	21	17
其它	-6	-8	0	0	0
投资活动现金流	28	-187	-100	-50	-50
资本支出	-103	-10	-100	-50	-50
长期投资	123	-189	0	0	0
其他	8	11	0	0	0
筹资活动现金流	-60	-30	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-60	-30	0	0	0
现金流净增加额	86	-51	151	252	323

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

史玉琢，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。