

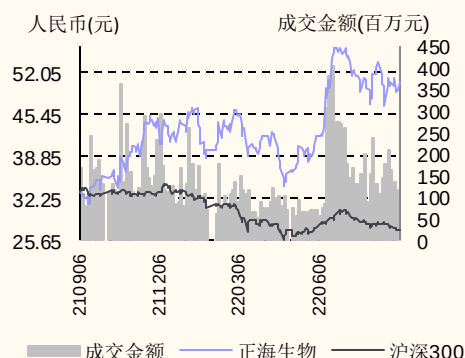
正海生物 (300653.SZ) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 50.70 元

目标价格 (人民币): 58 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.80
已上市流通 A 股(亿股)	1.80
总市值(亿元)	91.26
年内股价最高最低(元)	56.17/31.44
沪深 300 指数	4015
创业板指	2538

**再生医学材料龙头，国产替代空间广阔****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	293	400	475	661	912
营业收入增长率	4.82%	36.45%	18.82%	39.01%	37.91%
归母净利润(百万元)	118	169	215	298	395
归母净利润增长率	10.19%	42.44%	27.50%	38.72%	32.35%
摊薄每股收益(元)	0.986	1.405	1.194	1.656	2.192
每股经营性现金流净额	0.99	1.38	1.10	1.80	2.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.30%	21.46%	21.17%	24.23%	25.70%
P/E	57.43	47.54	42.46	30.61	23.13
P/B	10.51	10.20	8.99	7.42	5.95

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **口腔医疗行业前景广阔，观念转变有望推动量价齐升。**随着民众健康观念的转变和老龄化程度加剧，近年来我国口腔门诊就诊人次增速在 5% 左右。我国种植牙服务市场规模近几年保持 20% 以上的稳健增速，但渗透率较低，仍有广阔成长空间。口腔种植专项治理行动开展在即，集采将充分改善种植牙服务可及性，促使种植市场快速扩容。口腔修复材料市场规模受种植牙市场发展的直接影响，预计将维持较快增速。
- **集采顺利中标以价换量，国产替代进程加速。**可吸收硬脑（脊）膜补片已在五个省份实行集采，公司产品是目前同类中唯一全部中标的产品。五省均处于公司主要销售区域，公司可吸收硬脑（脊）膜补片 2022H1 毛利率 91%，较集采前下降 4pcts。我们认为集采虽会造成价格下降，但同时促使营销费用等开支减少，对利润率产生的影响相对有限，未对公司业绩带来明显压力。口腔修复领域，种植牙集采有利于加速国产替代进程，公司产品有望凭借价格、质量优势抢占市场份额，打破国内市场瑞士盖氏一家独大的局面。
- **聚焦优势材料技术，再生医学产品矩阵完备。**公司口腔修复膜产品采用组织工程学技术和特有的脱细胞工艺，可吸收硬脑（脊）膜补片良好的组织顺应性使得产品可缝可粘可同步降解。活性生物骨正处于注册申请冲刺阶段，将填补该品类国内市场的空白。此外，公司光固化复合树脂、乳房补片、宫腔修复膜等产品已陆续进入临床阶段。

盈利预测与投资建议

- 我们认为公司口腔修复膜业务有望随着种植牙全国集采快速放量，可吸收硬脑（脊）膜补片业务在部分省区推行集采的背景下，贡献稳定的现金流。公司在研产品矩阵完备，重磅产品活性骨上市在即，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.15 亿元、2.98 亿元、3.95 亿元，22-24 年分别同比增长 28%、39%、32%。参考同行业上市公司可比估值情况，给予公司 2022 年 49 倍 PE 估值，对应目标价 58 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 行业政策风险；市场竞争风险；研发注册不及预期的风险；新冠肺炎疫情风险；股东质押、减持风险。

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

徐雨涵 分析师 SAC 执业编号: S1130522060002
xuyuhan@gjzq.com.cn

内容目录

口腔医疗行业前景广阔，观念转变有望推动量价齐升	4
我国居民口腔健康问题刻不容缓，口腔医疗服务市场潜能巨大	4
种植牙同时具备需求刚性和消费属性，集采在即渗透率提升可期	5
修复材料弥补骨量不足，国产品牌性价比优势突出	6
国内生物再生材料领头羊，受益于进口替代和牙科市场增长	10
聚焦优势材料技术，打造再生医学全产品矩阵	12
盈利预测与投资建议	16
风险提示	18

图表目录

图表 1: 2018 年我国各年龄段民众患龋率 (%) 和龋均数量 (颗)	4
图表 2: 近年来我国国家层面口腔医疗行业主要相关政策	4
图表 3: 2015-2020 年国内口腔门诊就诊人次及增速 (亿, %)	5
图表 4: 2016-2021 年中国种植牙服务市场规模及增速 (亿元, %)	5
图表 5: 我国种植牙潜在市场规模测算	6
图表 6: 口腔修复膜在引导骨组织再生术中的作用机制	7
图表 7: 引导骨组织再生术手术流程	7
图表 8: 口腔修复膜分类	7
图表 9: 国内口腔修复膜市场盖式一家独大	8
图表 10: 国内部分获批的口腔修复材料产品	9
图表 11: 2011-2020 中国种植牙颗数 (万颗)	9
图表 12: 口腔修复材料参考价格	10
图表 13: 公司发展历程	10
图表 14: 已获注册证和处于注册申请中的医疗器械产品	11
图表 15: 公司已上市产品	11
图表 16: 公司营收及增速 (亿元, %)	11
图表 17: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	11
图表 18: 公司毛利率与净利率情况 (%)	12
图表 19: 公司费用率情况 (%)	12
图表 20: 公司分业务收入占比情况	12
图表 21: 公司分产品收入 (亿元)	12
图表 22: 海奥口腔修复膜双层微观结构	13
图表 23: 三维空间结构有利于快速血管化	13
图表 24: 2016-2020 中国人工硬脑膜行业市场规模	13
图表 25: 国内硬脑膜市场主要品牌产品销售额及增幅 (亿元)	14
图表 26: 已实施可吸收硬脑 (脊) 膜补片集采的省份及细则	14
图表 27: 海奥骨修复材料具有颗粒型特征	15

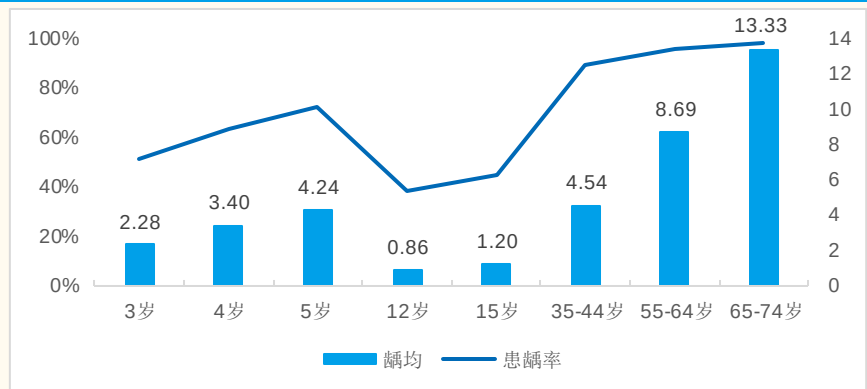
图表 28: 海奥骨修复材料与国外小牛骨材料对比.....	15
图表 29: 活性生物骨的简要工艺路径及修复原理示意.....	15
图表 30: 公司处于临床试验医疗器械产品.....	16
图表 31: 公司分板块收入预测（单位：百万元）.....	17
图表 32: 公司费用率预测.....	17
图表 33: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	18

口腔医疗行业前景广阔，观念转变有望推动量价齐升

我国居民口腔健康问题刻不容缓，口腔医疗服务市场潜能巨大

- 受“牙疼不是病”等传统观念的影响以及消费能力的制约，我国居民口腔保健意识相对薄弱。根据 2018 年的《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，我国各年龄段人群患龋率皆居高不下，5 岁儿童乳牙患龋率达 70.1%，较第三次口腔流行病学调查高出 4.1%，而全国整体治疗率尚未达到 20%。与此同时，龋齿、牙结石、牙龈萎缩、缺牙、错颌畸形等疾病高发也反映我国居民口腔健康问题刻不容缓。

图表 1：2018 年我国各年龄段民众患龋率（%）和龋均数量（颗）



来源：《第四次中国口腔健康流行病学调查报告》，国金证券研究所

- 随着国家医疗体系建设的逐步推进，近年来国家发布多项与口腔医疗行业相关政策，积极鼓励口腔行业发展，持续支持社会办医力量创办口腔医疗机构。更为完善的政策体系充分表明了国家对口腔卫生事业的高度重视，受益于改革政策的落实，广大居民口腔保健意识有望逐步提升。

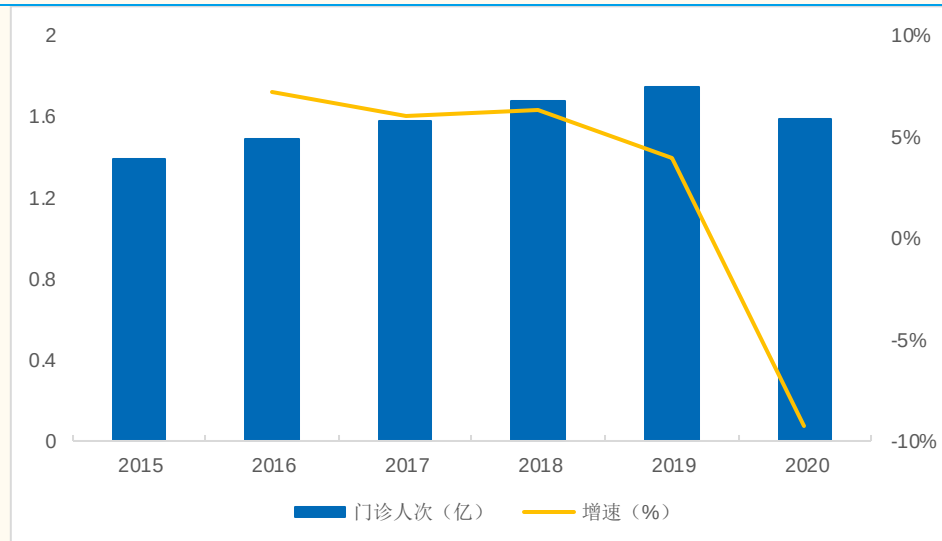
图表 2：近年来我国国家层面口腔医疗行业主要相关政策

时间	政策	内容
2016年12月	“十三五”卫生与健康规划	将口腔健康检查纳入常规体检，鼓励社会力量发展口腔保健等资源稀缺及满足多元需求的服务。
2017年1月	中国防治慢性病中长期规划（2017-2025）	将口腔疾病列为慢性病，将口腔健康检查纳入常规体检内容，加大牙周病、龋病等口腔常见病干预力度，实施儿童局部用氟、窝沟封闭等口腔保健措施，12岁儿童患龋率控制在30%以内。重视老年人口腔疾病的指导与干预。
2019年6月	健康口腔行动方案（2019—2025 年）	落实分级诊疗制度，依托口腔专科医联体建设，规范口腔疾病诊疗行为。充分发挥国家口腔医学中心和国家口腔区域医疗中心在口腔疾病防治中的技术指导作用，逐步建立省、市、县（区）三级口腔疾病防治指导中心。充分发挥市场在口腔非基本健康领域配置资源的作用，鼓励、引导、支持社会办口腔医疗、健康服务机构参与口腔疾病防治和健康管理服务。
2019年11月	诊所改革试点地区诊所基本标准（2019 年修订版）	降低了对口腔诊所的人员配置、面积要求。
2020年3月	“健康中国 2030”规划纲要	开展健康口腔专项行动，到2030年基本实现以县（市、区）为单位全覆盖。加强口腔卫生，12岁儿童患龋率控制在25%以内。
2021年1月	国家卫生健康委关于设置国家口腔医学中心的通知	设立多家口腔医学中心，形成错位发展、优势互补的模式，建立多中心协同工作机制，带动全国口腔医学领域建设与发展。

来源：国家卫健委，国务院办公厅，国金证券研究所

- 国内口腔医疗服务市场规模呈现连年上升趋势，以服务收入计算，中国牙科护理服务市场由 2015 年的 132 亿美元增至 2020 年的 262 亿美元。民众对口腔知识的知晓率及口腔保健态度积极性的不断提高使得国内口腔门诊就诊人次于 2019 年突破 1.7 亿，除 2020 年因疫情影响略有下降外，近几年就诊人次一直保持 5% 左右的增长。

图表 3：2015-2020 年国内口腔门诊就诊人次及增速（亿，%）

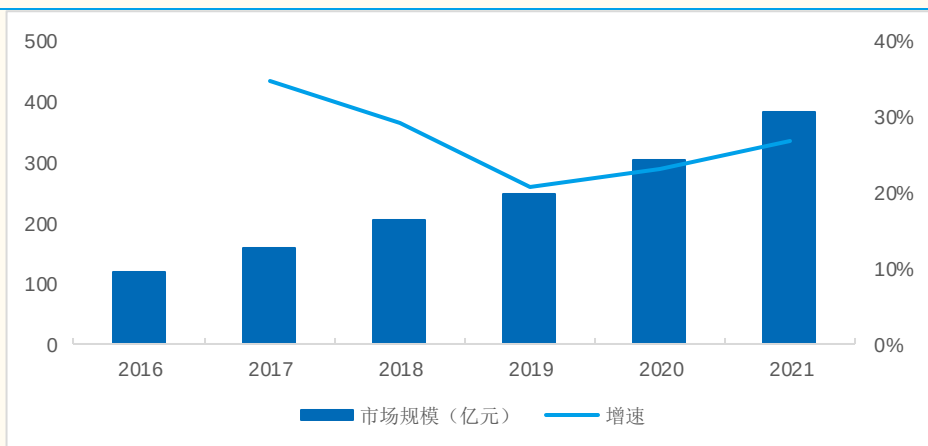


来源：中国卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

种植牙同时具备需求刚性和消费属性，集采在即渗透率提升可期

- **种植牙逐渐取代传统活动义齿成为牙齿缺失修复的主要手段。**针对牙齿缺失的修复方案可分为种植牙、牙桥和活动义齿三种，效果由好到次、费用由高到低的排序为种植牙、牙桥、活动义齿。疗效好、副作用小的显著优势使得昂贵的种植牙和牙桥方案更为中青年人群青睐；反之，由于牙齿缺失较多且活动义齿价格更为低廉，老年人群偏好使用活动义齿修复。但这一偏好在家可支配收入、人均寿命提升后，将会逐步改变。
- **龋齿、牙周病的发病率不断提升，种植牙从“消费”逐渐转向“刚需”。**牙齿缺失不仅会影响营养的吸收，还会增加消化系统的负担；此外，单颗牙齿缺失也会破坏牙列完整性，空隙的存在为食物塞牙创造了条件，可能会引发牙周病、龋齿等疾病。
- **“牙疼不是病”思维下引发的不良口腔习惯、高错颌率和长期不重视牙周问题，使得种植具有低龄化趋势，种植牙市场即将迎来重大发展机遇。**目前我国种植牙服务市场规模仅为 383 亿元左右，近几年保持着相对稳健的增速，预计未来仍有很大成长空间。

图表 4：2016-2021 年中国种植牙服务市场规模及增速（亿元，%）



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **我国种植牙渗透率显著低于发达国家，仍存在较大提升空间。**种植牙进入国内市场的时间晚于国外约三十年，虽然我国居民口腔健康状况并不乐观，

缺失牙人群比例较高，但是由于种植牙属于非病变项目，在多地未能纳入医保目录，价格令普通消费者难以负担，目前我国每万人种植牙保有量仍和发达经济体存在较大差距。随着我国社会老龄化进程的加速、居民负担能力的成长以及口腔保健意识的提升，种植牙渗透率有望进一步增长。

- **口腔种植专项治理行动开展在即，种植市场容量有望快速扩容。**2022年8月18日，国家医保局结合前期调研和征求行业意见的情况，发布了《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知（征求意见稿）》。《通知》包含“规范口腔种植医疗服务和耗材收费方式”、“强化口腔种植等医疗服务价格调控”、“组织开展种植牙耗材集中采购”等内容，有望切实降低种植牙医疗服务和耗材价格，减轻人民群众费用负担，充分改善种植牙服务可及性。
- 按照种植牙均价 10000 元/颗计算，我国种植牙潜在市场规模预计超过千亿。对 25-60 岁人群进行分类测算，我们预计种植牙数量有望达到 1143 万颗左右，整体市场仍有巨大成长空间。

图表 5：我国种植牙潜在市场规模测算

年龄段（岁）	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-64	65-69	70-74	75-79	80-84	85-89	90-94	>95
各年龄层人口数（万人）	9982	10188	12481	11806	8514	8291	7899	4244	2779	1810	841	248	56
牙列缺失率（%）	32	32	32	32	66	66	82	82	82	82	82	82	82
牙齿缺失数（颗）	2	2	2	2	6	6	10	10	10	10	10	10	10
有缺牙未修复率（%）	19	19	19	19	39	39	48	48	48	48	48	48	48
潜在需要修复的牙齿数量（万颗）	1439	1469	1800	1702	12563	12234	29244	15712	10289	6701	3114	918	207
选择种植牙修复的比例（%）	0.6	0.7	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	0.9	0.6	0.4	0.4
潜在种植牙数量（万颗）	8.6	10.3	16.2	18.7	150.8	146.8	380.2	204.3	123.5	60.3	18.7	3.7	0.8
总计潜在种植牙数量（万颗）	(潜在种植牙数量=各年龄层人口数*牙列缺失率*牙齿缺失数*有缺牙未修复率*选择种植牙修复的比例)												1142.8
假设种植牙均价（元）													10000
种植牙潜在市场规模（亿元）	(种植牙潜在市场规模=总计潜在种植牙数量*假设种植牙均价)												1142.8

来源：第四次全国口腔健康流行病学调查，国家统计局，中国产业信息网，国金证券研究所

修复材料弥补骨量不足，国产品牌性价比优势突出

- **骨量不足是很多缺牙患者无法接受种植牙治疗的原因之一。**种植牙所需的牙槽骨宽度一般不得低于 7mm（打入 4mm 左右的种植体，两侧骨各留 1.5mm），才可以保证种植牙的稳定性和安全性。第四次全国口腔健康流行病学调查显示我国 55 至 64 岁人群中约 64% 可能存在骨量不足的问题，主要原因有：长期缺牙处牙槽骨萎缩和吸收；口腔卫生条件不佳，牙周病严重，破骨细胞活跃；过往外伤史/拔牙导致牙槽骨受损。
- **口腔修复膜在口腔种植、颌面外科手术等口腔医疗中应用广泛。**口腔修复膜是用生物再生材料制成的生物膜，具有良好的组织相容性和诱导性，无免疫排斥反应、诱导组织再生，主要解决各种原因引起的口腔内软组织浅层缺损的修复问题。
- **在种植牙领域，口腔修复膜通常与骨粉等骨修复材料合用，引导骨组织再生。**口腔修复膜通过机械屏障、血管化、参与新陈代谢过程和诱导四个方面的作用机制，阻挡非成骨细胞进入骨缺损区，实现骨再生效果。此外，口腔修复膜还可用于口腔手术后牙颌骨缺损（或骨量不足）的填充和修复，使种植体更好地与周边牙槽骨质结合。

图表 6：口腔修复膜在引导骨组织再生术中的作用机制

机械屏障作用	• 选择性地非成骨细胞阻挡于骨缺损区以外，使成骨细胞顺利地进入骨缺损区，提高新骨的生成量
血管化作用	• 促进毛细血管的增生，使得毛细血管向骨缺损区长入，促使新生血管与骨缺损区血管进一步吻合，最终在骨缺损区形成完整的供血系统
参与代谢过程	• 允许多种营养物质与组织液自由交换，调节人体微量元素平衡，甚至有的功能性口腔修复膜能在其降解过程中释放骨再生所需微量元素，促进新骨的产生
诱导分化作用	• 作为支架材料，是来源于骨髓或骨髓的成骨细胞在其表面贴附，随后进一步增殖分化为成骨细胞，促进骨形态发生蛋白（BMP）等生长因子不断聚集，增加BMP在骨缺损区的浓度，进一步促进新骨的生成

来源：《口腔修复膜的研究进展及其应用》，国金证券研究所

图表 7：引导骨组织再生术手术流程



来源：periodontic&Dental implants，国金证券研究所

- 口腔修复膜可依据其原材料细分为胶原类膜、金属膜、合成膜与异体骨膜等；也可依据其材料的可降解性分为可吸收性膜与不可吸收性膜。目前我国牙种植临床使用较多的 Bio-Gide 生物膜和海奥口腔修复膜均属于胶原类膜。胶原类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、低抗原性和良好的组织相容性等特性，多个临床研究结果显示胶原类膜在口腔种植修复中综合性能优异，成骨量明显优于钛膜等金属膜，应用更为广泛。

图表 8：部分口腔修复膜分类

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，空易暴露，技术要求高，不可吸	间保护好，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
非胶原类	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
可吸收膜	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，约为 1800-3450 元
	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，约为 1140-2500 元
	海奥口腔修复膜® 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，约为 600-1000 元
	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，约为 1460-2700 元
	Biostite®	HA、I 型胶原、硫酸软骨素、二苯磷氮交联	4~8 周可完全降解	生物相容性好，可吸收性	价格昂贵，约为 1300-2500 元
	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，约为 1200-2400 元

来源：《口腔修复膜的研究进展及其应用》，国金证券研究所

- 我国口腔修复膜市场呈现出一家独大的格局。外资企业瑞士盖式早在 2008 年就进入我国市场，具有先发优势，且产品口碑好、业内品牌认可度高，市占率约 70%。而公司作为国产企业代表，是这一领域的后起之秀，旗下的海奥口腔生物膜产品也不断改良成熟，市场份额快速攀升，目前市场占有率约为 10%。
- 相关临床试验结果显示¹，与盖式 Bio-Gide 胶原膜相比，海奥口腔修复膜在植骨厚度、植骨高度、成骨厚度、成骨高度、水平成骨有效率（97.50% vs. 98.75%）及垂直成骨有效率（93.75% vs. 96.25%）等方面并没有显著差异，均能满足临床所需。但从产品定价看，海奥口腔修复膜同等规格价格明显低于盖氏 Bio-Gide，性价比优势突出。

图表 9：国内口腔修复膜市场盖式一家独大

公司名称	公司简介	主要产品	市场份额
瑞士 Geistlich Pharma AG	公司隶属于盖式（Geistlich）集团，是一家专业生产骨、软骨以及组织再生领域生物材料的企业。全球范围内拥有 50 多家经销商以及 10 家子公司分别设立在：英国、德国、意大利、法国、中国、巴西、韩国、北美、澳大利亚以及印度。	Bio-Oss 天然骨替代品、Geistlich Bio-Oss Collagen 胶原质、Geistlich Bio-Gide 可降解胶原膜	70%
烟台正海生物科技股份有限公司	我国再生医学领域领先企业，是山东省认定的高新技术企业，建有山东省医用再海奥口腔修复膜、海奥生物膜、生修复材料工程技术研究中心、山东省企业技术中心。公司致力于生物再生材料海奥皮肤修复膜、海奥骨修复材 10% 的研发、生产与销售，产品主要用于临床组织再生和创伤修复。	料	10%

来源：公司官网，国金证券研究所

*其余口腔修复产品包括福建博特生物科技生产的医用胶原修复膜、Keystone Dental 生产的 DynaMatrix 口腔修复膜等合规产品（见下表）以及其他未获批产品和非正规渠道产品，占比较小，故不再单独列出

¹ [1]薛妍,陈婷,梁振耕,谢莉莉.两种国产口腔膜在牙种植引导骨再生中的临床对比研究[J].中国美容医学,2019,28(03):125-128.

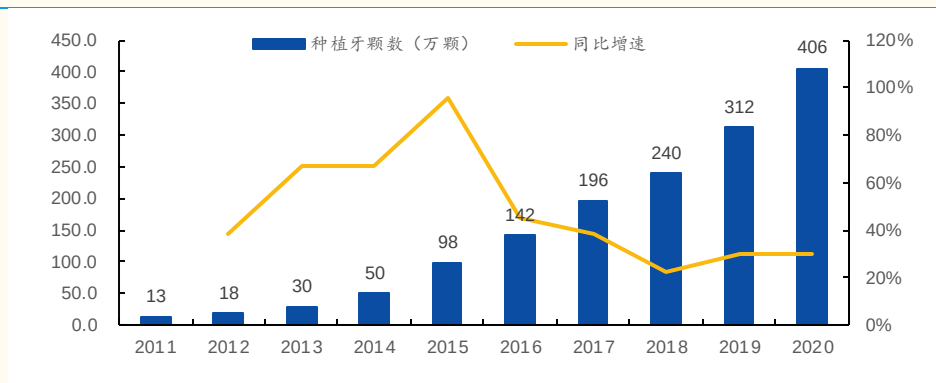
图表 10：国内部分获批的口腔修复材料产品

	产品名称	注册人名称	原产地	首次获批日期	有效期至
口腔修复膜	可吸收生物膜Geistlich Bio-Gide	Geistlich Pharma AG	瑞士	2008.05.30	2022.07.23
	海奥口腔修复膜	烟台正海生物技术有限公司	中国	2009.08.11	2024.11.05
	口腔修复膜 DynaMatrix™ Oral Graft	Cook Biotech Incorporated	美国	2014.04.25	2024.03.03
	口腔可吸收生物膜 Collagen membrane	Genoss Co.,Ltd.	韩国	2014.07.28	2023.12.28
	口腔钛膜i-GEN membrane	MegaGen Implant Co.,Ltd.	韩国	2015.03.12	2024.06.25
	口腔用可吸收基质膜Bioresorbable Matrix Barrier	Sunstar Americas Inc.	美国	2015.03.16	2024.12.01
	可吸收生物膜Biodegradable Collage Membrane	Bioland	韩国	2016.02.19	2025.12.14
	口腔可吸收生物膜	陕西瑞盛生物科技有限公司	中国	2020.04.28	2025.04.27
骨修复材料	医用胶原修复膜	福建省博特生物科技有限公司	中国	2017.03.16	2022.03.15
	骨填充材料Geistlich Bio-Oss	Geistlich Pharma AG	瑞士	2008.05.03	2023.03.05
	齿贝人工骨修复材料	北京奥精医药科技有限公司	中国	2014.09.05	2024.01.19
	骨填充材料 Geistlich Bio-Oss Collagen	Geistlich Pharma AG	瑞士	2015.01.26	2024.03.04
	海奥骨修复材料	烟台正海生物技术有限公司	中国	2015.03.12	2024.11.05
	奥邦骨修复材料	江苏阳生生物股份有限公司	中国	2017.12.07	2022.12.06
	口腔用骨填充修复材料SureOss Plus	韩士生科公司Hans Biomed Corp.	韩国	2020.11.11	2025.11.10
	骨填充材料 Bone Grafting Material	纳益倍医学工程有限公司 NIBEC Jincheon Factory Co.,Ltd.	韩国	2020.10.26	2025.10.25

来源：NMPA，国金证券研究所

- 口腔修复材料市场规模受种植牙市场发展的直接影响。近年来，我国种植牙市场快速增长，2016-2020 年 CAGR 约 29%，2020 年新增种植牙数量约 406 万颗，50%左右的患者需要在种植手术中使用约 1-2 张共计 4000 元左右的口腔修复膜。当前口腔修复膜终端消费市场但现有理论规模约 81 亿元（406 万*4000*1/2）。口腔骨填充材料一般与修复膜配套使用，每位患者需支出 2000 元左右，终端市场规模约为 40 亿元左右。

图表 11：2011-2020 中国种植牙颗数（万颗）



来源：艾媒数据中心，国金证券研究所

- 2021 年公司实现口腔修复膜收入 1.92 亿元，同比增长 49%，超越种植市场增速，呈现市占率提升态势。假设 2021 年我国种植牙总数 440 万颗、50%的患者会使用修复膜、每位患者平均实际使用 1.5 张、海奥口腔修复

膜出厂平均价格 500 元（各规格产品价格较大，故仅做粗略估计），测算出公司在口腔修复膜市场的市占率约为 12%。

■ 公司口腔修复膜市占率

$$\begin{aligned}
 &= \text{销售海奥口腔修复膜数量} / \text{全国消耗口腔修复膜数量} \\
 &= (1.92 \text{ 亿} / 500 \text{ 元}) / (440 \text{ 万} \times 1/2 \times 1.5) \\
 &= 38.4 \text{ 万张} / 330 \text{ 万张} \approx 12\%
 \end{aligned}$$

图表 12：口腔修复材料参考价格

产品名称	规格	数量	价格	单位
海奥口腔修复膜 B 型	15mm*20mm	1	600	张
	20mm*25mm	1	1000	张
BIO-GIDE 可吸收生物膜	13mm*25mm	1	1500	张
	25mm*25mm	1	2600	张
BIO-OSS 骨粉	0.25g	1	1500	瓶
	0.5g	1	2800	瓶

来源：北京大学口腔医院价目表，国金证券研究所

国内生物再生材料领头羊，受益于进口替代和牙科市场增长

公司成立于 2003 年，立足再生医学领域，致力于研发、生产和营销用于组织修复的生物材料、生物医药的新产品，在组织再生和创伤修复领域处于行业领先地位。经过 19 年的发展，在国内形成了全覆盖的销售网络，拥有经销商 950 余家，2017 年公司创业板上市进一步加速了产品研发进程和生产规模的扩大。

图表 13：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

目前，公司的上市产品包括软组织修复材料和硬组织修复材料两大系列，涵盖口腔修复膜、可吸收硬脑（脊）膜补片、骨修复材料、皮肤修复膜、外科用填充海绵及自酸蚀粘接剂等六个产品。2022 年获批的“自酸蚀粘接剂”适用于光固化复合树脂与牙釉质、牙本质的粘接，未来将更为深入地丰富公司口腔领域产线，巩固和扩大公司的竞争优势。

图表 14: 已获注册证和处于注册申请中的医疗器械产品

产品名称	注册证号	获批日期	有效期
骨修复材料	国械注准20153170391	2019. 11. 06	2024. 11. 05
口腔修复膜	国械注准20153170386	2021. 02. 03	2026. 02. 03
可吸收硬脑（脊）膜补片	国械注准20143132038	2021. 03. 29	2026. 03. 29
皮肤修复膜	国械注准20143132108	2021. 11. 26	2026. 11. 26
自酸蚀粘接剂	国械注准20223170172	2022. 03. 29	2027. 03. 29

来源: NMPA、公司公告、国际证券研究所

图表 15: 公司已上市产品

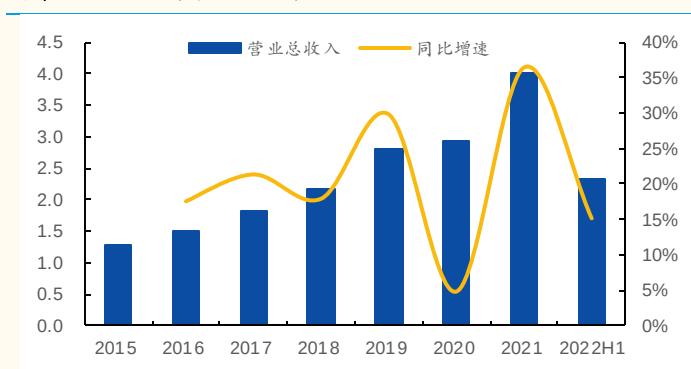
产品名称	产品分类	适用范围
口腔修复膜	第三类无源植入性医疗器械	1、口腔内软组织浅层缺损的修复； 2、腮腺手术中预防味觉出汗（Frey's）综合征。
可吸收硬脑（脊）膜补片	第三类无源植入性医疗器械	适用于硬脑（脊）膜缺损的修复。
骨修复材料	第三类无源植入性医疗器械	牙颌骨缺损（或骨量不足）的填充和修复。
皮肤修复膜	第三类无源植入性医疗器械	用于真皮层缺损的创面修复。
外科用填塞海绵	第二类医疗器械	用于鼻腔术后的暂时压迫止血和支撑。
自酸蚀粘接剂	第三类医疗器械	预期用于光固化复合树脂与牙釉质、牙本质的粘接。

来源: 公司 2022 中报、国金证券研究所

公司营收和利润稳定增长，毛利率维持较高水平。公司 2021 年营业收入 4.00 亿元（+36%），归母净利润 1.69 亿元（+42%），业绩维持高速增长。公司 2022 年上半年实现收入 2.31 亿元（+15%），实现归母净利润 1.04 亿元（+30%），疫情影响下业绩稳中有增。

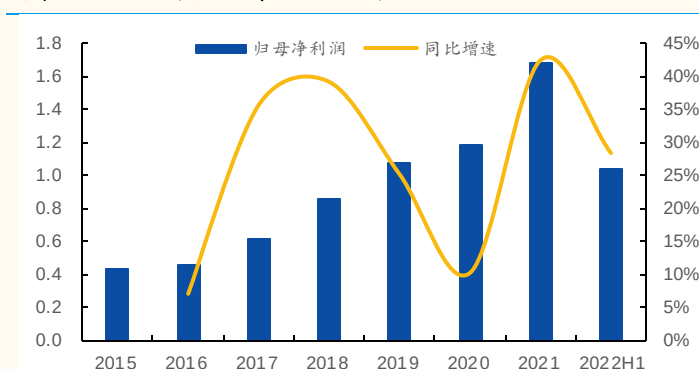
公司净利率水平稳定爬升至 45%左右，盈利能力较强。公司销售费用率、管理费用率控制较好，从 2015 年的 37.72%/25.33%降至 2022 年的 30.52%/6.46%。由于规模扩大，公司研发费用率小幅下降至 2021 年的 7.11%。

图表 16: 公司营收及增速（亿元、%）



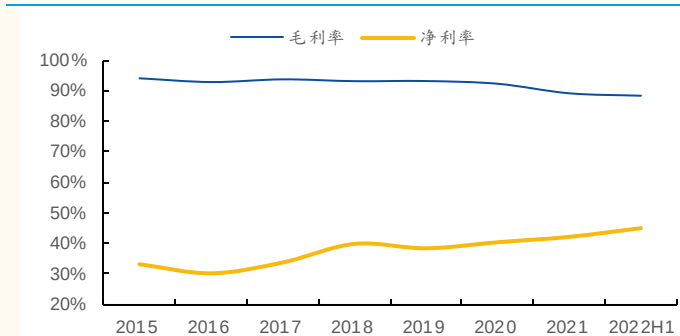
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 公司归母净利润及增速（亿元、%）



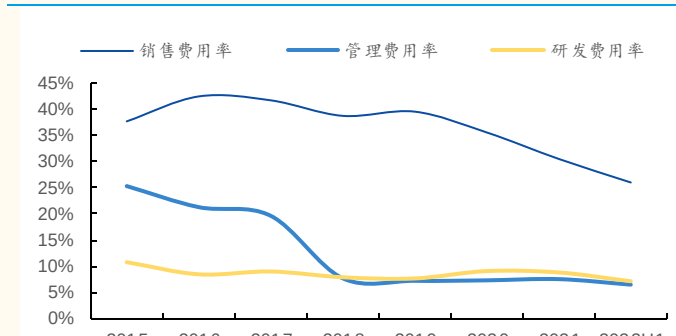
来源: wind, 国金证券研究所

图表 18：公司毛利率与净利率情况（%）



来源：wind，国金证券研究所

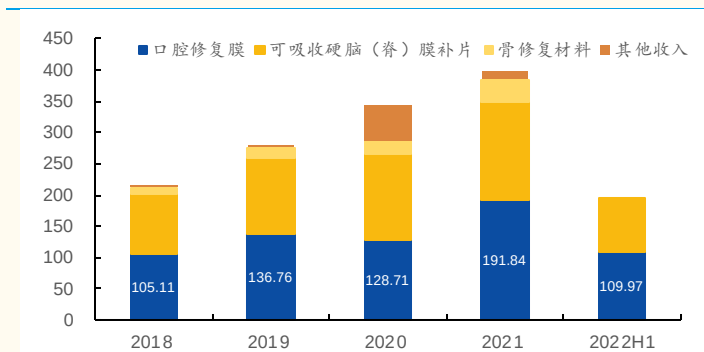
图表 19：公司费用率情况（%）



来源：wind，国金证券研究所

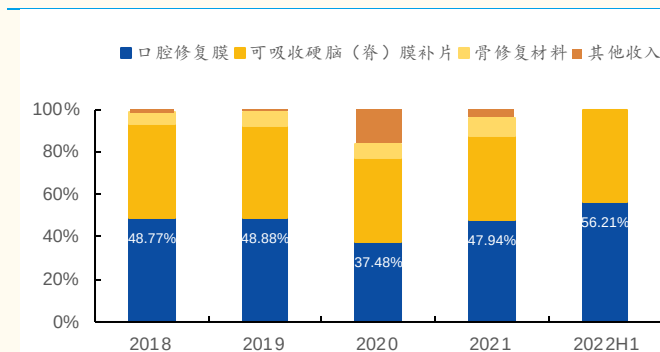
口腔修复膜业务和生物膜业务常年贡献占比超九成，产品结构较为稳定。口腔修复膜和可吸收硬脑（脊）膜补片为公司核心业务，常年保持稳定业绩贡献，由于产品矩阵的不断完善，营收占比由 2019 年的 92%下降至 2022 年上半年的 87%。公司产品结构呈现出多元化发展趋势，骨修复材料业务收入占比由 2015 年的 1.13%上升至 2021 年的 8.89%。

图表 20：公司分业务收入占比情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 21：公司分产品收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

截至 2022 年 8 月 19 日，公司产品已在全国 31 个省份挂网，各省级产品挂网品次超 2000 个，相较于 2021 年末增加了约 350 个品次。公司销售网络日益壮大，经战略调整，公司产品经销占比小幅提升，核心产品销售额稳步上升。针对即将获批的生物活性骨销售，公司将优先布局创伤科，从熟悉科室入手，目前项目已获得 8 家单位的开发参与。

聚焦优势材料技术，打造再生医学全产品矩阵

➤ 口腔修复膜

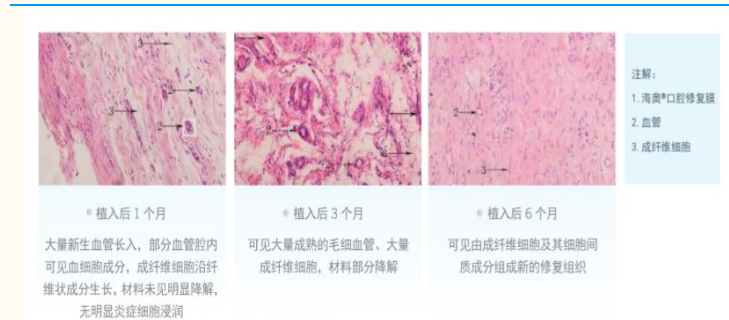
公司海奥®口腔修复膜于 2007 年上市，产品采用组织工程技术和特有的脱细胞工艺，将小牛皮肤经脱细胞处理、病毒及病原体灭活处理得到具有天然三维多孔的支架材料，主要成分为羟基磷灰石和胶原蛋白。从材料上看，产品适宜的孔径和孔隙率利于细胞和血管生长，促进组织再生和创伤的修复，且随着新生组织的重建而同步降解；同时，独有的双层结构可以起到有效的屏障作用，防止软组织长入骨缺损部位。极佳的亲水性和高生物相容性也保证了产品植入人体的安全性，且可常温贮存。从性能上看，产品能够修复口腔和咽喉部位软组织缺损，比如恶性肿瘤切除术、粘膜病变切除术等。

图表 22：海奥口腔修复膜双层微观结构



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 23：三维空间结构有利于快速血管化



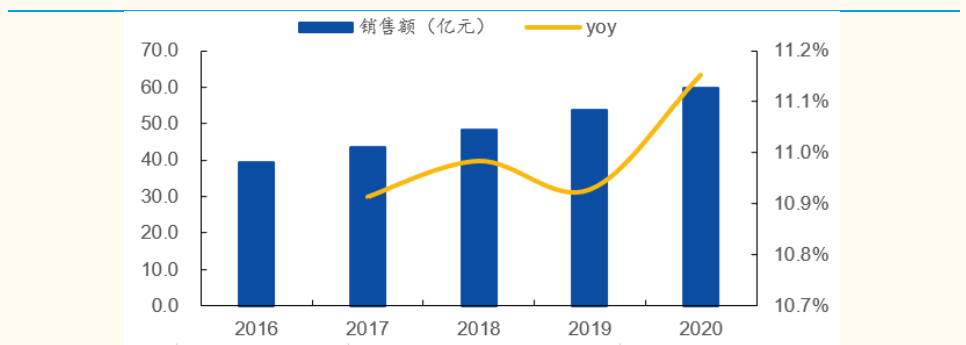
来源：公司官网，国金证券研究所

➤ 可吸收硬脑（脊）膜补片

硬脑膜是保护脑组织的屏障之一，在神经外科重型颅脑损伤患者中，标准大骨瓣开颅减压术疗效显著，但也带来硬脑膜损伤问题。目前临床上研究和使用的硬脑膜修补材料主要为四种：自体组织、同种异体组织、人工合成材料和异种生物材料，其中异种生物材料是当前临床应用最广泛的材料。

随着经济水平和对患者术后健康要求的提升，人工硬脑膜修复材料需求量持续增长。当前硬脑（脊）膜补片市场已经相对成熟，按终端销售额统计，2016-2020 年中国人工硬脑膜行业市场规模由 39.4 亿元增长至 59.8 亿元，CAGR 为 10.9%。2020 年受带量采购政策影响，部分省份人工硬脑膜的终端消费价格平均下降约 80%，预计 2025 年我国人工硬脑膜行业终端市场规模有望达到 28.9 亿元。

图表 24：2016-2020 中国人工硬脑膜行业市场规模

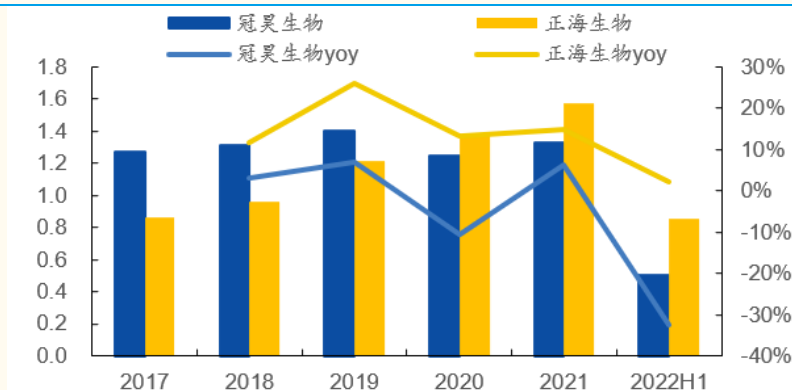


来源：头豹研究院，国际证券研究所

公司可吸收硬脑（脊）膜补片以牛皮肤组织为主要材料，用于各种原因引起的硬脑（脊）膜缺损的修复。产品可引导成纤维细胞生长，修复硬脑（脊）膜缺损，有效预防脑脊液漏；同时具有良好的组织顺应性，可缝可粘可同步降解；产品工艺中未添加任何化学交联剂，无残留细胞毒性，无免疫排斥反应。公司作为主要牵头单位承担的国家级重点研发计划项目-脊髓损伤与脑损伤项目也已完成综合绩效评价工作，通过项目终期验收。

公司产品上市时间较晚，市占率相对低，但凭借出色性能，保持较快增速，2017-2021 年 CAGR 为 16.2%。受集采和疫情影响，公司与冠昊生物在该板块营收增速出现下降。与冠昊生物产品相比，公司产品无需缝合，可更为有效减少脑脊液渗漏；与天新福产品对比，公司产品可常温保存，便于储存与运输。

图表 25：国内硬脑膜市场主要品牌产品销售额及增幅（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

2020 年以来，公司产品在已经开展带量采购的江苏、山东、福建、河南、河北等五个省份全部中选。已实施集采的五个省份均处于公司主要销售区域，2021 年公司华东/华北区域收入占比分别为 40%/16%。就最早开展集采的江苏省而言，2021 年的产品销量和销售收入均超过往年。2022H1 公司可吸收硬脑（脊）膜补片毛利率为 91.38%，较 2019 年的 95.46% 小幅下降 4.08pcts。我们认为集采虽然会带来产品价格下降，但同时促使营销费用等开支大幅减少，对产品毛利率带来的影响相对有限，并有望促进销售规模进一步扩大。

图表 26：已实施可吸收硬脑（脊）膜补片集采的省份及细则

省份	江苏省	山东省	福建省	河南省	河北省
集采开始时间	2020.06	2020.12	2021.04	2021.11	2021.12
周期	2 年	>1 年	>1 年	1 年	1 年
平均降幅	68.90%	83.32%	71.49%	87.02%	91.45%
采购量	17001 片	32146 片	7600 片	34798 片	12042 片
中标企业	I: 冠昊生物、天新福、英特格拉; II: 正海生物、迈普医学、佰仁医疗、银河巴马、索康	I: 正海生物、迈普医学; II: 佰仁医疗、天新福; III: 银河巴马	迈普再生、冠昊生物、贝朗医疗、正海生物等	博特生物、正海生物、博辉瑞进、佰仁医疗、银河巴马、英特格拉、邦塞科技、天新福、贝朗医疗	正海生物、英特格拉、邦塞科技、银河巴马、博辉瑞进、博特生物、佰仁医疗、蛇牌（贝朗）

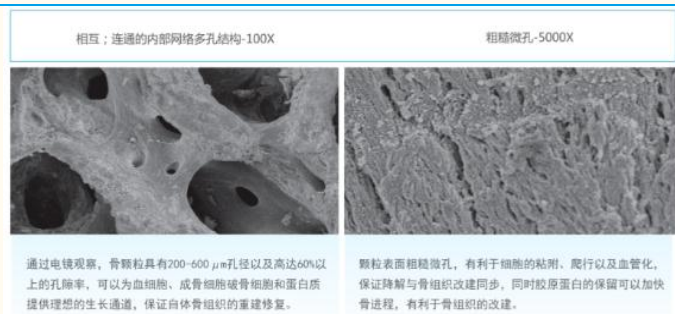
来源：各省公共资源交易中心，公司年报，国金证券研究所

➤ 骨修复材料

公司骨修复材料产品历经 8 年研发，于 2015 年获批，适用于牙颌骨缺损（或骨量不足）的填充和修复。从材料上看，高可塑性使其可根据手术需要完成修改和切割，满足患者需求。骨修复材料空间结构与天然骨类似，精细的骨小梁结构和内部空隙得以保留，具有骨诱导能力，不易引起免疫、过敏、炎症反应。从性能上看，颗粒型骨修复材料具有出卓越的毛细效应，同时胶原蛋白的保留也利于液体分子间的结合，展现极佳的亲水性。产品良好的安全稳定性和生物相容性也使得成骨更为有效。临床试验表明，公司骨修复材料骨保存可达 87.19%，高于对照组国外小牛骨材料的 82.45%。

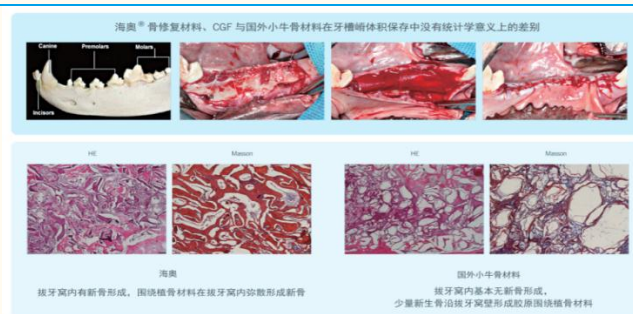
此外，公司“钙硅生物陶瓷骨修复材料”于 2022 年 8 月完成首例受试者随机入组，正式进入临床试验。钙硅生物陶瓷骨修复材料预期用于颌骨缺损（或骨量不足）的填充和修复，该产品的推进对丰富公司口腔领域产品管线具有积极意义。

图表 27：海奥骨修复材料具有颗粒型特征



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 28：海奥骨修复材料与国外小牛骨材料对比



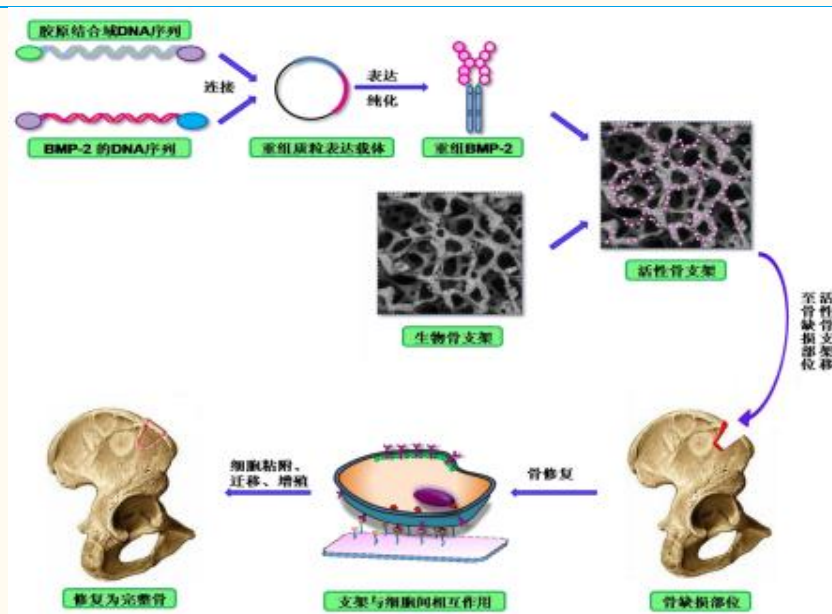
来源：公司官网，国金证券研究所

► 其他在研产品

自研为主、合作为辅，公司重视技术创新，在研产品丰富。在修复材料领域，公司与中科院硅酸盐所合作研发 3D 打印骨修复材料系列产品；与东华大学共建研发中心，合作研发齿科修复材料系列产品，助力公司在医用材料领域的可持续发展。在信号分子领域，与中科院遗传所合作研发 rh-BMP-2，结合骨修复材料特异性开发出活性生物骨产品。在干细胞领域，公司与中科院遗传所、鼓楼医院等单位合作研发胶原材料复合干细胞治疗子宫内腺癌痕化损伤的材料及技术，干细胞技术的开发及应用也将成为公司重要的发展方向之一。

目前，公司活性生物骨、硬脑（脊）膜补片正处于注册申请中。创新升级产品活性生物骨主要用于治疗各种原因造成的骨缺损、骨不连等病症，包含“活化的胶原骨修复材料”及其“专用融合活性骨修复因子”两个部分，通过将具有诱导活性的 BMP-2 与具有天然骨组织孔隙结构的骨支架材料相结合，形成了具有诱导活性的骨支架材料。相较于传统人工骨，活性骨材料添加了活性因子，专用融合活性因子在修复因子的氨基端或羧基端融合了 VWF 因子的胶原结合结构域，得到的融合蛋白兼具骨诱导、骨传导活性，临床效果不劣于自体骨。

图表 29：活性生物骨的简要工艺路径及修复原理示意



来源：公司公告，国金证券研究所

当前，国外市场由美敦力和史塞克两家公司占据，国内市场仍处于空白，无活性骨材料市场规模约为 21 亿元，自体骨市场规模约为 50-60 亿元，市场空间广阔。2021 年 11 月，公司产品进入“主审审评”阶段，有望于今年

内取得注册证，有望在该领域加快国产替代的进程，依靠性价比优势抢占市场份额。

此外，光固化复合树脂已完成首例受试者入组，正式进入临床试验；乳房补片项目已完成临床试验牵头单位伦理审查及备案工作；宫腔修复膜项目的研发将分为膜产品（防粘连）、已经发生瘢痕的子宫内膜产品两部分，拟用于轻中度宫腔粘连分离术后预防再粘连。作为唯一全部中标的脑膜厂商，公司有望提升在该领域的话语权。

图表 30：公司处于临床试验医疗器械产品

项目名称	适用范围	项目进展
引导组织再生膜	用于引导骨组织再生	临床试验效果评价阶段
尿道修复补片	用于小儿尿道下裂尿道修复手术中缺损组织的修复重建	临床试验进行中
光固化复合树脂	用于牙体修复	临床试验进行中
钙硅生物陶瓷骨修复材料	骨缺损的修复与再生	完成临床试验牵头单位伦理审查及药监局备案
乳房补片	拟用于乳房重建中的软组织修复	完成临床试验牵头单位伦理审查及药监局备案

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- **口腔膜、骨修复材料业务：**随着居民健康意识的提升、老龄化进程的加速以及集采降价的驱动，种植牙渗透率有望从明年开始进入加速提升期，公司产品兼具性能与价格优势，有望快速放量。参考可吸收硬脑（脊）膜补片业务进入集采后的业绩变化情况，预计 2022-2024 年公司口腔修复膜业务收入增速分别为 25%/50%/40%、骨修复材料业务收入增速分别为 15%/35%/30%。由于集采后价格下降，毛利率或出现小幅下降，预计 2022-2024 年口腔修复膜业务毛利率分别为 91%/89%/86%、骨修复材料业务毛利率分别为 78%/77%/76%。
- **可吸收硬脑（脊）膜补片业务：**部分省区已率先进行集采，公司积极响应并实现全部中标，由于该业务市场规模相对稳定，预计 2022-2024 年公司可吸收硬脑（脊）膜补片业务收入增速分别为 5%/10%/10%。未来几年可能有更多省份将其纳入集采，平均出厂价进一步小幅下降，预计 2022-2024 年毛利率分别为 91%/89%/87%。
- **活性骨、其他产品业务：**活性骨产品有望年内实现获批，对标同类产品海外销售情况，有望在国内市场实现快速放量，预计 2022-2024 年分别贡献收入 5/30/90 百万元。其他产品方面，外科用填塞海绵、自酸蚀粘接剂等产品上市后逐步放量，预计 2022-2024 年收入增速分别为 60%/40%/35%
- 综上所述，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 4.75 亿元、6.61 亿元、9.12 亿元，分别同比增长 19%、39%、38%。

图表 31：公司分板块收入预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	279.8	293.3	400.2	475.5	661.0	911.6
同比(%)		5%	36%	19%	39%	38%
销售毛利率	93%	92%	89%	89%	87%	85%
口腔修复膜						
收入	136.8	128.7	191.8	239.8	359.7	503.6
同比(%)		-6%	49%	25%	50%	40%
毛利率	93%	92%	90%	91%	89%	86%
可吸收硬脑（脊）膜补片						
收入	121.4	137.3	157.5	165.4	181.9	200.1
同比(%)		13%	15%	5%	10%	10%
毛利率	95%	95%	93%	91%	89%	87%
骨修复材料						
收入	18.8	21.7	35.6	40.9	55.2	71.8
同比(%)		16%	64%	15%	35%	30%
毛利率		-	-	78%	77%	76%
其他产品						
收入	2.9	5.6	15.2	24.4	34.1	46.1
同比(%)		90%	174%	60%	40%	35%
毛利率		-	-	70%	75%	75%
活性骨						
收入				5.0	30.0	90.0
同比(%)					500%	200%
毛利率				90%	90%	90%

来源：wind，国金证券研究所

- 公司整体费用率水平较为平稳，考虑到疫情影响线下营销业务开展，以及集采后对营销投入依赖度降低，公司销售费用率有望下降至 23%左右。我们预计，未来随公司收入规模快速增长，规模效应带来管理费用率小幅下降，预计到 2024 年公司管理费用率有望下降至 6%左右。为了维持领先优势，不断丰富产品矩阵，公司尚有多款产品在研，预计公司研发费用率将维持在 8%左右。

图表 32：公司费用率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	35.6%	30.5%	26.1%	23.4%	23.5%
管理费用	7.3%	7.5%	6.6%	5.9%	6.1%
研发费用	9.1%	8.8%	7.8%	8.3%	8.2%

来源：wind，国金证券研究所

- 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.15 亿元、2.98 亿元、3.95 亿元，22-24 年分别同比增长 28%、39%、32%。
- 选用相对估值法对公司进行估值，选取同属于高值耗材赛道的冠昊生物、昊海生科、爱博医疗作为可比公司，2022 年至 2024 年平均市盈率分别为 49 倍、37 倍和 28 倍。考虑到公司口腔修复膜业务有望随着种植牙全国集

采快速放量，可吸收硬脑（脊）膜补片业务在部分省区推行集采的背景下，全部实现中标，贡献长期现金流稳定性，后续在研产品矩阵完备，重磅产品活性骨上市在即，参考同行业上市公司可比估值情况，给予公司 2022 年 49 倍 PE 估值，对应目标价 58 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 33：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
300238.SZ	冠昊生物	11.16	0.18	0.28	0.36	0.46	0.60	143.06	66.68	30.66	24.17	18.71
688366.SH	昊海生科	74.20	1.30	2.00	2.53	3.17	3.89	69.44	62.84	29.29	23.40	19.07
688050.SH	爱博医疗	204.11	0.92	1.63	2.31	3.29	4.54	188.35	129.00	88.30	62.00	44.95
算术平均值								132.62	86.17	49.42	36.52	27.58
300653.SZ	正海生物	50.70	0.99	1.38	1.10	1.80	2.26	57.43	47.54	42.46	30.61	23.13

来源：Wind，国金证券研究所

注：采取 2022 年 9 月 5 日 wind 一致预期数据

风险提示

- **行业政策风险：**公司产品生产、销售活动会受到相关医疗政策变化的影响，2020 年以来，公司可吸收硬脑（脊）膜补片在 5 个省份集采中选，进入集采未对业绩增长带来明显压力，但不排除未来因带量采购范围扩大而进一步产生影响。随着种植牙集采全面推行，参考其他品类器械集采后的价格降幅，口腔膜、骨修复材料产品价格皆可能出现明显下降，对利润率或产生不利影响。
- **市场竞争风险：**目前国内外诸多知名企业纷纷在医疗健康领域加大投资力度，领域内竞争日益激烈。随着科学技术水平的不断进步，再生材料领域可能出现新的治疗方法和治疗耗材，从而替代现有产品。
- **研发注册不及预期的风险：**公司在研产品数量众多，所需投入较大，研发周期较长，可能出现研发进程不及预期甚至研发失败的情形。
- **新冠肺炎疫情风险：**医疗服务业务可能面临新冠肺炎疫情反复而造成客流量减少、正常诊疗节奏被打断等风险，间接导致公司产品销量下滑。
- **股东质押、减持风险：**近期公司公告控股股东、持股 5%以上的股东减持计划，大额质押或减持公司股份易造成公司股价波动等负面影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	280	293	400	475	661	912
增长率	29.8%	4.8%	36.4%	18.8%	39.0%	37.9%
主营业务成本	-19	-23	-44	-51	-89	-138
%销售收入	6.9%	7.8%	10.9%	10.8%	13.4%	15.2%
毛利	261	270	357	424	572	773
%销售收入	93.1%	92.2%	89.1%	89.2%	86.6%	84.8%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-4	-5	-7
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-111	-104	-122	-124	-155	-214
%销售收入	39.6%	35.6%	30.5%	26.1%	23.4%	23.5%
管理费用	-20	-21	-30	-31	-39	-56
%销售收入	7.2%	7.3%	7.5%	6.6%	5.9%	6.1%
研发费用	-21	-27	-35	-37	-55	-75
%销售收入	7.6%	9.1%	8.8%	7.8%	8.3%	8.2%
息税前利润 (EBIT)	106	116	165	228	318	421
%销售收入	38.0%	39.5%	41.3%	48.0%	48.2%	46.2%
财务费用	1	4	2	5	9	15
%销售收入	-0.3%	-1.4%	-0.4%	-1.0%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	16	17	18	22
投资收益	13	0	0	0	0	0
%税前利润	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	123	134	192	249	346	458
营业利润率	44.1%	45.6%	47.9%	52.5%	52.3%	50.2%
营业外收支	1	3	0	0	0	0
税前利润	124	136	192	250	346	458
利润率	44.4%	46.5%	47.9%	52.6%	52.3%	50.2%
所得税	-17	-18	-23	-35	-48	-63
所得税率	13.5%	13.3%	12.0%	14.0%	13.8%	13.8%
净利润	107	118	169	215	298	395
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	107	118	169	215	298	395
净利率	38.4%	40.3%	42.1%	45.2%	45.1%	43.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	107	118	169	215	298	395
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	7	18	19	21	24
非经营收益	-13	-7	-8	-22	-18	-22
营运资金变动	4	0	-13	-13	22	10
经营活动现金净流	103	118	166	199	323	406
资本开支	-62	-103	-10	-16	-38	-57
投资	-63	123	-189	16	18	22
其他	15	8	11	0	0	0
投资活动现金净流	-110	28	-187	1	-20	-36
股权募资	0	0	0	60	0	0
债权募资	0	0	0	5	0	-1
其他	-48	-60	-30	-45	-83	-90
筹资活动现金净流	-48	-60	-30	20	-82	-91
现金净流量	-55	86	-51	219	221	280

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	78	193	126	346	567	847
应收款项	52	55	48	62	86	124
存货	18	24	34	39	59	87
其他流动资产	378	255	455	448	450	455
流动资产	525	527	663	895	1,162	1,513
%总资产	72.9%	65.4%	71.4%	77.5%	80.7%	83.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	150	234	220	221	236	269
%总资产	20.8%	29.1%	23.7%	19.1%	16.4%	14.8%
无形资产	42	41	39	40	41	41
非流动资产	195	278	266	260	277	311
%总资产	27.1%	34.6%	28.6%	22.5%	19.3%	17.0%
资产总计	720	806	929	1,155	1,439	1,824
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	84	102	80	79	130	181
其他流动负债	31	43	46	45	63	92
流动负债	114	145	126	124	193	273
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	14	18	16	16	15
负债	132	159	144	140	209	288
普通股股东权益	588	647	785	1,015	1,230	1,535
其中：股本	80	120	120	180	180	180
未分配利润	206	253	374	544	760	1,064
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	720	806	929	1,155	1,439	1,824

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.342	0.986	1.405	1.194	1.656	2.192
每股净资产	7.355	5.389	6.544	5.640	6.836	8.528
每股经营现金净流	1.293	0.987	1.384	1.103	1.797	2.258
每股股利	0.750	0.250	0.880	0.250	0.460	0.500
回报率						
净资产收益率	18.25%	18.30%	21.46%	21.17%	24.23%	25.70%
总资产收益率	14.91%	14.69%	18.14%	18.61%	20.72%	21.64%
投入资本收益率	15.63%	15.54%	18.35%	19.32%	22.30%	23.67%
增长率						
主营业务收入增长率	29.81%	4.82%	36.45%	18.82%	39.01%	37.91%
EBIT增长率	30.01%	9.03%	42.58%	38.03%	39.58%	32.38%
净利润增长率	25.14%	10.19%	42.44%	27.50%	38.72%	32.35%
总资产增长率	23.37%	11.81%	15.32%	24.35%	24.58%	26.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.4	64.6	44.8	45.0	44.6	46.9
存货周转天数	289.0	334.3	241.2	275.1	242.3	230.4
应付账款周转天数	615.9	943.4	513.4	392.1	364.5	321.0
固定资产周转天数	36.8	84.5	196.5	162.1	122.3	97.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.02%	-68.78%	-72.80%	-77.92%	-82.27%	-84.17%
EBIT利息保障倍数	-110.6	-27.3	-97.6	-46.7	-33.7	-28.8
资产负债率	18.33%	19.72%	15.46%	12.11%	14.49%	15.82%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	7
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402