

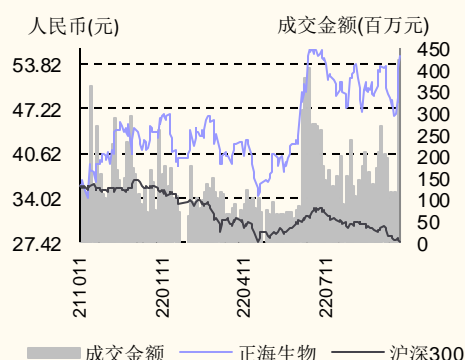
**正海生物 (300653.SZ) 增持 (维持评级)**

公司点评

市场价格 (人民币): 55.16 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)	99.29
年内股价最高最低(元)	56.17/34.07
沪深 300 指数	3805
创业板指	2289

**重磅产品活性生物骨获批，填补国内市场空白****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	46.20	33.31	25.17
P/B	10.51	10.20	9.78	8.07	6.47

来源：公司年报、国金证券研究所

**事件**

- 10 月 9 日，国家药品监督管理局发布医疗器械批准证明文件（准产）待领取信息，其中包括公司产品活性生物骨。

**简评**

- 注册证信息显示，活性生物骨是由异种骨经一系列处理后制成的骨支架材料（主要成分为羟基磷灰石和胶原蛋白），与具有胶原特异结合能力的重组人骨形态发生蛋白（rhBMP-2）结合而成的骨修复材料。用于填充由于创伤或手术造成的、不影响骨结构稳定性的骨缺损。
- 产品创新性显著，填补国内市场空白。** 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。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，市场空间广阔。
- 公司高度重视技术创新，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，合作研发骨科修复材料系列产品。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膜瘢痕化损伤的材料及技术。此外，光固化复合树脂已完成首例受试者入组；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。

**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种植牙集采快速放量，硬脑（脊）膜补片业务贡献稳定现金流，活性生物骨上市后进一步推动业绩，预计公司 22-24 年归母净利润为 2.15 亿元、2.98 亿元、3.95 亿元，分别同比增长 28%、39%、32%，对应 EPS 为 1.19、1.66、2.19 元，维持“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。

**相关报告**

- 1.《再生医学材料龙头，国产替代空间广阔-正海生物公司深度报告》，2022.9.5

**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

# 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

## 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%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	1	3	3	7
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.40	1.40	1.00

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-05	增持	49.39	56.00 ~ 58.00

来源：国金证券研究所

**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