

2023年09月26日

# 大博医疗（002901.SZ）

## 公司快报

### 创伤集采续标规则温和，关注公司边际变化

#### 投资要点

- ◆ **创伤集采续标规则温和，产品中标价或将提升：**9月18日，京津冀医药联合采购平台发布《省际联盟骨科创伤类医用耗材集中带量采购公告》，续标规则较为温和，且设置最高有效报价较过去中标价格有所提升，或将为部分骨科耗材企业创伤业务带来弹性空间。大博医疗创伤业务贡献主要营收，2023H1公司实现收入7.50亿元（-9%，同比增速，下同）、归母净利润0.94亿元（-48%）、扣非归母净利润0.65亿元（-55%）；2023Q2单季度实现收入3.58亿元（-10%）、归母净利润0.35亿元（-49%）、扣非归母净利润0.18亿元（-63%）。受集采降价影响，公司主营产品毛利下滑，对公司短期营收和利润产生一定的影响。
- ◆ **借力集采加大产品覆盖，外延布局增加新的利润增长点。**随着骨科创伤类、脊柱类耗材集采落地实施后，公司产品终端价格大幅下降，2023H1骨科创伤类毛利率下降到61.86%，营收同比下降35%；骨科脊柱类毛利率下降到83.87%，营收同比下降11%，公司业绩部分承压，有望借助集采机遇增加医疗机构覆盖率，通过获得更多的手术量带动产品销量的增长。公司关节类产品营收占比略低，有望凭借集采加速进口替代，提升市占率，2023H1关节类产品实现营收5827万元（+104%）。集采常态化下，公司加大创新研发，拓展神经外科、微创外科及齿科等细分领域，丰富产品布局，增加新的营收增长点。2023H1公司微创外科产品实现营收1.22亿（+28%）；神经外科领域产品实现营收0.30亿元（+55%），保持较好增长势头。
- ◆ **加强国际化布局，提供增长动力。**公司产品已远销至澳大利亚、俄罗斯、乌克兰、智利等60多个国家和地区，境外业务营收占比逐年提升，2023H1公司境外业务实现营业收入7435万元（+101%）。公司将持续布局海外市场，加速国际业务进程，提高全球化经营能力，为公司提供外延性的增长动力。
- ◆ **投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.90/3.57/5.40亿元，增速分别为107%/88%/51%，对应PE分别为70/38/25倍。考虑到公司创伤产品续标价格有望提升，脊柱和关节产品有望凭借集采加大终端覆盖，外延神经外科等细分领域，并加大海外业务布局，有望带动公司业务恢复增长。首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，海外市场开拓不及预期风险，集中带量采购风险。

医药 | 医疗器械III

投资评级

**增持-A(首次)**

股价(2023-09-26)

32.39元

#### 交易数据

总市值（百万元）	13,410.09
流通市值（百万元）	11,357.04
总股本（百万股）	414.02
流通股本（百万股）	350.63
12个月价格区间	49.05/27.95

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.79	10.59	20.87
绝对收益	12.35	6.16	16.64

分析师

赵宁达

 SAC执业证书编号：S0910523060001  
 zhaoningda@huajinsec.cn

#### 相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,994	1,434	1,625	2,142	2,720
YoY(%)	25.7	-28.1	13.3	31.8	27.0
净利润(百万元)	673	92	190	357	540
YoY(%)	11.2	-86.3	106.5	87.5	51.2
毛利率(%)	84.4	76.7	70.7	72.8	72.9
EPS(摊薄/元)	1.63	0.22	0.46	0.86	1.30
ROE(%)	26.7	3.5	6.8	11.9	15.9
P/E(倍)	19.9	145.4	70.4	37.5	24.8
P/B(倍)	5.3	4.5	4.2	4.0	3.6
净利率(%)	33.8	6.4	11.7	16.7	19.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **骨科业务：创伤类**，公司的创伤类产品集采落地实施后，产品终端价格大幅下降，近期创伤集采续标规则出台，整体降价规则温和，产品中选价格有望提升。预计2023-2025年创伤业务营收增速分别为8%、40%、30%，毛利率分别为63.35%、70.35%、71.85%。**脊柱类**，受集采降价影响，公司脊柱业务营收和毛利有所下滑，未来公司有望借助集采，加大终端医院覆盖，带动产品销量快速增长。预计2023-2025年脊柱营收增速分别为-1%、20%、15%，毛利率分别为84.01%、85.01%、86.01%。**关节类**，公司关节产品营收占比较低，有望凭借集采加速进口替代，提升市占率。预计2023-2025年关节营收增速分别为80%、50%、45%，毛利率分别为35.54%、36.54%、37.54%。
- (2) **其他业务**：公司持续加强医疗高值耗材领域拓展，积极布局微创外科、神经外科及齿科等医用高值耗材，进一步丰富公司产品线业务，培育新的利润增长点。其中，预计2023-2025年微创外科营收增速分别为30%、30%、30%，毛利率分别为74.89%、73.89%、72.89%。预计2023-2025年神经外科营收增速分别为30%、30%、30%，毛利率分别为85.33%、85.13%、84.93%。预计2023-2025年手术器械营收增速分别为20%、20%、20%，毛利率分别为40.91%、40.41%、39.91%。

综上，随着骨科集中带量采购范围持续扩大，公司主营骨科创伤类、脊柱类、关节类产品均完成国家或省际联盟集采，短期或对公司营收和利润造成部分影响。公司积极应对，外延拓展神经外科、微创外科及齿科等医用高值耗材领域，加大创新性耗材研发投入力度，积极探索新利润增长点。预计公司2023-2025年整体营收增速分别为13%、32%、27%，毛利率分别为70.66%、72.79%、72.95%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

细分业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025
创伤类产品	980.75	1,127.61	542.45	585.85	820.18	1,066.24
YOY		15%	-52%	8%	40%	30%
毛利率	87.72%	86.26%	74.35%	63.35%	70.35%	71.85%
脊柱类产品	369.20	565.38	472.10	467.38	560.85	644.98
YOY		53%	-16%	-1.00%	20.00%	15.00%
毛利率	89.76%	88.02%	85.71%	84.01%	85.01%	86.01%
关节类产品			58.61	105.50	158.25	229.46
YOY				80%	50%	45%
毛利率			43.04%	35.54%	36.54%	37.54%
微创外科类产品	111.50	149.63	191.60	249.08	323.80	420.95
YOY		34%	28%	30%	30%	30%
毛利率	79.59%	78.61%	75.89%	74.89%	73.89%	72.89%
神经外科类产品	38.13	43.82	46.99	61.09	79.41	103.24
YOY		15%	7%	30%	30%	30%

毛利率	85.87%	85.91%	85.53%	85.33%	85.13%	84.93%
手术器械	28.55	20.45	23.53	28.24	33.88	40.66
YOY		-28%	15%	20%	20%	20%
毛利率	48.51%	47.29%	55.91%	40.91%	40.41%	39.91%
其他收入	55.35	82.42	92.86	120.72	156.93	204.01
YOY		49%	13%	30%	30%	30%
毛利率	60.93%	54.14%	69.72%	76.72%	77.72%	78.72%
其他业务收入	3.39	5.02	5.94	7.13	8.55	10.26
YOY		48%	18%	20%	20%	20%
毛利率	56.08%	66.93%	58.65%	57.65%	56.65%	55.65%
营业总收入	1,586.87	1,994.33	1,434.08	1,624.97	2,141.87	2,719.80
YOY		25.7%	-28.1%	13%	32%	27%
毛利率	85.87%	84.40%	76.71%	70.66%	72.79%	72.95%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 2. 可比公司估值

公司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、关节类植入耗材、运动医学及神经外科类植入耗材、微创外科类耗材、口腔种植类植入耗材等,因此选取主营业务相似的化学发光领域相关上市公司威高骨科、春立医疗及三友医疗进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688161.SH	威高骨科	39.63	1.36	1.67	2.09	2.52	38	24	19	16
688236.SH	春立医疗	24.70	0.8	0.84	1.06	1.32	30	29	23	19
688085.SH	三友医疗	22.31	0.84	0.71	0.91	1.16	33	31	25	19
	平均值						34	28	22	18
002901.SZ	大博医疗	32.39	0.22	0.46	0.86	1.30	145	70	38	25

资料来源: Wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自 Wind 一致预期,截止日期 2023 年 9 月 26 日)

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2395	2726	3068	3531	4083
现金	410	993	1037	1254	1534
应收票据及应收账款	458	325	562	607	878
预付账款	30	41	1	56	22
存货	670	987	1056	1490	1708
其他流动资产	826	380	412	124	-58
<b>非流动资产</b>	985	1211	1195	1222	1289
长期投资	1	0	-0	-1	-1
固定资产	627	745	732	763	797
无形资产	149	143	162	188	197
其他非流动资产	208	323	301	272	296
<b>资产总计</b>	3380	3938	4264	4753	5372
<b>流动负债</b>	722	717	826	1098	1270
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	296	345	427	559	677
其他流动负债	425	371	399	539	593
<b>非流动负债</b>	70	114	109	99	89
长期借款	0	48	38	29	20
其他非流动负债	70	66	71	70	69
<b>负债合计</b>	791	831	935	1197	1359
少数股东权益	76	107	142	208	307
股本	405	414	414	414	414
资本公积	594	1102	1102	1102	1102
留存收益	1605	1488	1638	1937	2428
归属母公司股东权益	2512	3000	3186	3348	3706
<b>负债和股东权益</b>	3380	3938	4264	4753	5372

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	673	128	138	249	440
净利润	692	109	226	423	640
折旧摊销	76	128	126	147	133
财务费用	-8	-25	-27	-31	-38
投资损失	-20	-16	-16	-15	-15
营运资金变动	-131	-193	-169	-274	-280
其他经营现金流	64	126	-2	-1	-0
<b>投资活动现金流</b>	-397	-226	-115	143	-5
<b>筹资活动现金流</b>	-259	245	21	-175	-155

### 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	1.63	0.22	0.46	0.86	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	0.31	0.33	0.60	1.06
每股净资产(最新摊薄)	6.07	7.25	7.71	8.09	8.96

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1994	1434	1625	2142	2720
营业成本	311	334	477	583	736
营业税金及附加	28	16	21	28	34
营业费用	655	663	552	643	707
管理费用	92	125	130	150	177
研发费用	167	257	284	364	449
财务费用	-8	-25	-27	-31	-38
资产减值损失	-25	-10	-10	-6	-5
公允价值变动收益	1	2	1	2	2
投资净收益	20	16	16	15	15
<b>营业利润</b>	822	147	272	494	744
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	20	1	7	8	9
<b>利润总额</b>	803	147	265	486	735
所得税	111	38	40	63	96
<b>税后利润</b>	692	109	226	423	640
少数股东损益	18	17	35	66	100
<b>归属母公司净利润</b>	673	92	190	357	540
EBITDA	866	249	362	600	828

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.7	-28.1	13.3	31.8	27.0
营业利润(%)	15.0	-82.1	84.5	81.6	50.6
归属于母公司净利润(%)	11.2	-86.3	106.5	87.5	51.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	84.4	76.7	70.7	72.8	72.9
净利率(%)	33.8	6.4	11.7	16.7	19.9
ROE(%)	26.7	3.5	6.8	11.9	15.9
ROIC(%)	26.9	2.9	6.2	11.6	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.4	21.1	21.9	25.2	25.3
流动比率	3.3	3.8	3.7	3.2	3.2
速动比率	2.3	2.4	2.4	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	5.2	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	1.3	1.0	1.2	1.2	1.2
<b>估值比率</b>					
P/E	19.9	145.4	70.4	37.5	24.8
P/B	5.3	4.5	4.2	4.0	3.6
EV/EBITDA	14.2	49.1	33.7	20.6	14.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)