

强烈推荐-A (维持)

正海生物 300653.SZ

目标估值: N/A
 当前股价: 69.29 元
 2019年08月21日

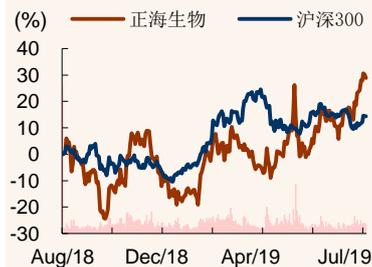
业绩完全符合预期, 核心产品持续增长

基础数据

上证综指	2880
总股本(万股)	8000
已上市流通股(万股)	4328
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	18.2
资产负债率	10.7%
主要股东	秘波海
主要股东持股比例	42.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	29	39
相对表现	18	20	23



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《正海生物(300653)——核心品种稳健增长, 长期成长性无虞》2019-04-01
- 2、《正海生物(300653)——主导品种稳健增长, 在研品种保障长期前景》2019-03-04
- 3、《正海生物(300653)——活性生物骨正式申报注册, 预计2020年获批上市》2018-11-09

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
 S1090517040001

漆经纬

qijingwei@cmschina.com.cn
 S1090519050001

公司发布2019年半年报, 实现营业收入1.33亿元, 同比增长26.09%; 归母净利润5099万元, 同比增长27.55%; EPS 0.64元。公司核心产品稳定快速增长, 2019H1实现较快业绩增速, 完全符合我们此前预期, 同时在研品种进展顺利, 潜在重磅品种鼻腔止血材料进入临床试验阶段, 我们看好公司的长期成长性, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **核心产品持续增长, 上半年业绩完全符合我们预期。**公司2019H1实现营收1.33亿元, 归母净利润5099万元, 同比分别增长26.09%和27.55%, 业绩表现完全符合我们此前27%-28%的预期。公司自去年下半年开始扩大销售团队规模, 强化学术推广能力, 收到显著成效, 上半年公司产品投标成功率超过90%, 核心品种的销售情况良好, 合计产品销量同比增长37.25%, 口腔修复膜和生物膜的销售增速均有提升。另一方面, 公司继续增加产品规格数量, 上半年实现新挂网品规90余个, 终端价格水平稳中有升, 毛利率有所提高。
- **分季度看, 19Q2业绩增速继续提升。**公司19Q2营收和归母净利润分别为7122万元和2394万元, 同比分别增长22.76%和32.32%, 单季度业绩增速较19Q1环比继续提升, 主要原因是二季度公司销售团队经过扩充后逐步磨合到位, 开始贡献业绩, 产品销售进一步加速, 核心增长动力仍来自于口腔修复膜和生物膜的持续放量。
- **分产品看, 口腔修复膜维持高速增长, 生物膜增速较2018年低点有所回升。**2019H1公司整体销售情况良好, 产品总销量17.6万片/瓶, 同比增长37.25%。上半年口腔修复膜的销售额6431万元, 同比增长28.51%, 增速同比提高6.01pct, 主要是来自颌面外科的收入增长较快; 毛利率93.52%, 同比提高0.34pct。上半年生物膜销售额5777万元, 同比增长18.99%, 增速较2018年的11.73%同样有明显提高, 主要是上半年招标情况有明显提高; 毛利率94.20%, 同比提高1.19pct, 主要是产能优化导致成本有所下降。按销售渠道统计, 公司2019H1直销模式收入4004万元, 同比增长34.45%; 经销模式收入9259万元, 同比增长22.79%。直销模式的收入增速高于经销模式, 主要是公司上半年加强了对民营医疗机构的销售力度。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	183	216	263	334	425
同比增长	21%	18%	22%	27%	27%
营业利润(百万元)	71	99	125	154	200
同比增长	58%	41%	26%	23%	30%
净利润(百万元)	62	86	107	134	174
同比增长	36%	39%	25%	24%	30%
每股收益(元)	0.77	1.07	1.34	1.67	2.18
PE	89.9	64.6	51.6	41.5	31.8
PB	11.5	10.5	10.0	8.6	7.2

资料来源: 公司数据、招商证券

毛利率稳中有升，核心财务指标保持稳定。公司 2019H1 销售毛利率 93.09%，同比提高 0.65pct，毛利率水平稳中有升，主要是生物膜产品的毛利率有明显提高。报告期内公司销售费用率 39.75%，同比提高 1.90pct，主要是销售团队规模扩张带来的费用增加；研发费用率 7.3%，同比降低 0.9pct，主要是活性生物骨已结束临床试验并申报注册；管理费用率 14.15%，财务费用率-0.42%，同比均保持稳定。存货周转率 0.65，同比下降 0.21；应收账款周转率 2.71，同比提高 0.31；经营活动现金流净额 4030 万元，同比增长 16.25%，上半年公司运营情况总体稳定。

活性生物骨等在研品种进展顺利，鼻腔止血材料是下一个潜在大品种。上半年公司主要在研产品均顺利推进，重磅品种活性生物骨已于报告期内通过国家药监局初步技术审查和现场质检考核，目前处于审评意见反馈阶段，预计将于 2020 年正式获批上市。此外，引导组织再生膜已进入临床试验的结果观察阶段，鼻腔止血材料正式进入临床试验阶段，研发进度均符合预期。鼻腔止血材料主要用于鼻腔内镜和鼻腔微创手术后的修复止血，为可吸收性生物膜，性能领先于目前主流的膨胀海绵和高分子材料填充物，应用前景广大，预计将于 2022 年正式上市，是公司继活性生物骨后的下一个潜在大品种。

上调盈利预测，维持“强烈推荐-A”评级。公司上半年经营情况良好，业绩实现快速增长，我们上调盈利预测，预计公司 2019-2021 年净利润增速分别为 25%、24%、30%（此前为 21%、24%、25%），EPS 1.34/1.67/2.18 元（此前为 1.30/1.62/2.02 元），当前股价对应 2019 年 51 倍 PE。我们认为公司现有核心产品将继续维持稳健增长趋势，未来活性生物骨上市后将成为公司长期成长的重要支撑点，后续子宫修复膜等其他在研品种同样具备较大市场潜力，当前市场对于公司研发管线的长期前景仍有所低估，维持“强烈推荐-A”评级。

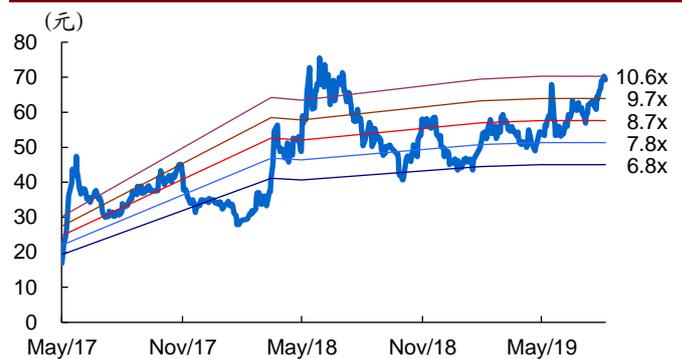
风险提示：新产品上市进度不及预期，现有产品市场竞争加剧

图 1：正海生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：正海生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	456	505	693	746	883
现金	99	132	238	167	143
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	1	1	1	1
应收款项	44	43	52	67	85
其它应收款	0	0	1	1	1
存货	9	12	16	21	28
其他	304	316	385	490	624
非流动资产	74	79	75	72	69
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	25	26	27	27	28
无形资产	18	43	39	35	32
其他	32	9	9	9	9
资产总计	531	584	768	818	952
流动负债	31	41	198	157	170
短期借款	0	0	150	100	100
应付账款	7	13	17	22	30
预收账款	1	9	12	16	21
其他	22	19	19	19	19
长期负债	17	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	14	14	14	14
负债合计	48	55	212	171	184
股本	80	80	80	80	80
资本公积金	269	269	269	269	269
留存收益	134	180	207	298	418
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	483	529	556	647	768
负债及权益合计	531	584	768	818	952

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	65	77	33	24	31
净利润	62	86	107	134	174
折旧摊销	4	5	7	7	6
财务费用	0	0	3	6	5
投资收益	(6)	(14)	(9)	(7)	(7)
营运资金变动	7	1	(76)	(115)	(147)
其它	(1)	0	0	0	0
投资活动现金流	(262)	(4)	5	3	3
资本支出	(11)	(7)	(4)	(4)	(4)
其他投资	(252)	3	9	7	7
筹资活动现金流	192	(40)	67	(99)	(58)
借款变动	9	42	150	(50)	0
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	173	0	0	0	0
股利分配	(18)	(80)	(80)	(43)	(53)
其他	8	(2)	(3)	(6)	(5)
现金净增加额	(5)	34	105	(71)	(23)

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	183	216	263	334	425
营业成本	12	15	19	26	34
营业税金及附加	1	2	3	3	4
营业费用	76	84	102	128	161
管理费用	36	17	19	24	28
财务费用	(2)	(1)	3	6	5
资产减值损失	0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	14	9	7	7
营业利润	71	99	125	154	200
营业外收入	1	0	0	2	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	72	99	125	156	204
所得税	10	14	17	22	30
净利润	62	86	107	134	174
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	62	86	107	134	174
EPS (元)	0.77	1.07	1.34	1.67	2.18

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	21%	18%	22%	27%	27%
营业利润	58%	41%	26%	23%	30%
净利润	36%	39%	25%	24%	30%
获利能力					
毛利率	93.7%	93.1%	92.6%	92.3%	92.0%
净利率	33.7%	39.8%	40.9%	40.0%	41.0%
ROE	12.8%	16.2%	19.3%	20.6%	22.7%
ROIC	11.9%	15.6%	15.4%	18.2%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	9.0%	9.4%	27.6%	20.9%	19.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	19.5%	12.2%	10.5%
流动比率	14.8	12.3	3.5	4.7	5.2
速动比率	14.5	12.0	3.4	4.6	5.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
存货周转率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
应收帐款周转率	4.7	5.0	5.5	5.6	5.6
应付帐款周转率	1.6	1.5	1.3	1.3	1.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.77	1.07	1.34	1.67	2.18
每股经营现金	0.82	0.97	0.41	0.31	0.39
每股净资产	6.04	6.61	6.96	8.09	9.60
每股股利	1.00	1.00	0.54	0.67	0.65
估值比率					
PE	89.9	64.6	51.6	41.5	31.8
PB	11.5	10.5	10.0	8.6	7.2
EV/EBITDA	151.9	106.6	79.8	64.6	51.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，10年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

漆经纬，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，2年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。