

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月24日
市场数据

目前股价	75.3
总市值（亿元）	60.24
流通市值（亿元）	32.59
总股本（万股）	8,000
流通股本（万股）	4,328
12个月最高/最低	86.49/43.02

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞尧

S1070118070038

☎ 0755-83516207

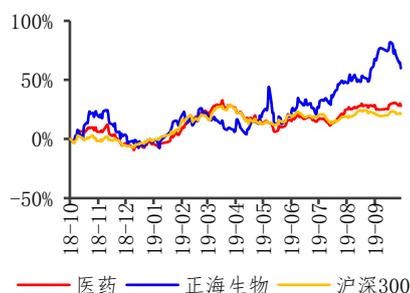
✉ tanjingjie@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣沅

S1070118090028

☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<在研产品持续推进，业绩稳健提升>>

2019-08-22

<<业绩增长稳健，新产品获优先审评>>

2019-04-26

<<业绩增长稳健，新产品获优先审评>>

2019-03-31

业绩符合预期，研发投入持续加大

——正海生物（300653）季报点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	267	333	417
(+/-%)	23.9%	24.6%	25.2%
净利润（百万元）	110	149	194
(+/-%)	27.9%	35.7%	30.6%
摊薄 EPS	1.37	1.86	2.43
PE	55	40	31

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件：

2019年10月23日，公司发布三季报，实现营收2.01亿元，同比增长21.64%，归母净利润0.80亿元，同比增长22.19%，EPS为1.00元；季度来看，Q3实现营收6863.53万元，同比增长13.88%，归母净利润2862.16万元，同比增长13.69%，符合此前预期。

■ 要点1：业绩稳健增长，盈利能力持续提升

公司立足再生医学领域，核心产品之一的口腔修复膜和骨修复材料所在口腔耗材市场正在快速发展，公司业绩持续稳健增长，Q3实现营收6863.53万元，同比增长13.88%，实现归母净利润2862.16万元，同比增长13.69%，对比来看，Q3营收和利润增速均有所放缓，我们推测这主要是受去年同期基数较高的影响所致。

公司盈利能力持续提升，Q3综合毛利率为95.12%，相对去年同期提高1.61个百分点（前三季度为93.78%，同比提高0.95个百分点）。

期间费用分化明显，一方面伴随公司营销团队专利化能力提升、学术推广力度加大，销售费用增长明显，单季度约为2650.16万元，同比增长22%；另一方面公司持续加大研发投入，单季度研发费用533.22万元，同比增长48.46%；但同时管理费用413.92万元，基本与去年同期持平，整体上来看，Q3期间费用率约为52.41%，同比增加3.38个百分点，一定程度上影响业绩增速。

■ 要点2：加大研发力度，提升核心竞争力

公司长期专注科技创新，持续加大研发投入，前三季度研发费用累计1505.18万元，同比增长23.24%，重点产品活性生物骨上半年已完成质量体系现场考核、引导组织再生膜完成全部临床实验的病例入组工作、鼻腔止血材料开始病例入组，其他品种如新一代生物膜、尿道修复补片、子宫内膜等稳步推进。

公司持续构造研发护城河，已申报国际国内专利 60 余项，授权专利 40 余项，高度重视知识产权工作，不断提高专利质量和知识产权管理水平，提升核心竞争力。

我们认为，公司持续加大研发投入，储备项目丰富，重点品种稳步推进，核心竞争力不断提升，未来新品种获批上市有望形成接力，打造新的业绩增长点。

■ **投资建议：**

公司是再生物学领域龙头，核心品种受益市场持续扩容，业绩增长稳健，公司持续加大研发投入，具备丰富的研发管线和自主创新能力，新品种获批有望形成新的盈利增长点。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 2.67 亿元、3.33 亿元、4.17 亿元，归母净利润分别为 1.10 亿元、1.49 亿元和 1.94 亿元，对应 10 月 23 日收盘价，EPS 分别为 1.37/1.86/2.43 元，对应市盈率为 55X、40X、31X，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**研发进度不及预期、医疗安全意外事故、政策风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	183	216	267	333	417	成长性					
营业成本	12	15	18	22	27	营业收入增长	21.4%	17.9%	23.9%	24.6%	25.2%
销售费用	76	84	94	110	133	营业成本增长	6.5%	29.0%	21.9%	22.3%	22.9%
管理费用	36	17	18	19	22	营业利润增长	58.2%	40.8%	29.0%	35.3%	30.5%
研发费用	0	17	17	18	20	利润总额增长	34.2%	38.1%	29.0%	35.3%	30.5%
财务费用	-2	-1	-2	-2	-4	净利润增长	35.6%	39.2%	27.9%	35.7%	30.6%
其他收益	5	3	3	3	3	盈利能力					
投资净收益	6	14	7	9	10	毛利率	93.7%	93.1%	93.2%	93.3%	93.4%
营业利润	71	99	128	173	226	销售净利率	33.7%	39.8%	41.1%	44.8%	46.7%
营业外收支	1	0	0	0	0	ROE	12.8%	16.2%	18.6%	21.0%	22.5%
利润总额	72	99	128	173	226	ROIC	15.9%	20.1%	22.8%	28.8%	35.3%
所得税	10	14	18	25	32	营运效率					
少数股东损益	0	0	0	0	0	销售费用/营业收入	41.7%	38.8%	35.2%	32.9%	31.9%
净利润	62	86	110	149	194	管理费用/营业收入	19.6%	7.7%	6.6%	5.8%	5.4%
资产负债表 (百万)						研发费用/营业收入	0.0%	7.7%	6.5%	5.5%	4.8%
流动资产	456	505	526	625	775	财务费用/营业收入	-1.2%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-1.0%
货币资金	99	132	137	222	349	投资收益/营业利润	8.8%	14.6%	5.4%	5.3%	4.5%
应收票据及应收账款合计	45	44	59	68	88	所得税/利润总额	14.3%	13.7%	14.4%	14.2%	14.1%
其他应收款	0	0	1	1	1	应收账款周转率	4.54	4.84	5.18	5.26	5.37
存货	9	12	14	18	21	存货周转率	1.52	1.40	1.40	1.40	1.40
非流动资产	74	79	115	150	159	流动资产周转率	0.57	0.45	0.52	0.58	0.60
固定资产	25	26	63	92	95	总资产周转率	0.46	0.39	0.44	0.47	0.49
资产总计	531	584	640	775	934	偿债能力					
流动负债	31	41	36	50	55	资产负债率	9.0%	9.4%	7.8%	8.3%	7.3%
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	14.77	12.33	14.73	12.41	14.20
应付款项	7	13	15	22	28	速动比率	4.66	4.32	5.51	5.76	8.01
非流动负债	17	14	14	14	14	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.77	1.07	1.37	1.86	2.43
负债合计	48	55	50	64	69	每股净资产	6.04	6.61	7.38	8.88	10.82
股东权益	483	529	591	710	866	每股经营现金流	-2.57	0.88	1.08	1.86	2.18
股本	80	80	80	80	80	每股经营现金/EPS	-3.33	0.82	0.79	1.00	0.90
留存收益	134	180	245	314	411	估值					
少数股东权益	0	0	0	0	0	PE	97.68	70.20	54.89	40.45	30.97
负债和权益总计	531	584	640	775	934	PEG	4.37	2.66	1.61	1.18	0.99
现金流量表 (百万)						PB	12.47	11.39	10.20	8.48	6.96
经营活动现金流	65	77	87	149	174	EV/EBITDA	81.15	58.81	45.11	32.55	24.61
其中营运资本减少	-262	-5	-21	0	-19	EV/SALES	32.51	27.40	22.09	17.48	13.66
投资活动现金流	-262	-4	-35	-37	-13	EV/IC	11.89	10.88	9.76	8.03	6.47
其中资本支出	11	7	36	35	9	ROIC/WACC	1.51	1.92	2.17	2.74	3.36
融资活动现金流	192	-40	-46	-28	-35	REP	7.85	5.67	4.49	2.93	1.93
净现金总变化	-5	34	5	85	127						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>