

大博医疗

002901

审慎增持 (维持)

20年逆势超预期增长，21年初始高速起航

2021年04月29日

市场数据

市场数据日期	2021-04-28
收盘价(元)	64.30
总股本(百万股)	402.10
流通股本(百万股)	339.99
总市值(百万元)	25854.88
流通市值(百万元)	21861.12
净资产(百万元)	1950.98
总资产(百万元)	2416.38
每股净资产	4.78

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《大博医疗(002901)2020年三季报点评:骨科全产品线布局,业绩持续高速增长》2020-10-28

《大博医疗(002901)2019年年报及2020年一季报点评:各项业务较快增长,打造高值耗材平台型公司》2020-05-07

《大博医疗(002901)2019年年报及2020年一季报点评:各项业务较快增长,打造高值耗材平台型公司》2020-05-07

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

主要财务指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1587	2044	2583	3247
同比增长(%)	26.2%	28.8%	26.4%	25.7%
归母净利润(百万元)	606	762	952	1196
同比增长(%)	30.1%	25.8%	25.0%	25.6%
毛利率(%)	85.9%	85.7%	82.9%	80.9%
净利润率(%)	38.2%	37.3%	36.9%	36.8%
每股收益(元)	1.51	1.89	2.37	2.97
每股经营现金流(元)	1.38	1.43	1.48	1.86
市盈率	42.7	33.9	27.2	21.6
市净率	12.3	9.0	6.8	5.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 近日,公司发布2020年年报,公司2020年全年实现总收入15.87亿元,同比增长26.21%,归母净利润6.06亿元,同比增长30.12%,扣非归母净利润5.53亿元,同比增长30.78%。其中,2020年Q4单季度实现收入4.77亿元,同比增长23.22%,归母净利润1.78亿元,同比增长37.34%,扣非归母净利润1.67亿元,同比增长56.07%。此外,公司发布2021年一季报,2021年Q1公司实现收入3.75亿元,同比增长62.84%,归母净利润1.31亿元,同比增长46.39%,扣非归母净利润增长80.43%。
- **盈利预测与评级:**公司是骨科领域的国产龙头企业,在国产骨科企业中三类医疗器械注册证最多,是行业内为数不多的骨科植入类耗材领域全产品线覆盖的企业。公司未来将立足骨科,积极拓展微创外科、神经外科、齿科及运动医学等医用高值耗材业务,打造高值耗材平台型公司。国内高值医用耗材领域改革持续推进,带量采购的试点以及耗材“两票制”在部分省份的推行,对高值耗材行业发展产生了深远影响,公司作为国产龙头企业,未来有望受益于两票制及集采等政策,继续提升市场份额。我们调整对于公司的盈利预测,预计公司2021-2023年EPS分别为1.89、2.37、2.97元,对应2021年4月28日收盘价,PE估值分别为33.9、27.2、21.6倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 终端销售不及预期风险; 高值耗材集中采购相关风险; 研发进展不及预期; 行业竞争加剧风险; 估值波动风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

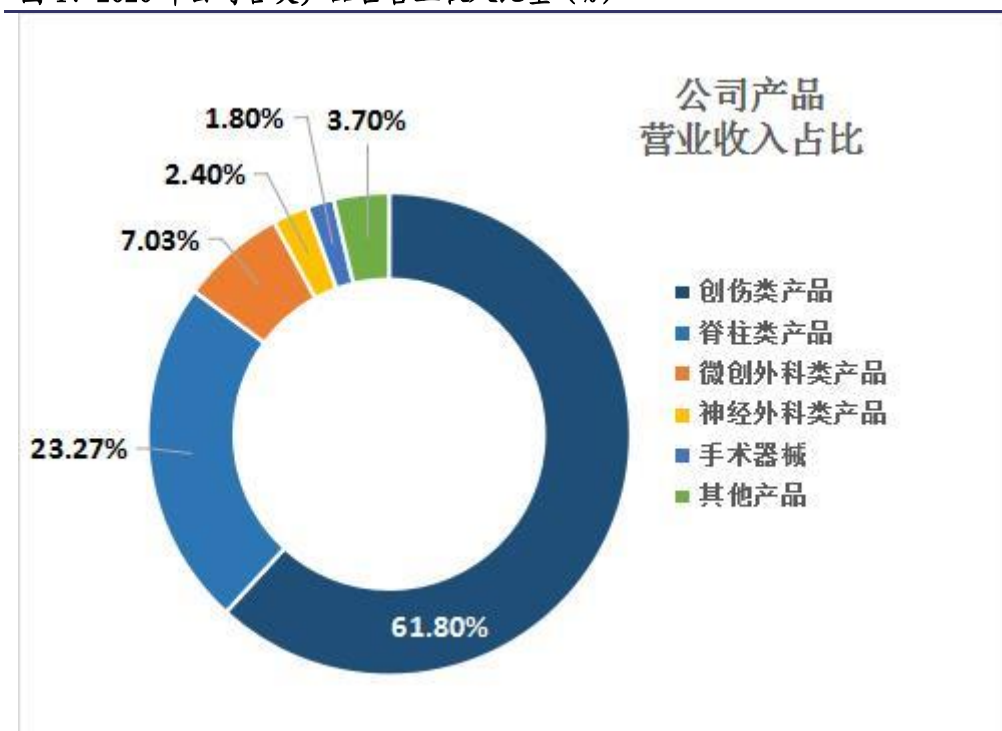
事件

- 近日,公司发布2020年年报,公司2020年全年实现总收入15.87亿元,同比增长26.21%,归母净利润6.06亿元,同比增长30.12%,扣非归母净利润5.53亿元,同比增长30.78%。其中,2020年Q4单季度实现收入4.77亿元,同比增长23.22%,归母净利润1.78亿元,同比增长37.34%,扣非归母净利润1.67亿元,同比增长56.07%。此外,公司发布2021年一季报,2021年Q1公司实现收入3.75亿元,同比增长62.84%,归母净利润1.31亿元,同比增长46.39%,扣非归母净利润增长80.43%。

点评

- **疫情扰动下逆势增长,骨科耗材龙头效应明显:**2020年,公司实现营业收入15.86亿元(同比+26.21%);实现归母净利润6.06亿元(同比+30.12%);实现扣非归母净利润5.53亿元(同比+30.78%);实现经营现金流净额5.56亿元(同比+28.09%)。2021年Q1公司实现营业收入3.75亿元(同比+62.84%);实现归母净利润1.31亿元(同比+46.39%);实现扣非归母净利润1.24亿元(同比+80.43%);实现经营现金流净额5272万元(同比+740.18%)。分产品线来看,创伤类产品营业收入9.81亿元(同比+23.06%);脊柱类产品营业收入3.69亿元(同比+39.31%);微创外科类产品营业收入1.11亿元(同比+21.69%);神经外科类产品营业收入3813万元(同比+10.64%)。公司将继续巩固在创伤、脊柱骨科耗材领域的优势,加大博益宁骨科品牌的市场推广,进一步提升创伤脊柱的市场份额;加快人工关节假体项目的投产,推出具有创新性的人工关节假体产品,进一步完善人工关节假体的市场推广相关工作,使之成为公司新的利润增长点;积极布局微创外科市场,加快微创外科新产品的推出及市场的推广;持续推进运动医学及齿科的市场推广工作,进一步丰富公司的产品线。此外,公司将密切关注集采进程并总结上述试点地区相关政策执行经验,统筹做好招投标相关工作,及时调整经营策略,应对相关政策在其他区域的执行。
- 受益于手术量恢复,Q1同比高增长:2021年Q1公司实现收入3.75亿元,同比增长62.84%,较2019年Q1两年复合增速为31.31%;实现归母净利润1.31亿元,同比增长46.39%,较2019年Q1两年复合增速为25.65%;实现扣非归母净利润增长80.43%,较2019年Q1两年复合增速为29.80%。去年一季度因疫情影响导致医院骨科手术量大幅下降,今年一季度来看公司产品销售应恢复至正常增速。

图 1、2020 年公司各类产品占营业收入比重 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 加大研发投入，注重产品质量创新：**报告期内，公司研发投入 1.3 亿元，同比增长 27.54%，占主营业务收入比重 8.07%（同比+0.09pp）。截止目前，共有 277 个批次的注册证在申请中，涵盖了创伤、脊柱、微创外科、神经外科、齿科、关节、运动医学等领域。研发人员数量从 2019 年的 352 人增加至 416 人，研发人员数量占比从 15.49% 提升至 16.67%。公司已与全国著名骨科专业医院和科研院所所在临床研究方面进行了密切的合作，未来公司将不断加强与专业医院和科研院所的协作，实现与医院及科研院所所在人才、信息、技术优势、资金、市场优势等方面的有机结合，有效发挥临床专业人士的技术特长，在产品开发的过程中满足临床需求，提升公司的整体技术创新能力，在骨科、神经外科以及微创外科等多个领域，挑选市场前景好、符合公司产业结构的产品进行重点研发。
- 期间费用保持稳定，财务状况依旧稳健：**2020 年公司销售费用 5.02 亿元（同比+22.60%），销售费用率 31.67%（同比-0.93pp）；管理费用 6280 万元（同比+38.98%），管理费用率 3.96%（同比+0.36pp）；财务费用 -1352 万元（同比+1466 万元）；研发费用 1.28 亿元（同比+27.54%），研发费用率 8.07%（同比+0.08pp）。2021 年 Q1 公司销售费用 1.27 亿元（同比+46.32%），销售费用率 33.90%（同比-3.83pp）；管理费用 1692 万元（同比+40.59%），管理费用率 4.51%（同比-0.71pp）；财务费用 -664 万元（同比+249 万元）；研发费用 3110 万元（同比+26.22%），研发费用率 8.29%（同比-2.41pp）。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **新一轮定增和股权激励继续推动业务发展:** 报告期内,公司首发募集资金已基本使用完毕,产能逐步释放,新一轮非公开发行股票拟募集资金总额不超过 10.0 亿元,扣除发行费用后的募集资金净额将用于骨科植入性耗材产线扩建项目 3.65 亿元,口腔种植体生产线建设项目 3.65 亿元,补充流动资金 2.7 亿元。公司已经于 2021 年 3 月收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准大博医疗科技股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可[2021]750 号),公司将择机启动发行。2021 年 4 月,公司第二届董事会第十三次会议和 2021 年第二次临时股东大会审议通过了《2021 年限制性股票激励计划(草案)》及摘要,拟向 574 名激励对象授予限制性股票 386.2 万股。于进一步建立、健全公司长效激励机制,吸引和留住优秀人才,充分调动公司任职的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术(业务)人员的积极性,提升公司的核心竞争力,确保公司发展战略和经营目标的实现,推动公司健康持续发展。
- **盈利预测与评级:** 公司是骨科领域的国产龙头企业,在国产骨科企业中三类医疗器械注册证最多,是行业内为数不多的骨科植入类耗材领域全产品线覆盖的企业。公司未来将立足骨科,积极拓展微创外科、神经外科、齿科及运动医学等医用高值耗材业务,打造高值耗材平台型公司。国内高值医用耗材领域改革持续推进,带量采购的试点以及耗材“两票制”在部分省份的推行,对高值耗材行业发展产生了深远影响,公司作为国产龙头企业,未来有望受益于两票制及集采等政策,继续提升市场份额。我们调整对于公司的盈利预测,预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.89、2.37、2.97 元,对应 2021 年 4 月 28 日收盘价,PE 估值分别为 33.9、27.2、21.6 倍,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 终端销售不及预期风险;高值耗材集中采购相关风险;研发进展不及预期;行业竞争加剧风险;估值波动风险。

表 1、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	20-1Q	20-2Q	20-3Q	20-4Q	21-1Q	QOQ	2019-12	2020-12	YOY
营业收入	230	442	437	477	375.0	62.8%	1257	1587	26.2%
营业成本	30	67	61	66	50.5	68.8%	181	224	23.9%
毛利	200	376	376	411	324.6	62.0%	1076	1363	26.6%
销售费用	87	132	137	147	127.1	46.3%	410	502	22.6%
管理费用	12	17	15	19	16.9	40.6%	45	63	39.0%
财务费用	-9	-7	1	2	-6.6	-	-28	-14	-
资产减值	-0	-6	1	-1	-2.0	-	-3	-6	-
公允价值	0	0	1	2	-0.2	-307.2%	0	3	3448.6%
投资收益	0	1	1	3	3.3	868.9%	7	5	-27.9%
营业利润	106	205	196	208	156.8	47.8%	571	715	25.2%
利润总额	106	205	196	203	156.8	47.8%	569	710	24.7%
净利润	89	175	163	178	130.6	46.4%	465	606	30.1%
EPS	0.222	0.436	0.406	0.443	0.3	46.4%	1.158	1.506	30.1%
销售费用率	37.7%	29.9%	31.2%	30.8%	33.9%	-3.8%	32.6%	31.7%	-0.9%
管理费用率	5.2%	3.8%	3.4%	4.0%	4.5%	-0.7%	3.6%	4.0%	0.4%
财务费用率	-4.0%	-1.6%	0.1%	0.5%	-1.8%	2.2%	-2.2%	-0.9%	1.4%
所得税率	15.6%	13.2%	14.5%	11.3%	14.0%	-1.6%	15.9%	13.4%	-2.5%
毛利率	87.0%	84.9%	86.0%	86.1%	86.6%	-0.5%	85.6%	85.9%	0.3%
净利润率	38.7%	39.6%	37.3%	37.3%	34.8%	-3.9%	37.0%	38.2%	1.2%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1974	2756	3802	5120
货币资金	563	1086	1654	2399
交易性金融资产	504	504	504	504
应收账款	291	375	473	595
其他应收款	7	9	12	15
存货	542	705	1067	1495
非流动资产	663	709	750	788
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	385	407	393	360
在建工程	129	65	32	16
油气资产	0	0	0	0
无形资产	122	211	300	388
资产总计	2638	3465	4552	5908
流动负债	442	496	616	758
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	180	234	354	496
其他	262	262	262	262
非流动负债	62	62	62	62
长期借款	0	0	0	0
其他	62	62	62	62
负债合计	504	558	678	820
股本	402	402	402	402
资本公积	475	475	475	475
未分配利润	1052	1739	2598	3676
少数股东权益	30	41	56	74
股东权益合计	2134	2907	3874	5088
负债及权益合计	2638	3465	4552	5908

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	606	762	952	1196
折旧和摊销	52	47	52	54
资产减值准备	15	12	17	21
无形资产摊销	5	5	5	5
公允价值变动损失	-3	-2	-2	-2
财务费用	-14	-34	-57	-84
投资损失	-5	-8	-7	-7
少数股东损益	9	11	14	18
营运资金的变动	-116	-215	-373	-449
经营活动产生现金流量	556	573	597	747
投资活动产生现金流量	-276	-85	-86	-86
融资活动产生现金流量	-256	34	57	84
现金净变动	11	523	568	746
现金的期初余额	38	563	1086	1654
现金的期末余额	48	1086	1654	2399

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1587	2044	2583	3247
营业成本	224	292	441	619
营业税金及附加	22	28	35	44
销售费用	502	674	801	974
管理费用	63	81	92	97
财务费用	-14	-34	-57	-84
资产减值损失	-6	-6	-6	-6
公允价值变动	3	2	2	2
投资收益	5	8	7	7
营业利润	715	896	1119	1405
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	5	4	4	4
利润总额	710	893	1116	1401
所得税	95	119	149	187
净利润	615	773	967	1214
少数股东损益	9	11	14	18
归属母公司净利润	606	762	952	1196
EPS(元)	1.51	1.89	2.37	2.97

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长性				
营业收入增长率	26.2%	28.8%	26.4%	25.7%
营业利润增长率	25.2%	25.4%	24.9%	25.5%
净利润增长率	30.1%	25.8%	25.0%	25.6%
盈利能力				
毛利率	85.9%	85.7%	82.9%	80.9%
净利率	38.2%	37.3%	36.9%	36.8%
ROE	28.8%	26.6%	24.9%	23.9%

资产负债率	19.1%	16.1%	14.9%	13.9%
流动比率	4.47	5.56	6.17	6.75
速动比率	3.22	4.11	4.41	4.75

资产周转率	65.1%	67.0%	64.4%	62.1%
应收帐款周转率	544.6%	554.8%	550.2%	548.9%

每股收益	1.51	1.89	2.37	2.97
每股经营现金	1.38	1.43	1.48	1.86
每股净资产	5.23	7.12	9.49	12.47

PE	42.7	33.9	27.2	21.6
PB	12.3	9.0	6.8	5.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn