

眼科生物补片入组完成，研发逐步进入收获期

核心观点

事件：近期，公司眼科生物补片临床入组完成。该产品由北京大学人民医院牵头，联合北京同仁医院、上海复旦大学附属眼耳鼻喉科医院等共 6 家医院参加多中心临床试验，共完成 100 例患者的入组。

- **国内病理性近视患者治疗需求迫切，市场空间广阔。**病理性近视是指不明原因的轴明显延长，患者屈光度多在-8.00D 以上，并伴有眼底病理性改变，若患者不接受治疗，最终会有致盲风险。目前，后巩膜加固术是防止病理性近视患者致盲的唯一方法，手术难度较小，但该手术对材料的要求极高，由于排斥性和眼部延展性的因素，材料来源一般为人体捐献的眼球，所以供给十分有限，这导致目前很多患者没有得到有效治疗，由此可见，眼科补片的临床需求十分迫切。从空间来看，病理性近视的市场空间广阔，根据相关研究统计，我国病理性近视的患病率约为 3%，国内潜在患者约 1000-3000 万人，其中，根据卫健委统计的数据，我国每年青少年因为近视致盲的患者约 30W 人（预计多为病理性近视所致），此部分患者刚需性强，假设单个眼科补片的费用为 2w 元/片，那么病理性近视的空间将对应 60 亿，需求空间广阔。公司眼科生物补片是国内唯一开展前瞻性研究用于后巩膜加固术治疗病理性近视的生物补片产品，有望填补相关产品空白
- **公司眼科补片产品临床表现优异，期待后续上市。**从结果上来看，公司眼科补片临床表现优异，一方面，从临床数据来看，截止目前，已有 16 位患者完成术后 1 年的随访，近 50% 入组患者完成术后半年随访。全组患者术后恢复良好，初步临床数据显示眼轴延长被抑制，患者的近视度数明显得到控制，体现出眼科生物补片作为后巩膜加固植用材料生物相容性好、抗张强度优的特性，对于成年患者因病理性近视所引起的黄斑劈裂等并发症也能得到有效控制。另一方面，从原理上来看，公司眼科补片主要是通过对牛心包材料进行轻度交联，达到一定的韧性和抗排异要求，而公司在动物组织材料处理尤其是牛心包领域具备领先的技术水平，这在外科生物瓣和其他补片产品上已得到充分验证，公司眼科补片有望实现同样的安全性、生物相容性和耐降解性。根据产品注册相关法规，在最后一例入组患者随访一年后可以提交产品注册，我们预计公司产品将于明年二季度前提交注册申请，按常规审批时间估计，预计将于 2023 年底或 2024 年初上市。从上市后销售来看，一方面，后巩膜加固术难度并不大，一般住院医师 2-3 年水平就可进行；另一方面，我国眼科医生数量较多，预计公司眼科补片上市后或将实现快速放量增长。
- **研发逐步进入收获期，看好公司的长期发展。**目前，公司多个核心重磅产品均已经完成入组，如球扩 TAVR（国产首家）、球扩瓣中瓣（国内首家）、眼科补片（国内首家）等，公司产品已经逐渐进入收获期，未来随着公司产品的上市放量，看好公司的长期发展。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司扣除股份支付后 2022-24 年归母净利润为 1.60/2.42/4.38 亿元，考虑到未来公司储备管线充足（介入瓣中瓣、TAVR 球扩瓣、眼科补片、血管补片等）且临床试验进展顺利，我们根据 DCF 估值法维持前期目标价格 207.59 元，并维持“买入”评级。

风险提示

研发失败导致的风险；产品销售不及预期的风险；带量采购、竞争加剧等导致的价格下滑风险；瓣膜市占率不及预期；及假设不达预期对估值不利等风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	182	252	361	546	945
同比增长(%)	24.6%	38.4%	43.3%	51.3%	73.1%
营业利润(百万元)	67	53	141	256	500
同比增长(%)	-7.9%	-21.7%	168.4%	81.6%	95.1%
归属母公司净利润(百万元)	57	51	121	219	428
同比增长(%)	-10.4%	-9.4%	135.5%	81.8%	95.2%
每股收益(元)	0.59	0.53	1.25	2.27	4.44
毛利率(%)	88.9%	88.2%	91.8%	92.0%	92.1%
净利率(%)	31.1%	20.3%	33.4%	40.1%	45.2%
净资产收益率(%)	7.1%	5.6%	11.5%	18.0%	27.7%
市盈率	230.0	253.9	107.8	59.3	30.4
市净率	15.5	13.1	11.7	9.8	7.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

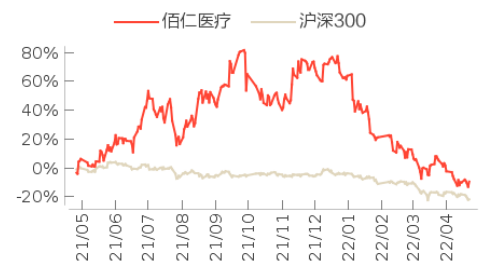
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年04月22日）	140.39 元
目标价格	207.59 元
52 周最高价/最低价	330/132.65 元
总股本/流通 A 股（万股）	9,644/2,444
A 股市值（百万元）	13,539
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.64	-16.21	-27.26	-11.88
相对表现	4.73	-10.5	-9.93	16.35
沪深 300	-4.09	-5.71	-17.33	-28.23



证券分析师

刘恩阳 010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

联系人

易丹阳 yidanyang@orientsec.com.cn
裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

相关报告

研发进展大步向前，业绩继续保持快速增长 2022-04-22
长：——佰仁医疗年报&一季报点评
球扩介入瓣中瓣 Renato 入组完成，公司发展进入新阶段 2022-03-30
业绩快报符合预期，生物瓣保持快速增长 2022-03-17
长：——佰仁医疗业绩快报点评

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	150	157	888	1,008	1,316	营业收入	182	252	361	546	945
应收票据、账款及款项融资	28	40	38	76	128	营业成本	20	30	30	44	75
预付账款	1	6	4	7	16	营业税金及附加	1	1	2	3	5
存货	16	22	23	34	58	销售费用	66	110	71	102	158
其他	613	628	2	2	3	管理费用及研发费用	46	80	126	154	223
流动资产合计	808	853	955	1,129	1,521	财务费用	(1)	(1)	(5)	(9)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	1	0	0	0
固定资产	39	41	59	80	102	公允价值变动收益	0	1	2	2	2
在建工程	7	47	80	116	146	投资净收益	18	15	2	2	2
无形资产	9	43	39	34	30	其他	0	5	0	0	0
其他	8	47	4	4	4	营业利润	67	53	141	256	500
非流动资产合计	64	178	182	234	282	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	871	1,031	1,137	1,363	1,802	营业外支出	1	3	0	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	66	50	141	256	500
应付票据及应付账款	10	15	13	22	37	所得税	10	(2)	21	38	75
其他	20	21	15	15	15	净利润	56	51	120	218	425
流动负债合计	31	37	28	36	51	少数股东损益	(1)	0	(1)	(2)	(3)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	57	51	121	219	428
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.59	0.53	1.25	2.27	4.44
其他	5	6	1	1	1						
非流动负债合计	5	6	1	1	1	主要财务比率					
负债合计	36	43	29	37	52		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(4)	(7)	成长能力					
实收资本 (或股本)	96	96	96	96	96	营业收入	24.6%	38.4%	43.3%	51.3%	73.1%
资本公积	614	734	734	734	734	营业利润	-7.9%	-21.7%	168.4%	81.6%	95.1%
留存收益	127	159	280	499	927	归属于母公司净利润	-10.4%	-9.4%	135.5%	81.8%	95.2%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	836	988	1,108	1,325	1,750	毛利率	88.9%	88.2%	91.8%	92.0%	92.1%
负债和股东权益总计	871	1,031	1,137	1,363	1,802	净利率	31.1%	20.3%	33.4%	40.1%	45.2%
						ROE	7.1%	5.6%	11.5%	18.0%	27.7%
						ROIC	7.0%	5.8%	11.0%	17.3%	27.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	4.1%	4.1%	2.6%	2.7%	2.9%
净利润	56	51	120	218	425	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	6	(24)	6	10	15	流动比率	26.30	23.31	33.79	30.98	29.54
财务费用	(1)	(1)	(5)	(9)	(12)	速动比率	25.76	22.71	32.96	30.04	28.41
投资损失	(18)	(15)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(21)	(30)	6	(45)	(70)	应收账款周转率	12.8	7.4	9.2	9.5	9.2
其它	30	96	32	(2)	(2)	存货周转率	1.5	1.5	1.3	1.5	1.6
经营活动现金流	51	76	158	170	356	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6
资本支出	(10)	(49)	(53)	(63)	(63)	每股指标 (元)					
长期投资	0	(6)	6	0	0	每股收益	0.59	0.53	1.25	2.27	4.44
其他	(587)	(10)	619	3	3	每股经营现金流	0.53	0.79	1.64	1.77	3.69
投资活动现金流	(597)	(65)	572	(60)	(60)	每股净资产	8.68	10.26	11.51	13.78	18.22
债权融资	3	1	(3)	0	0	估值比率					
股权融资	34	120	0	0	0	市盈率	230.0	253.9	107.8	59.3	30.4
其他	(59)	(130)	5	9	12	市净率	15.5	13.1	11.7	9.8	7.4
筹资活动现金流	(23)	(9)	2	9	12	EV/EBITDA	170.4	456.8	85.8	47.5	24.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	184.7	238.5	89.8	49.5	25.0
现金净增加额	(569)	3	731	120	308						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn