

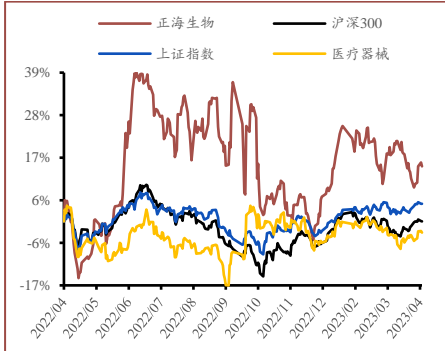
业绩符合预期，口腔种植迎来高景气周期

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-11
收盘价(元)	46.21
流通股本(亿股)	1.80
每股净资产(元)	4.81
总股本(亿股)	1.80

最近 12 月市场表现



分析师 张文录
 SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

1. 《再生医学材料龙头，口腔+骨科品种放量可期》 2022-12-09

核心观点

- ❖ **事件:** 2022 年公司实现营业收入 4.33 亿元 (+8.26%)，归母净利润 1.85 亿元 (+10.02%)，扣非归母 1.73 亿元 (+7.29%)，经营活动现金流 1.88 亿元 (13.06%)；Q4 单季度来看，实现营收 0.92 亿元 (-7.27%)，归母净利润 0.30 亿元 (-28.56%)，扣非归母净利润 0.20 亿元 (-46.46%)。
- ❖ **Q4 疫情致短期业绩下滑，全年增长符合预期:** 整体业绩符合预期，Q4 受到疫情影响，收入及归母净利润有所下滑，对全年业绩影响较大。随着疫情缓和，我们认为 2023 年公司业绩有望重回高速增长。
- ❖ **口腔种植需求短期被抑制，长期看好口腔种植发展:** 2022 年口腔修复膜实现收入 2.07 亿元 (+8%)，骨修复材料实现收入 0.39 亿元 (+11.01%)，去年由于种植牙集采及疫情反复影响，行业短期需求抑制，可以看到下游医院诊所种植牙收入增速亦有所体现，1H22 通策医疗种植业务收入同比增长 6.5%，瑞尔齿科种植业务同比下滑 10.1%，但我们认为行业需求短期抑制，不代表需求消失，因此随着集采落地及疫情等外部影响逐渐减弱，2023 年口腔种植有望加速增长，公司口腔修复膜及骨修复材料有望享受行业发展红利。
- ❖ **其余各板块稳中向好，积极开拓骨科市场，活性生物骨未来可期:** 2022 年可吸收硬脑（脊）膜补片实现收入 1.56 亿元 (-1.05%)，其他产品实现收入 0.31 亿元 (+101.38%)，稳中向好，可吸收硬脑（脊）膜补片去年安徽省顺利中标，保持集采省份全部中标记录，我们分析 2022 年收入增速略有下滑主要系 Q4 疫情影响手术量，疫后恢复可期。此外，2022 年 10 月公司重磅产品活性生物骨获批上市，目前市场上尚无同类产品，且该产品治疗效果或优于传统骨修复材料，23 年积极开拓骨科市场，活性生物骨未来可期。
- ❖ **降本增效效果佳，毛利率维持较高水平:** 22 年公司加强降本增效，在一线生产岗位开展 VSM 项目，累计产出生产改善提案 26 项，进一步提高生产效率，2022 年实现软组织修复系列产品生产完工并入库约为 70.78 万片 (+26.30%)；骨修复材料生产完工并入库约为 16.80 万瓶 (+ 3.45%)。2022 年整体毛利率维持在 88.72% (-0.39pct)，其中口腔修复膜毛利率为 91.37% (+0.98pct)，可吸收硬脑（脊）膜补片毛利率为 91.73% (-0.85pct)，整体及各板块毛利率维持在较高水平；随着销售规模扩大，我们预计整体毛利率仍有改善空间。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 5.64/7.24/8.99 亿元，归母净利润 2.41/3.15/4.04 亿元。对应 PE 分别为 34.87/26.65/20.78 倍，维持公司“增持”评级。

❖ **风险提示：**新产品及研发不及预期；口腔种植行业发展不及预期；主要产品较为集中的风险等。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	400	433	564	724	899
收入增长率(%)	36.45	8.26	30.13	28.39	24.18
归母净利润(百万元)	169	185	241	315	404
净利润增长率(%)	42.44	10.02	29.82	30.87	28.24
EPS(元/股)	0.94	1.28	1.34	1.75	2.24
PE	71.03	33.59	34.87	26.65	20.78
ROE(%)	21.46	21.44	21.77	22.17	22.14
PB	10.20	8.95	7.59	5.91	4.60

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	400.18	433.22	563.77	723.85	898.88	成长性					
减:营业成本	43.60	48.86	58.37	75.47	93.56	营业收入增长率	36.4%	8.3%	30.1%	28.4%	24.2%
营业税费	3.93	3.87	5.07	6.51	8.09	营业利润增长率	43.5%	10.6%	28.7%	31.0%	28.3%
销售费用	122.15	116.92	152.22	195.44	233.71	净利润增长率	42.4%	10.0%	29.8%	30.9%	28.2%
管理费用	30.07	29.65	38.34	49.22	60.22	EBITDA 增长率	49.2%	17.0%	35.4%	26.6%	25.6%
研发费用	35.18	37.55	47.92	57.91	71.91	EBIT 增长率	42.1%	17.6%	33.3%	29.5%	27.8%
财务费用	-1.69	-0.90	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	44.2%	16.9%	34.2%	29.5%	27.8%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	21.4%	10.2%	27.8%	28.5%	28.4%
加:公允价值变动收益	15.94	-2.79	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	21.4%	10.2%	27.8%	28.5%	28.4%
投资和汇兑收益	0.00	9.99	0.00	4.17	6.91	利润率					
营业利润	191.83	212.07	272.99	357.74	458.85	毛利率	89.1%	88.7%	89.6%	89.6%	89.6%
加:营业外净收支	-0.25	0.04	0.58	0.27	0.27	营业利润率	47.9%	49.0%	48.4%	49.4%	51.0%
利润总额	191.58	212.11	273.57	358.01	459.12	净利润率	42.1%	42.8%	42.7%	43.5%	44.9%
减:所得税	23.03	26.67	32.83	42.96	55.09	EBITDA/营业收入	48.0%	51.9%	54.0%	53.2%	53.8%
净利润	168.55	185.44	240.74	315.05	404.02	EBIT/营业收入	43.5%	47.3%	48.4%	48.9%	50.3%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	126.49	82.49	426.36	639.32	1118.10	固定资产周转天数	197	180	122	82	55
交易性金融资产	445.18	534.21	534.21	534.21	534.21	流动营业资本周转天数	375	440	291	294	219
应收账款	45.08	45.62	151.05	101.46	212.10	流动资产周转天数	605	598	758	676	797
应收票据	1.72	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	44	38	63	63	63
预付帐款	2.50	2.90	4.96	4.40	5.55	存货周转天数	238	275	281	257	275
存货	33.98	40.69	50.40	57.16	85.85	总资产周转天数	780	796	767	739	741
其他流动资产	7.70	1.37	1.37	1.37	1.37	投资资本周转天数	716	729	716	716	741
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	21.5%	21.4%	21.8%	22.2%	22.1%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.1%	18.8%	17.0%	20.3%	18.8%
投资性房地产	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12	ROIC	19.5%	20.7%	21.7%	21.9%	21.8%
固定资产	215.44	213.40	188.14	162.05	135.31	费用率					
在建工程	4.35	14.63	11.70	9.36	7.49	销售费用率	30.5%	27.0%	27.0%	27.0%	26.0%
无形资产	38.11	37.22	34.32	31.42	28.52	管理费用率	7.5%	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%
其他非流动资产	4.38	8.17	8.17	8.17	8.17	财务费用率	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	928.92	986.90	1416.52	1554.90	2145.85	三费/营业收入	37.6%	33.6%	33.8%	33.8%	32.7%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	56.75	33.73	157.60	18.44	154.83	资产负债率	15.5%	12.3%	21.9%	8.6%	15.0%
应付票据	13.26	25.15	49.34	14.63	58.93	权益权益比	18.3%	14.1%	28.1%	9.4%	17.6%
其他流动负债	0.60	0.05	0.05	0.05	0.05	流动比率	5.26	6.72	3.98	11.38	6.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.91	6.30	3.78	10.84	6.14
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	—	1491676.77	—	—	—
负债总额	143.65	121.80	310.68	134.01	320.94	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.88	0.60	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	180.00	180.00	180.00	180.00	分红比率					
留存收益	435.85	515.69	756.43	1071.47	1475.50	股息收益率	1.3%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	785.27	865.11	1105.85	1420.89	1824.92	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.94	1.28	1.34	1.75	2.24
净利润	168.55	185.44	240.74	315.05	404.02	BVPS(元)	6.54	4.81	6.14	7.89	10.14
加:折旧和摊销	17.93	19.82	31.09	31.33	31.52	PE(X)	71.0	33.6	34.9	26.6	20.8
资产减值准备	0.36	0.26	0.00	0.00	0.00	PB(X)	10.2	8.9	7.6	5.9	4.6
公允价值变动损失	-15.94	2.79	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	20.0	17.9	14.9	11.6	9.3
投资收益	0.00	-9.99	0.00	-4.17	-6.91	EV/EBITDA	41.0	34.1	26.2	20.1	15.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-12.59	-10.17	72.04	-133.41	43.24	PEG	1.7	3.4	1.2	0.9	0.7
经营活动产生现金流量	166.13	187.84	343.43	208.73	471.89	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-187.33	-137.84	0.43	4.23	6.88	REP					
融资活动产生现金流量	-30.02	-105.60	0.00	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。