大博医疗（002901）

骨科全产品线布局，未来成长空间广阔

买入（首次）

2020 年 09 月 09 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,257	1,545	1,928	2,424
同比（%）	62.8%	22.9%	24.8%	25.7%
归母净利润（百万元）	465	589	742	944
同比（%）	25.3%	26.6%	25.9%	27.1%
每股收益（元/股）	1.16	1.47	1.85	2.35
P/E（倍）	77.10	60.88	48.34	38.02

投资要点

- **投资逻辑：**公司是国内少有的骨科全产品线布局企业，其中创伤业务在国内厂商中排名第一，脊柱业务在国内厂商中排名第三。另外，公司也积极布局神经外科类、齿科、微创外科类等产品线，进一步打开了未来成长空间。
- **创伤行业集中度低，公司有望继续提升市占率：**2019 年中国创伤类植入物市场规模达到 92 亿元，2010-2019 年复合增长率为 16.1%，根据南方医药研究所预计，2024 年市场规模将增长至 170 亿元。相对全球市场，中国创伤市场集中度较低，2019 年前五大企业市占率合计只有 40%。公司是国产创伤龙头，2013-2019 年创伤业务收入年复合增长率达到 32%，2020H1 在新冠疫情的不利影响下，仍然实现了 31.4%的高速增长。市占率方面，2019 年公司在中国市场份额达到 7.8%，后续增长空间仍大。未来随着带量采购的持续推进，公司作为国产龙头，市场份额有望进一步提升。
- **脊柱类产品快速增长，进口替代空间大：**2019 年我国脊柱类植入物行业规模达到 87 亿元，同比增长 19.18%。2010-2019 年复合增长率达到 17.75%。根据南方医药经济研究所预计，2019-2024 年我国脊柱市场将保持 14.42%的复合增长，2024 年中国脊柱类行业规模将达到 171 亿元。2018 年外资占据了国内近 60%份额，公司 2018 年脊柱市场市占率不足 2%，在进口替代的行业趋势下，预计未来脊柱业务将保持快速增长。
- **研发投入加码，多领域布局打开中长期成长空间：**公司上半年研发投入 5544 万元，同比增长 30.7%。公司立足骨科，积极布局高值耗材领域，上半年新增取得二类及三类注册证共 5 个，其中金属骨针注册证的取得，巩固了公司创伤类产品的领先优势；颈椎前路内固定系统和椎板固定板系统的获证，丰富和完善了脊柱产品线，进一步增强了公司的综合竞争力。公司尚有 39 个批次的注册证在申请中，除了创伤、脊柱等核心业务外，还布局了齿科、关节、运动医学等领域。我们认为，随着公司未来产品线的丰富，收入结构有望持续优化，未来成长空间广阔。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 5.89 亿、7.42 亿和 9.44 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.47 元、1.85 元和 2.35 元。当前股价对应估值分别为 61 倍、48 倍、38 倍。考虑到公司 1、创伤和脊柱业务持续增长，有望长期受益于骨科行业高景气度，2、公司积极布局齿科、关节和运动医学等领域，有望打开未来成长空间，参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产品降价超预期的风险；新品放量不及预期的风险；限售股解禁风险等

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 刘闯
执业证书：S0600520070003
021-60199793
liuchuang@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	89.22
一年最低/最高价	40.66/119.74
市净率(倍)	20.42
流通 A 股市值(百万元)	3747.82

基础数据

每股净资产(元)	4.37
资产负债率(%)	28.66
总股本(百万股)	402.24
流通 A 股(百万股)	40.59

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

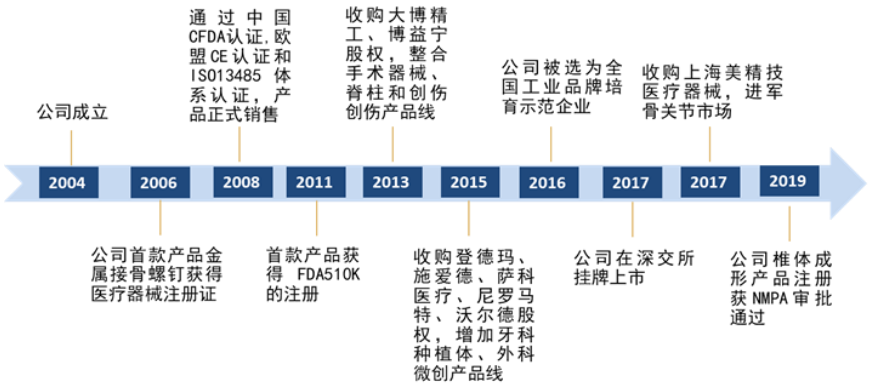
1. 大博医疗：骨科全产品线布局企业

1.1. 国内创伤龙头，积极打造骨科全产品线

大博医疗成立于 2004 年，主要从事医用高值耗材的生产、研发和销售，是目前国内最大的创伤类植入耗材生产企业，主要产品包括骨科创伤类植入耗材及神经外科类植入耗材、微创外科耗材等。

公司致力于医用高值耗材的持续开发和研究，经过多年的技术研发和积累，目前公司的产品注册证已经涵盖了骨科创伤类、脊柱类、关节类、神经外科类、齿科、运动医学类、微创外科类等多个领域各类耗材产品，是行业内为数不多的在骨科植入类耗材领域全产品线覆盖的企业。公司已经建立了成熟稳定的营销网络，产品远销海内外 30 多个国家和地区，具有良好的市场美誉度及品牌影响力。

图 1：大博医疗发展历程

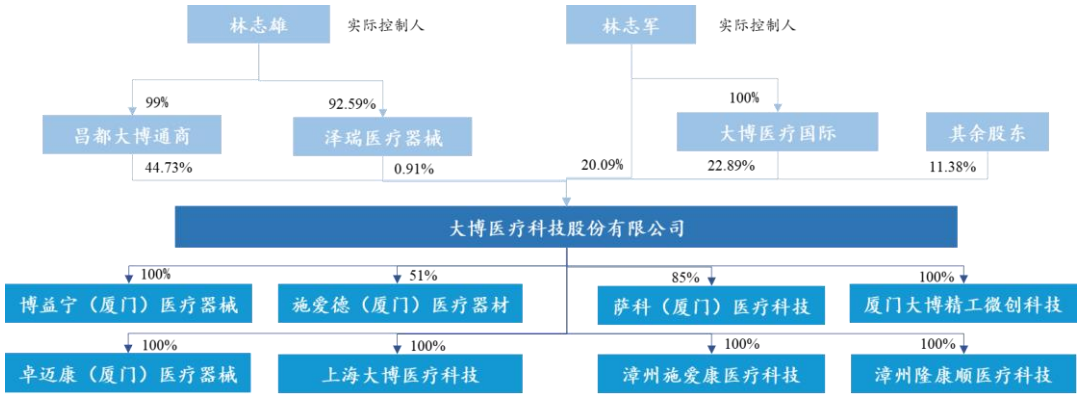


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

股权结构方面，截止 2020 年中报，公司董事长兼总经理林志雄通过大博通商间接持有 44.28%的股份，通过泽瑞医疗间接持有 0.84%的股份，副董事长林志军直接持有公司 20.09%的股份，通过大博国际间接持有公司 22.89%的股份，兄弟二人合计持有公司 88.11%的股份，是公司的实际控制人。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：大博医疗股权结构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 创伤贡献主要收入来源，两票制拉低净利率水平

公司业绩情况：自 2013 年以来，公司业绩一直保持稳健增长。2020 年面对新冠疫情带来的不利影响，上半年公司仍实现收入 6.73 亿元，同比增长 23.8%，2013-2019 年复合增长率为 35.6%；2020H1 实现归母净利润 2.64 亿元，同比增长 27.4%，2013-2019 年复合增长率为 29.9%。

图 3：大博医疗营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：大博医疗归母净利润

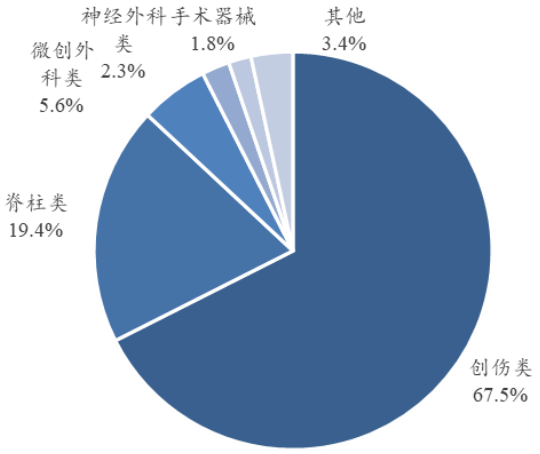


数据来源：Wind ，东吴证券研究所

公司主营业务结构：公司是国内创伤类龙头，同时在脊柱市场也有较强的竞争力，因此创伤类和脊柱类收入占比较大，尤其是创伤类一直是公司主要的收入和利润来源。2020H1 公司收入结构中，创伤类产品占比 67.5%，脊柱类占比 19.4%，微创外科、神经外科类和手术器械类产品占比较小。2020H1 毛利结构中，创伤类占比为 69.4%。，脊柱类占比 20.3%。

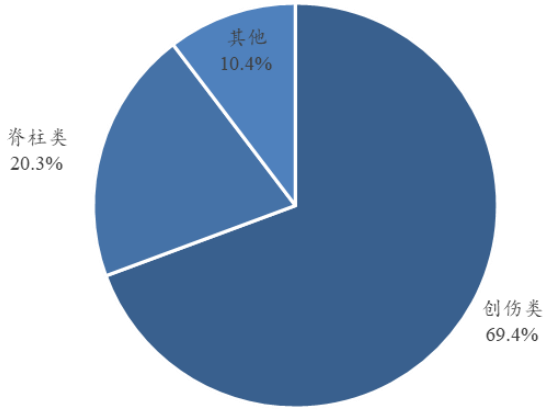
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2020H1 大博医疗主营业务收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2020H1 大博医疗主营业务毛利结构

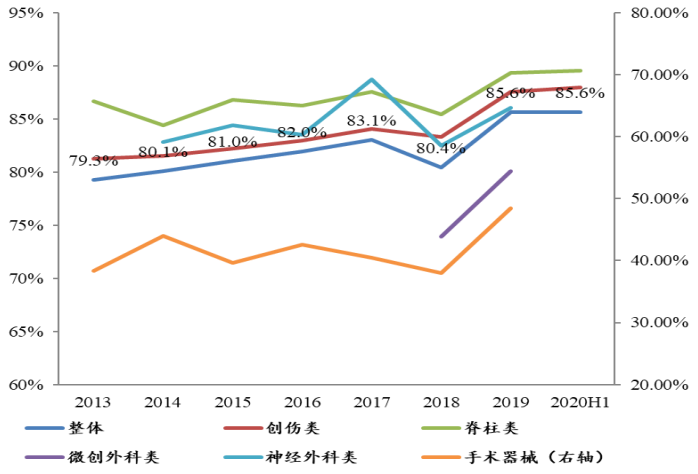


数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利能力：公司整体毛利率和各项业务毛利率在 2018 年经历小幅下滑后，2019 年有较为明显的回升。除了占比很小的手术器械业务外，公司核心业务毛利率水平较高，2019 年均在 80%以上，整体毛利率达到 85%。

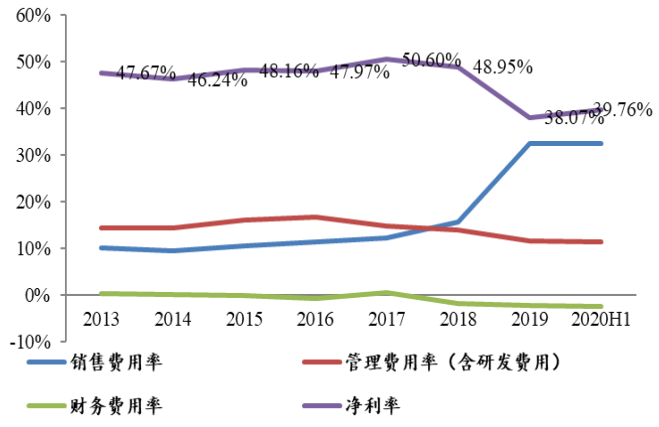
2019 年公司销售费用率大幅提升，主要有两方面原因，一是“两票制”下公司购买的第三方服务商手术跟台、物流辅助服务等费用增多，二是销售人员数量和薪酬增多。公司净利率水平一直保持在相对高位，2019 年净利率为 38.07%，比 2018 年下降了 10.88 个百分点，主要是销售费用大幅上升所致。

图 7：大博医疗主营业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：大博医疗净利率和期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 立足创伤和脊柱业务，布局大骨科全产品线

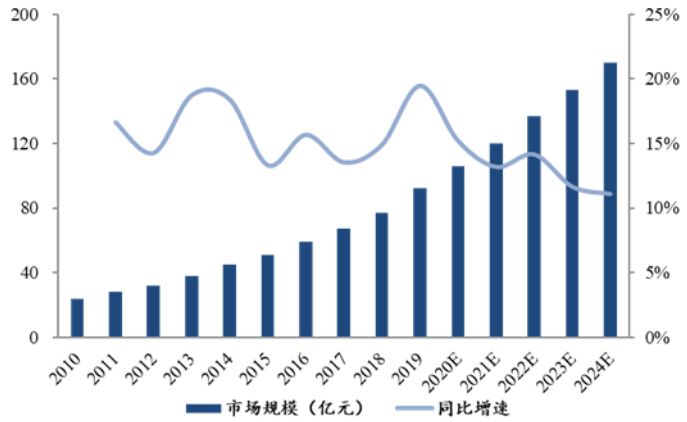
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1. 国产创伤龙头，行业扩容+集中度提升保证后续增长

创伤一直以来都是国内骨科第一大领域，2019 年市场规模为 92 亿元，同比增长 19.48%。2010-2019 年年复合增长率达到 16.1%。根据南方医药经济研究所预计，2024 年中国创伤类耗材规模将达到 170 亿元，五年复合增长率为 13.15%，未来仍将保持很长一段时间的稳健增长。

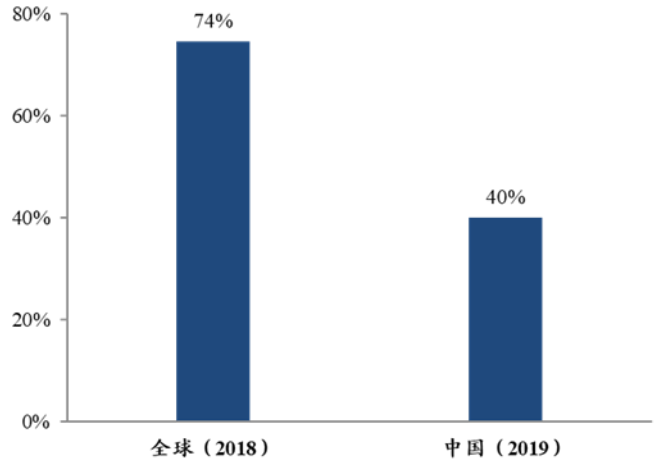
由于创伤类产品的技术门槛在骨科中相对较低，也导致国内创伤生产厂家较多，行业集中度较低，2019 年市场前五家份额合计仅有 40%。相比之下，全球 2018 年创伤市场前五位市场份额合计 74%，因此国内创伤类市场集中度还有很大提高空间。

图 9：中国创伤类市场规模



数据来源：南方医药经济研究所，东吴证券研究所

图 10：中国和全球创伤市场 CR5 对比



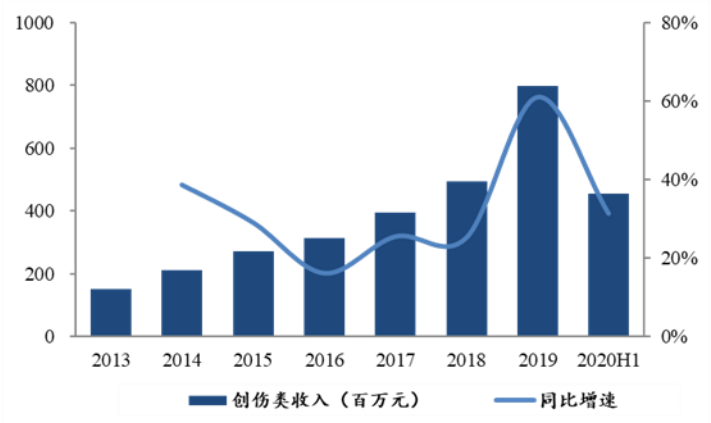
数据来源：ORTHOWORLD，威高骨科招股说明书，东吴证券研究所

创伤业务一直是公司最核心业务，近年来保持高速增长，2019 年实现收入 8 亿元，同比增长 61%，2013-2019 年复合增长率达到 32%。2020 年由于新冠疫情，一季度医院骨科手术量大幅减少，给公司骨科产品销售造成了很大影响，上半年公司创伤业务实现收入 4.5 亿元，同比增长 31.4%，下半年随着国内骨科手术量恢复正常，预计公司创伤业务 2020 全年增长将进一步提速。竞争格局上，公司已经做到了国内厂商第一，2019 年市占率为 7.8%，仅次于外资企业强生和史赛克。

随着带量采购和“两票制”政策逐渐推广，行业竞争格局有望重塑。小企业由于在研发、招标、学术推广和资金实力上的显著劣势，将逐渐退出市场竞争，头部企业有望提升市场份额。公司目前市场份额依然有很大的提升空间，预计将在行业整合中显著受益。

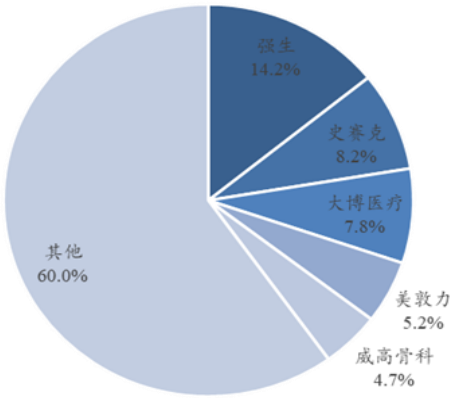
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 11：大博医疗创伤业务收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：2019 年国内创伤市场竞争格局



数据来源：威高骨科招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 脊柱业务快速增长，进口替代空间广阔

受益于骨科行业高景气度，脊柱类植入物行业近年来也保持了较快增长。2019 年我国脊柱类植入物行业规模达到 87 亿元，同比增长 19.18%。2010-2019 年复合增长率达到 17.75%。根据南方医药经济研究所预计，2019-2024 年我国脊柱市场将保持 14.42%的复合增长，2024 年中国脊柱类行业规模将达到 171 亿元。

多年来，外资企业由于发展较早，拥有资金、技术和人才等方面显著的先发优势，一直主导着国内脊柱市场。2018 年，外资企业占了国内脊柱市场三分之二的市场份额，约合 60 亿元的市场规模。在进口替代的骨科行业大趋势下，我们认为国内头部企业市场份额提升的空间仍大。

图 13：中国脊柱类市场规模

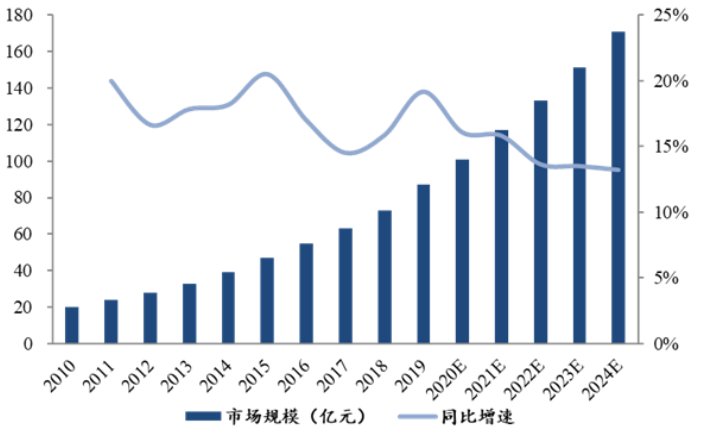
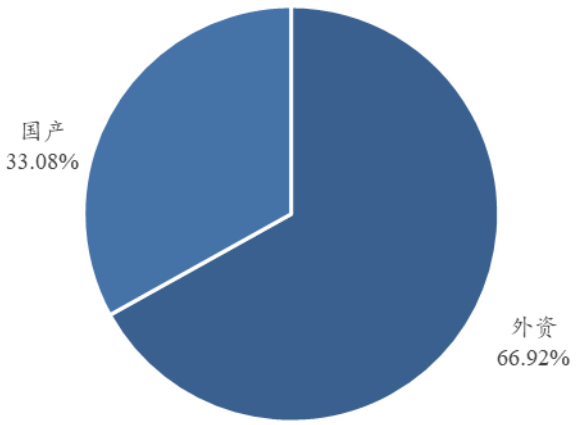


图 14：2018 年中国脊柱类国产与外资对比情况



数据来源：南方医药经济研究所，东吴证券研究所

数据来源：《中国医疗器械蓝皮书 2019》，东吴证券研究所

公司脊柱业务虽然体量小于创伤，但是近年来发展迅速。2019 年公司脊柱类产品收入 2.65 亿元，同比增长 72%。受疫情影响，2020H1 公司脊柱业务实现收入 1.3 亿元，同比增速下降到 15.6%，预计下半年增速将显著回升。目前公司市场份额仍旧较小，2018 年排在国内市场的第七位，占比不足 2%，后续成长空间大。未来随着行业增长和进口替代，预计公司脊柱业务将持续高速增长。

图 15：大博医疗脊柱业务收入

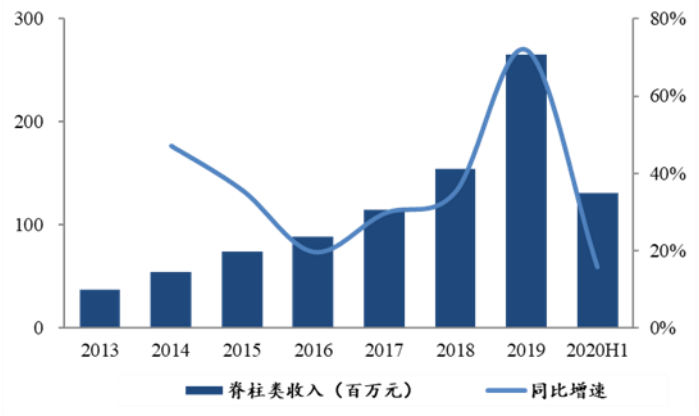
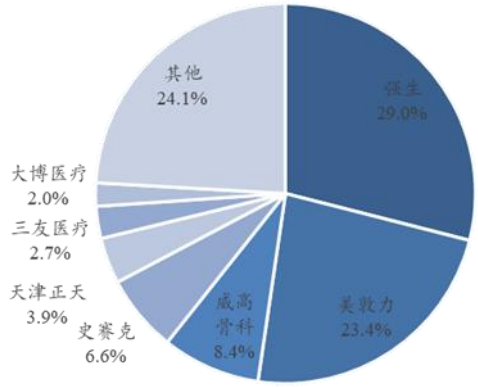


图 16：2018 年国内脊柱市场竞争格局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：三友医疗招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 多领域布局，打开长期成长空间

公司立足创伤和脊柱，积极布局大骨科平台，储备产品涵盖了神经外科、齿科、关节和运动医学等领域。尤其是种植体系统，不可吸收带线锚钉及带袢钛板系统注册证的取得，开启了齿科与运动医学产品的长期布局。我们认为，随着公司产品线的逐渐丰富，收入结构有望持续优化，未来成长空间广阔。

表 1：公司部分产品注册证获批情况

产品名称	注册人名称	注册编号	批准时间
非吸收性外科缝线	大博医疗科技股份有限公司	闽械注准 20182650097	2019/8/21
带袢钛板系统	大博医疗科技股份有限公司	国械注准 20193130701	2019/9/23
不可吸收带线锚钉	大博医疗科技股份有限公司	国械注准 20193130507	2019/7/10
种植体系统	百齿泰（厦门）医疗科技有限公司	国械注准 20193170720	2019/9/28

数据来源：NMPA，东吴证券研究所

3. 盈利预测与估值

我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 5.89 亿、7.42 亿和 9.44 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.47 元、1.85 元和 2.35 元。当前股价对应估值分别为 61 倍、48 倍、

38 倍。考虑到公司 1、创伤和脊柱业务持续增长，有望长期受益于骨科行业高景气度，2、公司积极布局齿科、关节和运动医学等领域，有望打开未来成长空间，参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688085	三友医疗	66.78	0.58	0.86	1.20	115	78	56
688029	南微医学	209.31	2.30	3.42	4.44	91	61	47
603658	安图生物	153.69	2.08	3.05	4.02	74	50	38
平均值						108	79	61

数据来源：Wind，东吴证券研究所，股价为 2020 年 9 月 9 日收盘价，三友医疗盈利预测为 Wind 一致预期

4. 风险提示

1、 产品降价超预期:

随着高值耗材带量采购政策的推广，公司部分产品面临集采降价压力，如果产品降价水平超过预期，将会给公司盈利带来不利影响;

2、 新品放量不及预期:

公司产品线不断丰富，新产品有望成为公司未来盈利增长点，如果新品放量不及预期，将使得公司未来盈利增长不及预期。

3、限售股解禁风险

2020 年 9 月 22 日将有 36000 万股限售股解禁，约占总股本的 89.5%。

大博医疗三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,648**	**1,681**	**2,432**	**2,997**
现金	765	1,046	1,218	1,892
应收账款	237	37	305	126
存货	457	406	708	772
其他流动资产	189	192	201	208
非流动资产	**591**	**675**	**786**	**925**
长期股权投资	1	4	13	23
固定资产	379	468	574	702
在建工程	64	62	65	72
无形资产	29	23	17	11
其他非流动资产	118	117	117	116
资产总计	**2,239**	**2,356**	**3,218**	**3,922**
流动负债	**426**	**181**	**431**	**355**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	211	0	175	69
其他流动负债	215	181	256	286
非流动负债	**60**	**58**	**58**	**58**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	60	58	58	58
负债合计	**485**	**239**	**489**	**413**
少数股东权益	32	47	67	92
归属母公司股东权益	1,722	2,070	2,661	3,417
负债和股东权益	**2,239**	**2,356**	**3,218**	**3,922**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	434	604	441	1,010
投资活动现金流	-269	-120	-154	-192
筹资活动现金流	-199	-202	-116	-144
现金净增加额	-32	282	172	674
折旧和摊销	42	40	51	64
资本开支	319	82	103	128
营运资本变动	-83	3	-328	33

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,257**	**1,545**	**1,928**	**2,424**
减:营业成本	181	216	279	371
营业税金及附加	15	19	23	29
营业费用	410	512	599	711
管理费用	146	179	224	279
财务费用	-28	-40	-35	-45
资产减值损失	-3	5	6	7
加:投资净收益	7	3	9	10
其他收益	46	60	65	70
营业利润	**571**	**717**	**905**	**1,151**
加:营业外净收支	-2	-1	-3	-4
利润总额	**569**	**716**	**902**	**1,147**
减:所得税费用	90	111	140	178
少数股东损益	13	16	20	25
归属母公司净利润	**465**	**589**	**742**	**944**
EBIT	546	689	868	1,100
EBITDA	588	728	919	1,164

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.16	1.47	1.85	2.35
每股净资产(元)	4.28	5.15	6.62	8.49
发行在外股份(百万股)	402	402	402	402
ROIC(%)	60.3%	70.5%	59.3%	71.1%
ROE(%)	27.3%	28.6%	27.9%	27.6%
毛利率(%)	85.6%	86.0%	85.5%	84.7%
销售净利率(%)	37.0%	38.1%	38.5%	38.9%
资产负债率(%)	21.7%	10.2%	15.2%	10.5%
收入增长率(%)	62.8%	22.9%	24.8%	25.7%
净利润增长率(%)	25.3%	26.6%	25.9%	27.1%
P/E	77.10	60.88	48.34	38.02
P/B	20.84	17.34	13.48	10.50
EV/EBITDA	59.65	47.76	37.68	29.21

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn