



2019年11月20日

科创板询价报告之佰仁医疗 (688198)

医药生物

建议询价区间: [17.71, 23.02]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	111	136	163	192
(+/-)	19.8%	23.3%	19.8%	17.6%
营业利润	41	55	68	80
(+/-)	-13.1%	31.6%	24.4%	18.1%
归属母公	33	47	59	69
司净利润				
(+/-)	-20.9%	42.0%	24.2%	18.0%
EPS (元)	0.46	0.49	0.61	0.72

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● **动物源性植介入医疗器械厂商。**公司成立于2005年,主要生产动物源性植介入医疗器械系列化产品,覆盖外科软组织修复、先天性心脏病植介入治疗、心脏瓣膜置换与修复三大业务板块。公司产品一般应用于心胸外科手术、神经外科手术以及其他外科临床手术以替代或修复受损的组织或器官。目前公司已获准注册生产10个III类医疗器械产品,在行业中处于领先地位。(注:公司详细内容请参见我们于2019年6月10日发布的报告《科创板医药生物系列之十七:佰仁医疗》)。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入1.11亿元,同比增长19.8%;实现归母净利润0.33亿元,同比增长-20.9%;2018年公司毛利率为91.1%,净利率为30.0%,ROE为17.0%,资产负债率为6.7%,总体经营状况良好。公司2019H1实现营业收入0.69亿元;实现归母净利润0.32亿元。2019H1销售净利率和销售毛利率分别为91.3%和46.5%,ROE为14.1%,资产负债率为6.4%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为1.36亿元、1.63亿元和1.92亿元;实现归母净利润分别为0.47亿元、0.59亿元和0.69亿元。

● **公司估值及询价分析。**本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析,并给出相应的合理询价区间。我们采用PE法预测公司估值为21.3亿元;采用DCF预测公司估值为18.4亿元,并分别给予PE估值法40%权重、DCF估值法60%权重,最终得出公司当前估值约为19.6亿元。我们假设公司本次发行新股数量为2400万股,公司发行后总股本为9600万股,根据公司预测市值,得出公司对应股价为20.36元/股,建议询价区间为[17.71, 23.02]元/股。(注:本报告仅供参考,不作为具体投资建议)

● **风险提示:** 行业监管风险;产品质量风险;技术风险等。

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>



目 录

一、历史估值参考法分析	2
二、相对估值 PE 法分析	3
三、绝对估值 DCF 法分析	4
四、估值与询价分析	4
五、风险提示	5

图表目录

图表 1：可比公司估值分析	3
图表 2：PE 估值分析	3
图表 3：DCF 估值参数	4
图表 4：公司估值测算与询价分析	5

一、相对估值 PE 法分析

公司主营动物源性植介入医疗器械，考虑到公司的基本面状况，我们认为 A 股上市公司中正海生物（300653）、凯利泰（300326）和冠昊生物（300238）与公司具有较高的可比性，可作为相对估值参考。正海生物主营业务为生物再生材料的研发生产，主要产品包括口腔修复膜、生物膜等软组织修复材料以及骨修复材料等硬组织修复材料；凯利泰主要产品为骨科微创介入器械、贸易类其他医疗器械及心血管类医疗器械；冠昊生物主要产品为再生型医用植入器械、细胞技术服务及其他药品。当前可比公司 2019 年市场一致预期的 PE 为 50 倍左右。

图表 1：可比公司估值分析

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300653	正海生物	86.67	69	1.25	1.38	1.78	69.1	63.0	48.8
300326	凯利泰	15.65	113	0.73	0.43	0.55	21.5	36.7	28.3
300238	冠昊生物	19.11	51	0.13			146.8		
平均值							79.1	49.9	38.5

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 11 月 19 日）

关于佰仁医疗未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司产品在心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗以及外科软组织修复这三个主要业务领域维持稳定的市占率；2) 公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3) 下游销售渠道维持稳定；4) 在研产品能够陆续获批成功上市；5) 期间费用控制良好。基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 0.47 亿元、0.59 亿元和 0.69 亿元。

综合考虑公司的收入利润规模，业绩成长性、发展潜力以及不同市场的估值差异等因素，由于公司目前规模较小，我们按 2019 年 45 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 21.3 亿元。

图表 2：PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	25	30	35	40	45	50	55	60	65
市值（亿元）	11.9	14.2	16.6	19.0	21.3	23.7	26.1	28.4	30.8

资料来源：华鑫证券研发部



三、绝对估值 DCF 法分析

针对医药生物创新型企业，处于尚未盈利或盈利早期阶段，市场通常采用未来现金流贴现模型（DCF）进行估值测算，佰仁医疗适用。我们对公司的产品线和研发管线进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 0.95，无风险利率为 3.3%，WACC 值为 8.05%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 18.4 亿元。

图表 3：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta（考虑杠杆）	0.95
WACC	8.05%
股权比例	100.00%
永续增长率	3%
市值（亿元）	18.4

资料来源：华鑫证券研发部

四、估值与询价分析

综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司估值为 21.3 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 18.4 亿元。结合公司具体发展状况，我们分别给予 PE 估值法 40%权重、DCF 估值法 60%权重，最终得出公司当前估值约为 19.6 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 2400 万股，公司发行后总股本为 9600 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 20.36 元/股，建议询价区间为 [17.71, 23.02] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 4：公司估值测算与询价分析

PE估值法估值(亿元)	21.3	40%
DCF估值法估值(亿元)	18.4	60%
市值(亿元)	19.6	
发行后总股本(万股)	9600	
每股股价(元/股)	20.36	
询价区间(元/股)	17.71	23.02

资料来源：华鑫证券研发部

五、风险提示

风险主要包括：行业监管风险；产品质量风险；技术风险等。



分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>