



## 探讨科创板下医疗器械企业的估值方法

2019.04.23

赵巧敏(分析师)

刘锐(研究助理)

电话: 020-88836110

邮箱: zhaoqm@gzgzhs.com.cn liu.rui1@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080001 A1310117050003

### 报告摘要:

#### ● 科创板: 利好医疗器械, 估值重要性凸显

科创板旨在服务于尚未成熟、但具有创新能力和成长潜力的科技创新企业, 制度安排凸显估值的重要性: 一方面, 上市标准中引入市值进行评估, 对上市企业的盈利状况要求放松, 体现对创新企业具有较强包容性与适应性; 另一方面, 退市制度中也补充了市值标准, 能够清理市场不认可的公司。而在对科创板上市公司进行估值时, 传统估值方法关注利润, 量化成长性评价, 对于医疗器械企业未必完全适用, 应综合考虑公司发展阶段和行业特征选用估值方法。

#### ● 医疗器械各细分领域发展阶段不同, 其间企业的估值方法应有所调整

医疗器械行业下细分领域众多, 可划分为高值耗材、低值耗材、医疗设备、体外诊断四个大类。近年来, 各细分领域都处在市场规模稳健增长的状态中, 但各自发展阶段与增速有所不同: 低值耗材 (+19.81%)、医疗设备 (+19.99%)、生化诊断 (+3.10%)、免疫诊断 (+16.70%)、POCT (+24.35%) 中大多数企业能实现盈利, 成长状态相对稳定, 而高值耗材 (+20.37%)、分子诊断 (+25.90%) 则仍需技术革新带动产业发展。由此, 首先考虑使用 PE 市盈率对实现盈利、发展稳定的低值耗材、医疗设备、生化诊断、免疫诊断、POCT 进行估值。其次, 采用 PS 市销率对研发投入大、盈利尚不稳定的高值耗材领域进行估值, 综合考虑研发投入与利润水平。最后, 由于分子诊断行业在我国的发展程度一般, 尚未盈利的公司占比较高, 技术仍需较大突破, 建议使用 DCF 估值。

#### ● 对标同类上市公司, 进行估值评价

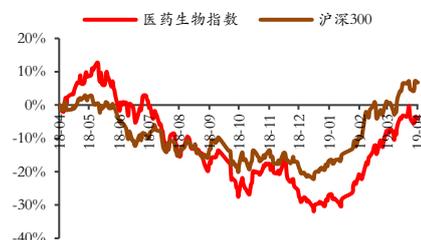
参考同领域上市公司的 PE 或 PS 进行估值: 低值耗材行业平均 PE 估计为 35-45 倍; 家用医疗设备为 30-40 倍, 医用医疗设备为 45-50 倍; 生化诊断为 20-25 倍, 免疫诊断为 35-45 倍, POCT 为 35-45 倍。高值耗材行业平均 PS 估计为 17-20 倍。DCF 方法无法直接对标同类上市公司, 建议在有针对性地了解企业及所在的细分领域后进行现金流预测及估值评价。

#### ● 估值实例: 冲击科创板的医疗器械公司预计估值

本报告中我们以赛诺医疗、贝斯达医疗及热景生物为例, 选用 PS 或 PE 进行估值。据分析, 赛诺医疗为典型的高研发投入的高值耗材公司, 考虑用 PS 估值方法, 对标相应的高值耗材上市公司, 对应 PS 为 17-20 倍。贝斯达医疗为盈利能力相对稳定的医用医疗设备企业, 考虑用 PE 估值方法, 对标相应的医用设备上市公司, 对应 PE 为 45-50。热景生物为跨免疫诊断及 POCT 的技术型企业, 考虑用 PE 估值方法, 对标相应免疫诊断及 POCT 上市公司, 对应 PE 为 35-45 倍。

#### ● 风险提示: 医疗器械行业政策性风险; 科创板上市进度不及预期。

### 行业指数走势



### 相关报告

1. 广证恒生 2019 股权投资策略: 结构化机会凸显, 看好创新药与 IVD - 201812131.
2. 开启肿瘤早筛新纪元, 液态活检蓄势待发 - 20190108
3. 金域医学 (603882): ICL 龙头乘医改春风, 跑马圈地后增长提速可期 - 20181022
4. Illumina: 创新与并购打造出的基因界“苹果” - 20180113
5. 新技术突破传统微生物检测瓶颈, NGS 引领变革 - 20190222
6. 三分钟带你读懂体外诊断行业(全行业纵览篇) - 20170715
7. 和你聊聊 IVD 海外龙头的那些事儿 - 20170729
8. 分子诊断: 破解基因密码, 探索生命奥秘 - 20170914
9. 新三板体外诊断行业年报分析: 平均净利润同比增长 35.73%, 分子诊断细分领域增速领跑 - 20180509

广证恒生

做中国新三板研究极客





## 目录

目录	2
图表目录	3
1. 科创板推出利好医疗器械，企业估值重要性凸显	5
1.1. 科创板定位：覆盖高新科技领域，利好医疗器械	5
1.2. 科创板制度安排：估值是上市与退市的重要标准之一	5
1.2.1. 上市条件中引入市值标准	5
1.2.2. 退市制度中引入市值标准	7
1.3. 单一方法未必完全适用，多个细分领域不可一概而论	8
2. 医疗器械各细分领域发展阶段不同，不同阶段的估值方法应有所调整	9
2.1. 医疗器械各个细分领域发展阶段不同	9
2.1.1. 低值耗材行业处于相对稳定的高速成长期	10
2.1.2. 高值耗材行业仍需技术驱动，处于初始成长期	10
2.1.3. 医疗设备市场整体增速稳定，处于由中低端向高端突破的成长期	11
2.1.4. 体外诊断是典型的技术驱动型行业，其下各细分领域应再作区别	12
2.2. 医疗器械估值方法选用应视具体行业及企业而定	14
2.2.1. 采用 PE 市盈率对实现盈利、发展稳定的细分领域进行估值	14
2.2.2. 采用 PS 市销率对研发投入大、盈利尚不稳定的细分领域进行估值	16
2.2.3. 采用折现现金流模型 DCF 对分子诊断进行估值	16
2.2.4. 估值方法的选择最终应取决于公司的具体的情况	16
3. 对标同类上市公司，进行估值评价	17
3.1. 各细分领域市盈率估值区间分析	17
3.1.1. 低值耗材采用 PE 均值，约 35-45 倍	17
3.1.2. 医疗设备分为家用医疗与医用医疗，分别给予 30-40 及 45-50 倍估值区间	18
3.1.3. 体外诊断大多可以同类上市公司的 PE 均值作为参考	20
3.2. PS 市销率估值区间	22
3.3. DCF 估值对现金流预测要求严格	23
4. 估值实例：冲击科创板的医疗器械代表公司估值预测	24
4.1. 赛诺医疗：高研发投入的高值耗材公司典型	24
4.2. 贝斯达医疗：盈利能力稳定的医用医疗设备企业	25
4.3. 热景生物：跨免疫诊断及 POCT 的生物高新技术企业	25
5. 风险提示	26



## 图表目录

图表 1.	医疗器械是科创板上市推荐指引中的重点推荐行业之一.....	5
图表 2.	科创板上市条件中引入市值，放松盈利条件.....	5
图表 3.	截至 2019 年 4 月 17 日上交所已受理企业中的医疗器械企业，大多采用上市标准一.....	6
图表 4.	科创板退市制度首次引入市值标准，清理市场不认可的公司.....	7
图表 5.	传统估值方法关注利润，量化成长性评价.....	8
图表 6.	医疗器械细分领域分类.....	9
图表 7.	技术驱动下医疗器械行业的不同发展阶段特征.....	9
图表 8.	我国医用低值耗材市场规模（亿元）.....	10
图表 9.	我国医用高值耗材市场规模（亿元）.....	11
图表 10.	高值耗材主要细分领域的国产化比例还有较大提升空间.....	11
图表 11.	我国医疗设备市场规模（亿元）.....	11
图表 12.	家用设备与医用设备占比.....	11
图表 13.	我国医疗设备市场各品牌竞争格局.....	11
图表 14.	我国体外诊断市场规模（亿元）.....	12
图表 15.	我国体外诊断各细分领域市场占比.....	12
图表 16.	生化诊断领域整体毛利率呈下降趋势.....	12
图表 17.	我国 POCT 市场规模（亿元）.....	14
图表 18.	POCT 上市企业营业收入增长（百万）.....	14
图表 19.	医疗器械行业各细分领域的发展阶段总结.....	14
图表 20.	医疗设备行业整体的营业收入及净利润均稳健增长（百万）.....	15
图表 21.	POCT 上市企业的净利润变化（百万）.....	15
图表 22.	高值耗材领域营收相对稳定，但净利润仍存一定波动（百万）.....	16
图表 23.	高值耗材研发支出占营收的比重在 2018 年明显上升（百万）.....	16
图表 24.	低值耗材上市公司市盈率均值统计（2019.4.17）.....	17
图表 25.	低值耗材上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	18
图表 26.	家用医疗设备上市公司市盈率均值统计（2019.4.17）.....	18
图表 27.	家用医疗设备上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	19
图表 28.	医用医疗设备上市公司市盈率均值统计（2019.4.17）.....	19
图表 29.	医用医疗设备上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	20
图表 30.	生化诊断领域上市公司市盈率均值统计（2019.4.17）.....	20
图表 31.	生化诊断领域上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	21
图表 32.	免疫诊断领域上市公司市盈率均值统计（2019.4.17）.....	21
图表 33.	免疫诊断领域上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	21



图表 34.	POCT 领域上市公司市盈率均值统计 (2019.4.17)	22
图表 35.	POCT 领域上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)	22
图表 36.	高值耗材领域上市公司市销率均值统计 (2019.4.17)	23
图表 37.	高值耗材领域上市公司市销率均值变化统计 (2018.4-2019.4)	23
图表 38.	赛诺医疗主要财务数据	24
图表 39.	贝斯达医疗主要财务数据	25
图表 40.	热景生物主要财务数据	26

# 1. 科创板推出利好医疗器械，企业估值重要性凸显

## 1.1. 科创板定位：覆盖高新科技领域，利好医疗器械

科创板定位于科技创新企业，对创新企业具有较强包容性与适应性，对于技术密集型的医疗器械行业是重大利好。从本质上来讲，科创板是对资本市场其他板块的补充和完善：旨在服务于尚未成熟、但具有创新能力和成长潜力的科技创新企业。而医疗器械行业作为技术密集型、技术驱动型的行业之一，涉及生物医药、信息技术、装备制造等多方面高新技术，也关乎医药卫生体制改革政策的整体推进，是为科创板上市推荐指引中的重点推荐行业之一，对于产业发展而言是重大利好。

图表1. 医疗器械是科创板上市推荐指引中的重点推荐行业之一

政策文件	核心内容
《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	面向世界科技前沿、突破核心关键技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持新一代 <b>信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保及生物医药</b> 等高新技术产业和战略性新兴产业。
《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》	重点推荐的 <b>生物医药行业</b> 包括 <b>生物制品、高端化学药、高端医疗设备与器械及相关技术服务</b> 等领域。

资料来源：上海证券交易所、广证恒生

## 1.2. 科创板制度安排：估值是上市与退市的重要标准之一

### 1.2.1. 上市条件中引入市值标准

科创板的上市条件中引入市值，具体为以市值、研发费用等多指标评价企业，放松对盈利状况的要求，体现其对科技创新企业的包容性与适应性。根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》，科创板上市企业的上市条件不局限于盈利指标，而是聚焦于市值和其他与科技创新中小型企业更加适配的指标：受制于发展时间不足或盈利情况不够突出的企业能够以高市值和良好的现金流或营业收入来达到上市条件；而盈利状况良好的企业则可适当降低市值方面的要求。从总体而言，科创板的上市条件较以往更加灵活，多方面指标能够更完整全面地评估企业的盈利能力和成长性，更能为优质企业提供支持。

图表2. 科创板上市条件中引入市值，放松盈利条件

	具体标准			关注重点	适用企业
	市值标准	盈利要求	其他指标		
一	预计市值不低于人民币 10 亿元	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元	/	市值、净利润、营业收入	已经具有良好盈利情况的企业

二	预计市值不低于人民币 15 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元	最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%	市值、营业收入、研发投入	研发投入占比大（可能影响利润）、营收情况良好的企业
三	预计市值不低于人民币 20 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元	最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元	市值、营业收入、经营活动现金流	营收情况良好、现金流稳定的企业
四	预计市值不低于人民币 30 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元	/	市值、营业收入	盈利情况一般、但具有较高创新价值的企业
五	预计市值不低于人民币 40 亿元	-	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。 <b>医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件</b>	市值、研发成果	尚未实现盈利、但具有较高创新价值的企业

资料来源：上海证券交易所、广证恒生

**医疗器械企业发展前期难以保障利润表现，科创板提供全新融资渠道。** 医疗器械行业属于技术密集型行业之一，企业在发展前期往往需要大量投入进行技术研发，同时需要进行销售渠道的拓展，在收入和利润方面未必表现突出；在成长阶段，产品的研发和升级仍在继续，且随着体量的扩大，所需资金也逐渐攀升，传统的 PE/VC 融资可能无法消化过大的资金增量。科创板的包容性与适应性恰好能够为不断成长的医疗器械企业提供资本助力。

由截至 2019 年 4 月 17 日的情况来看，申请在科创板上市的医疗器械企业共有 9 家。从细分领域角度来看，涉及医用医疗设备的有 5 家，涉及高值耗材的有 3 家，涉及 POCT 的有 1 家，涉及免疫诊断的有 2 家（包含跨医用医疗设备及免疫诊断两个细分领域的 1 家及跨免疫诊断及 POCT 两个细分领域的 1 家）。从拟使用的上市标准来看，**仅有赛诺医疗一家使用标准二，其余均使用标准一，表明大多数企业已具有一定盈利基础。**

**图表3. 截至 2019 年 4 月 17 日上交所已受理企业中的医疗器械企业，大多采用上市标准一**

公司名称	最新状态	证监会行业	主营业务	所属细分领域	上市标准
安翰科技	已问询	专用设备制造业	“磁控胶囊胃镜系统” 机器人	医用医疗设备	一
贝斯达	已问询	专用设备制造业	大型医学影像诊断设备	医用医疗设备	一
赛诺医疗	已问询	专用设备制造业	高端介入医疗器械	高值耗材	二
海尔生物	已问询	专用设备制造业	生物医疗低温存储设备	医用医疗设备	一

南微医学	已问询	专用设备制造业	微创医疗器械	医用医疗设备	—
热景生物	已受理	医药制造业	体外诊断试剂及仪器	免疫诊断、POCT	—
心脉医疗	已受理	专用设备制造业	主动脉及外周血管介入医疗器械	高值耗材	—
佰仁医疗	已受理	专用设备制造业	动物源性植介入医疗器械	高值耗材	—
普门科技	已受理	医药制造业	治疗与康复产品、体外诊断设备及配套试剂	医用医疗设备、免疫诊断	—

资料来源：上海证券交易所、广证恒生

### 1.2.2. 退市制度中引入市值标准

科创板退市制度中引入市值标准，具体为清理市值3亿元以下、市场不认可的公司。根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》，科创板在退市制度中首次引入市值标准，具体表现为“对于连续20个交易日市值低于3亿元的上市公司进行强制退市”，能够直接清理市场不认可的公司，同时也与上市标准中的市值标准相互呼应，展现了对企业市值的重视。

图表4. 科创板退市制度首次引入市值标准，清理市场不认可的公司

	主板	中小板	创业板	科创板
交易指标	连续20个交易日股东数量每日均低于2000人	连续20个交易日股东数量每日均低于1000人	连续20个交易日股东数量每日均低于200人	连续20个交易日股东数量每日均低于400人
	-	-	-	连续20个交易日市值低于3亿元
	连续120个交易日成交量低于最低限额：500万股	连续120个交易日成交量低于最低限额：300万股	连续120个交易日成交量低于最低限额：100万股	连续120个交易日成交量低于最低限额：200万股
	连续20个交易日每股股票收盘价均低于股票面值			
财务指标	社会公众持股比例不足25%，或者公司股本总额超过4亿元，社会公众持股不足公司股份数的10%			
	-	-	-	明显丧失持续经营能力
	-	-	-	研发型上市公司的主要业务、产品或者所依赖的基础技术研发失败或被禁止使用
	连续4年亏损			连续两年扣非净利润为负，且营业收入低于1亿元
	净资产为负：1 上海为连续三年 2 深圳为连续两年			连续两年净资产为负
	营收低于1000万：1 上海连续三年 2 深圳连续四年		-	-
近三年审计报告为否定或无法表示意见		近两年半审计报告为否定或无法表示意见	近两年审计报告为否定或无法表示意见	
信息披露	欺诈发行、信息披露违规、财务造假等			

资料来源：上海证券交易所、国金证券研究所、广证恒生

### 1.3. 单一方法未必完全适用，多个细分领域不可一概而论

传统市盈率估值方法关注利润，量化成长性评价，对于医疗器械企业未必完全适用。传统市盈率估值方法大多关注利润，或通过预计增长率、现金流预测来量化企业成长性评价。而医疗器械行业细分众多，各个细分领域的发展阶段迥异。若采用相同方法对不同细分领域的企业进行估值，则可能导致估值的不稳定性和不准确。

图表5. 传统估值方法关注利润，量化成长性评价

分类	名称	评价
相对估值法	市盈率	最为常用的估值方法，优势在于计算简便且能够反映对公司未来收益的预期，但由于基于净利润进行计算，易受财务报表编制和经济周期变化的影响，且净利润为负时无法使用。常用于评价受经济周期影响小、盈利稳定的行业，如公共服务业、道路运输业。
	市净率	基于资产的估值方法，优势在于资产较难操纵，通常能反映企业真实状态，但对于轻资产型、无形资产占比大的公司不适用，且不能反映对未来的预期。常用于评价固定资产大且账面价值稳定的行业。
	市销率	基于营业收入的估值方法，优势在于营业收入不会为负，适用范围广，但未考虑成本变动的影响，且营业收入与公司价值不完全等同。常用于评价处于成长期的、业务规模持续扩张但盈利尚不稳定的公司。
	PEG	基于净利润和预计增长率的估值方法，融合 PE 估值与对公司成长性的预期，可优化对过高 PE 估值的准确性。但同样受到财务报表编制和经济周期变化的影响，受制于净利润的正负。常用于评价盈利表现一般但成长性较高的公司。
	企业价值倍数	基于 EBITDA 进行估值，排除了折旧摊销、税率、资本结构的影响，能够专注于公司主营业务的经营情况，但无法反映对公司未来收益的预期，同时不适用于固定资产变化快的公司。常用于评价资本密集型、折旧摊销费用占比较大的企业，更好地衡量前期资金投入对本期的影响。
绝对估值法	股利贴现模型 DDM	基于股利的估值方法，相关估值理论完整，在数据精确时对公司价值具有较强的解释力。但由于与股利密切相关，而现实中常有公司多年不发放股利，或留存股利用于投资。故仅适用于股利发放规律的公司。
	折现现金流模型 DCF	基于现金流预测的估值方法，计算较为复杂，现金流的预测和贴现率的估计直接影响估值的准确性。常用于评价现金流预测性较强的公司。

资料来源：公开资料整理、广证恒生

参考生命周期选用估值方法，PE 市盈率、PS 市销率及 DCF 折现现金流估值为首选。首先，医疗器械行业的需求基础在于国民医疗需求，整体为刚需，因此对经济周期变化具有较好的防御性，受经济周期变化的影响较小。其次，医疗器械行业下细分众多，大多处于成长期之中，需着重关注公司的盈利能力与成长性：对于大部分经过一段时间发展、盈利较为稳定的细分领域可以采用基于利润的 PE 市盈率估值；对于部分研发投入较多、利润尚未稳定的细分领域采用基于销售的 PS 市销率估值；而对于尚处于初始成长期、仍技术开发为主、利润不稳定的细分领域则对各个公司采用针对性更好的 DCF 现金流折现估

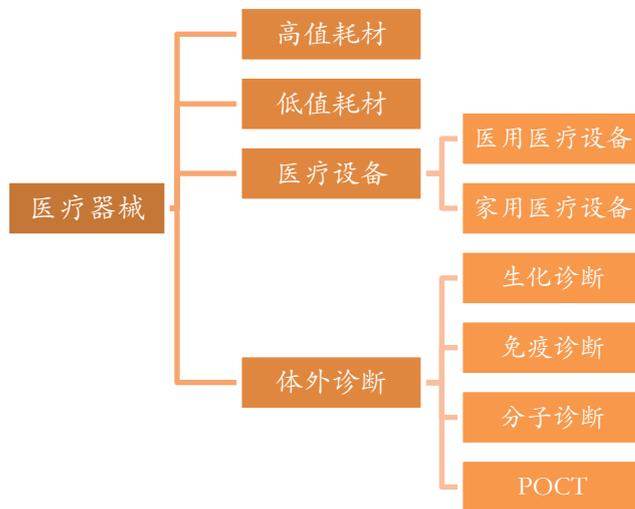
值方法。

## 2. 医疗器械各细分领域发展阶段不同，不同阶段的估值方法应有所调整

### 2.1. 医疗器械各个细分领域发展阶段不同

医疗器械行业下细分领域众多，可划分为高值耗材、低值耗材、医疗设备、体外诊断四个大类。近年来，医疗器械行业下各细分领域都处在市场规模稳健增长的状态中。

图表6. 医疗器械细分领域分类



资料来源：广证恒生

受发展历程和技术壁垒影响，各细分领域处于不同的发展阶段中。由于起步时间不同及技术要求相差较大等原因，各个细分领域在国内的发展速度存在差异。

图表7. 技术驱动下医疗器械行业的不同发展阶段的特征



资料来源：广证恒生

### 2.1.1. 低值耗材行业处于相对稳定的高速增长期

低值耗材行业处于相对稳定的高速增长期。由于受益于我国生活水平的提高和医疗需求增长，我国的低值耗材行业近年来保持着增长态势，2018年市场规模约为641亿元，增速保持在20%左右。在未来，随着我国老龄化程度逐渐加深和二胎政策等新政的推进，低值耗材作为医疗刚需，预计能够保持较为高速增长，表明处于相对稳定的高速增长期。

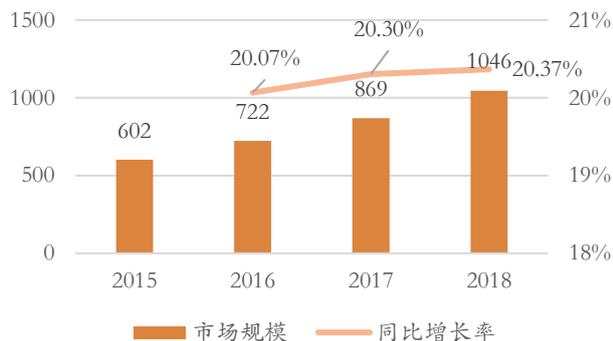
图表8. 我国医用低值耗材市场规模（亿元）



资料来源：医械汇、广证恒生

### 2.1.2. 高值耗材行业仍需技术驱动，处于初始成长期

高值耗材行业仍需技术驱动，处于初始成长期。高值耗材行业在过去几年不断扩大市场规模，增速保持在20%左右。整体而言，高值耗材是技术壁垒较高的行业，目前国内高值耗材市场格局是：国外厂商占据中高端市场，而国内厂商在中低端领域逐渐实现国产替代，营业收入逐渐稳定，同时通过技术的改进革新缩小与国外品牌的差距。故高值耗材行业目前仍处于以拓展技术为主要驱动力的初始成长期，在技术革新的前提下未来仍有极大的市场空间。

**图表9. 我国医用高值耗材市场规模 (亿元)**


资料来源: 医械汇、广证恒生

**图表10. 高值耗材主要细分领域的国产化比例还有较大提升空间**

细分领域	市场规模 (亿元)	国产化比例
心脏支架	100	80%
起搏器	30	10%
骨科创伤	51	70%
骨科脊柱	47	50%
骨科关节	40	30%
血液灌流器	10	90%

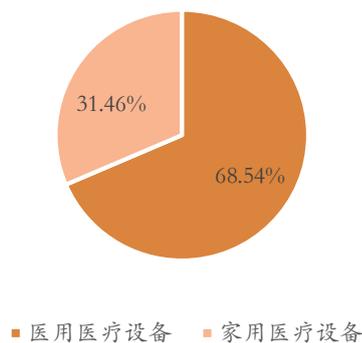
资料来源: 西南证券研究发展中心、广证恒生

### 2.1.3. 医疗设备市场整体增速稳定, 处于由中低端向高端突破的成长期

医疗设备市场整体增速稳定, 处于由中低端向高端突破的成长期。得益于生活水平提高和医疗需求提升, 医疗设备市场逐年增长, 在 2018 年医疗设备市场规模为 3013 亿元, 增速保持 20% 左右。

**图表11. 我国医疗设备市场规模 (亿元)**


资料来源: 医械汇、广证恒生

**图表12. 家用设备与医用设备占比**


资料来源: 中国产业信息网、广证恒生

医疗设备市场中, 医用医疗设备行业过去受益于外国技术涌入和自主技术突破, 目前在医疗设备市场中占比 68.54%, 增速为 17.26%。国内品牌在中低端领域已实现较高的国产化程度, 在高端设备方面也取得了突破。随着医疗需求增加和鼓励医疗器械创新的政策实施, 医用医疗设备预计能够保持目前的高速增长。

家用医疗设备行业在过去的市场规模虽不如医用医疗设备, 占比为 31.46%, 但连年增长, 整体市场规模增速为 26.5%, 高于医用医疗设备。国内市场常由欧美日品牌主导, 但随着家用医疗设备市场规模扩大, 不少国内品牌加入该领域。由于家用医疗设备在精确度和专业性方面略低于医疗设备, 且产品呈现多样化的特征, 预计未来能够以更快的速度进行拓展。

**图表13. 我国医疗设备市场各品牌竞争格局**

领域	零售终端	医院终端	医院销售	
	中低端医疗设备		高端医疗设备	
中低端市场	九安医疗	鱼跃医疗、新华医疗、阳普医疗	东软医疗、万东医疗	威高股份、乐普股份
高端市场	罗氏、强生、欧姆龙	碧迪医疗	雅培、西门子、飞利浦、迈瑞	美敦力

资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

### 2.1.4. 体外诊断是典型的技术驱动型行业，其下各细分领域应再作区别

体外诊断是典型的技术驱动型行业，产业发展的主要驱动力来源于技术的更新，整体为成长期。我国在体外诊断行业的起步较晚，初创期时研发能力较弱，只能依靠引进国外的先进前沿技术进行发展。随着技术渗透和研究能力的提升，国内企业逐渐抢占中低端市场，但目前的市场占有率仍较低，高端市场仍为国外品牌把控。未来随着国家鼓励创新政策和以国产替代进口的相关政策的出台和实施，预计体外诊断行业内技术的革新将持续，国产品牌将进一步提升占有率，整体迈入成长期。

图表14. 我国体外诊断市场规模（亿元）

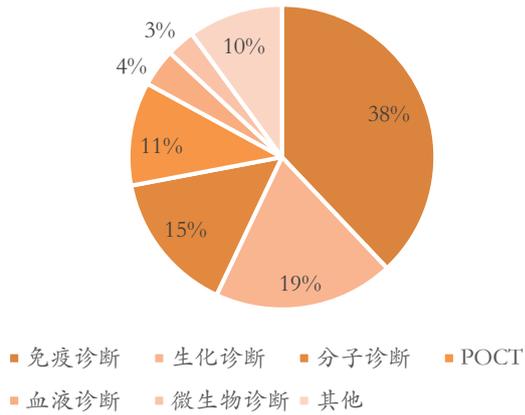


资料来源：医械汇、广证恒生

体外诊断行业下可细分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断等多个领域。其中，生化诊断发展较早，技术要求相对低于其他体外诊断细分领域，目前国内企业已大量涌入中低端市场，毛利率呈下降态势，整体增长乏力，可判断：生化诊断领域逐渐接近成熟期。免疫诊断在体外诊断行业中占比最大，未来在技术革新的前提下有望保持高速增长。分子诊断在国内外均是发展初期，市场规模较小但增长迅速，技术水平依然是促进产业发展的关键因素，随着市场需求的逐渐增大，未来在技术升级的前提条件下能够保持快速增长。

图表15. 我国体外诊断各细分领域市场占比

图表16. 生化诊断领域整体毛利率呈下降趋势



资料来源：医械汇、广证恒生

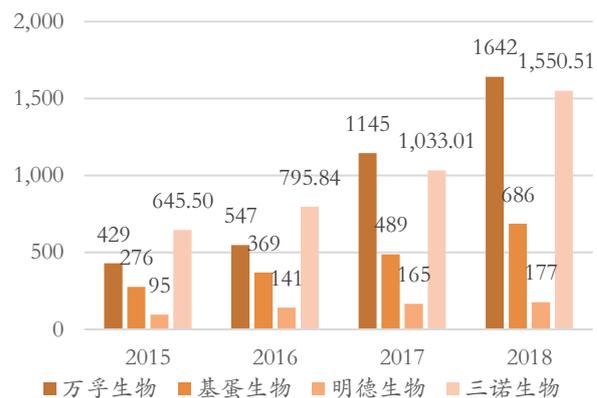


资料来源：Wind、广证恒生

POCT 同样处于发展初期，具有基数小但增速快的发展特点。国内涉及 POCT 的公司较多，虽大多受限于技术水平不足，但能实现一定盈利；专注 POCT 的上市企业近年来保持着较快的业绩增长，未来随着分级诊疗等政策的落实，POCT 预计将获得飞速发展。

**图表17. 我国 POCT 市场规模 (亿元)**


资料来源：中国产业信息网、广证恒生

**图表18. POCT 上市企业营业收入增长 (百万)**


资料来源：Wind、广证恒生

**图表19. 医疗器械行业各细分领域的发展阶段总结**

细分领域		市场规模 (亿元)	同比增长率	发展阶段
低值耗材		641	19.81%	稳定成长期
高值耗材		1046	20.37%	初始成长期
医疗设备	医用医疗设备	2080	17.26%	稳定成长期
	家用医疗设备	934	26.50%	初始成长期
体外诊断	生化诊断	115	3.10%	稳定成长期
	免疫诊断	230	16.70%	稳定成长期
	分子诊断	91	25.90%	初始成长期
	POCT	66	24.35%	初始成长期

资料来源：医械汇、中国产业信息网、前瞻产业研究院、广证恒生

## 2.2. 医疗器械估值方法选用应视具体行业及企业而定

### 2.2.1. 采用 PE 市盈率对实现盈利、发展稳定的细分领域进行估值

PE 市盈率估值方法为最常用的估值方法，基于利润进行计算，能够反映对企业未来发展状况的预期，但使用该方法时需要企业实现正的净利润。在医疗器械细分领域中，低值耗材、医疗设备、生化诊断、免疫诊断、POCT 这 5 个细分领域发展得相对稳定，大多数企业都能实现盈利，故考虑使用 PE 市盈率进行估值。

**低值耗材逐渐稳定，成长性和盈利能力良好。**从发展阶段上看，低值耗材市场技术趋向成熟，竞争格局逐渐稳定，同时近几年均保持 20% 左右的增长率，未来有较大概率保持稳定增长，具有较好成长性，表明目前正处于较为稳定可预测的稳定成长期；从财务指标上看，低值耗材市场中大部分企业实现了正的净利润，盈利能力良好。故可采用基于利润的 PE 市盈率估值。

**医疗设备市场研发投入大，但营业收入及净利润均稳健增长。**医疗设备市场近几年的增速较高，尤其家用医疗设备增速达 26.5%，但技术革新尚未完成，国内企业仍有技术延伸、拓展至高端市场、提升市场

份额的机会。从财务指标上看，虽然医疗设备领域的研发投入明显超出其他细分领域，但整体的营业收入及净利润均稳健增长，且增速较高，故仍可采用基于利润的 PE 市盈率估值。

**图表20. 医疗设备行业整体的营业收入及净利润均稳健增长（百万）**



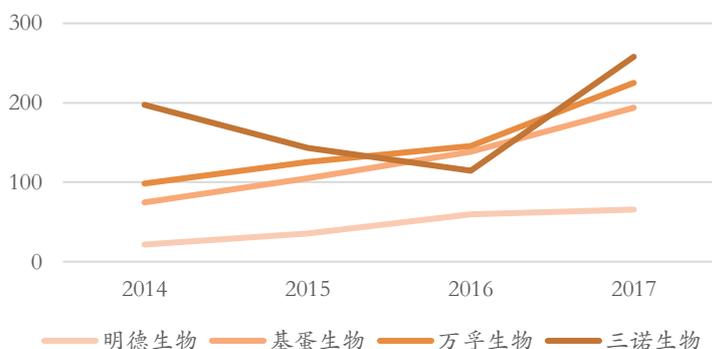
资料来源：Wind、广证恒生

**生化诊断相对成熟，整体盈利能力稳定。**国内生化诊断领域发展较早，同时生化诊断的技术要求相对较低于其他体外诊断细分领域，未来出现技术革新的可能性较小。目前国内企业已大量涌入生化诊断的中低端市场，竞争激烈，毛利率呈下降态势，整体增长乏力，故可判断目前已逐渐接近成熟期，宜用 PE 市盈率进行估值。

**免疫诊断发展空间巨大，净利润稳定增长。**近年来，免疫诊断市场发展极快，目前已跃升体外诊断中份额最大的细分市场，其中化学发光领域市场空间大且增速快，同时研发难度也极高，未来存在国内企业依靠技术替代和相关政策进行快速拓展的可能性，表明免疫诊断处于高速发展的前期。从财务指标上看，虽然免疫诊断的研发投入和增速在体外诊断中最高，但考虑到有营业收入和净利润的高速增长作为基础，基于利润的 PE 市盈率估值仍然适用。

**POCT 领域技术水平尚浅，但已能实现盈利。**目前国内有较多参与 POCT 领域的公司，虽然大多技术水平有限，且面临无法突破高新技术的难题，但在中低端领域具有一定的盈利能力。国内专注于 POCT 的上市企业（为万孚生物、基蛋生物、明德生物及三诺生物）均具备较好的盈利基础。故虽然 POCT 领域由于技术水平尚浅还处于发展初期，但考虑到盈利基础相对稳定，可采用 PE 市盈率估值。

**图表21. POCT 上市企业的净利润变化（百万）**



资料来源：Wind、广证恒生

### 2.2.2. 采用 PS 市销率对研发投入大、盈利尚不稳定的细分领域进行估值

PS 市销率估值方法基于企业的营业收入进行计算，常常作为 PE 市盈率估值的补充，用于对盈利尚不稳定的企业进行估值。

**高值耗材领域的估值需综合考虑研发投入与利润水平。**在医疗器械细分领域中，高值耗材是技术壁垒较高的行业，往往需要占营收比重较高的大量研发投入，因此利润可能受到影响。目前高值耗材仍处于以拓展技术为主要驱动力的初始成长期，在技术革新的前提下未来仍有极大的市场空间。从财务指标上看，高值耗材领域内公司的营业收入保持着相对稳定的上升趋势，但净利润还存在一定的波动；同时考虑到研发投入的增长较为明显，故需综合考虑研发投入增量与利润水平波动，采用基于销售的 PS 市销率估值。

**图表22. 高值耗材领域营收相对稳定,但净利润仍存一定波动 (百万)**



资料来源: Wind、广证恒生

**图表23. 高值耗材研发支出占营收的比重在 2018 年明显上升 (百万)**



资料来源: Wind、广证恒生

### 2.2.3. 采用折现现金流模型 DCF 对分子诊断进行估值

折现现金流模型 DCF 是基于现金流预测的估值方法，计算较为复杂，现金流的预测和贴现率的估计直接影响估值的准确性，常用于评价现金流预测性较强的公司。

**分子诊断目前暂处发展初期，规模尚小但增长迅速，尚未盈利的公司占比较多。**分子诊断领域相关技术的发展时间较短，行业整体处于前期，国内外技术水平差距不大，产业发展的核心仍旧是技术突破性革新。从财务状况来看，目前涉及分子诊断概念的公司较多，但其中大部分非上市公司还不具备坚实的盈利基础，故建议采用针对性较好的折现现金流模型 DCF，依据特定上市公司的业务发展状态预测现金流后进行估值。

### 2.2.4. 估值方法的选择最终应取决于公司的具体的情况

如前文所述，基于科创板上市公司大概率处于成长期、具有一定盈利基础这一情况，以及医疗器械各细分领域的特征，我们认为参考对标公司的 PE、PS 或使用 DCF，是对各个细分领域内的公司而言相对具有普适性的估值方法，具体来讲：PE 用于低值耗材、医疗设备、生化诊断、免疫诊断及 POCT，PS 用于高值耗材，DCF 用于分子诊断。但无论如何，估值方法的选择需落脚于公司的具体情况，对于整体表现与行业平均水平存在较大差异的公司，如业务横跨多个领域、出于某些原因未能实现盈利等，可综合考虑使用

其他估值方法：业务横跨多个领域的，可采用不同方法对各业务进行估值或以主营业务为准；尚未实现盈利但收入已经出现快速增长趋势的，可按 PS 估值；由于研发投入过大等原因导致盈利水平一般的，可引入研发支出、研发占营收的比重等数据进行估值。

## 3. 对标同类上市公司，进行估值评价

### 3.1. 各细分领域市盈率估值区间分析

#### 3.1.1. 低值耗材采用 PE 均值，约 35-45 倍

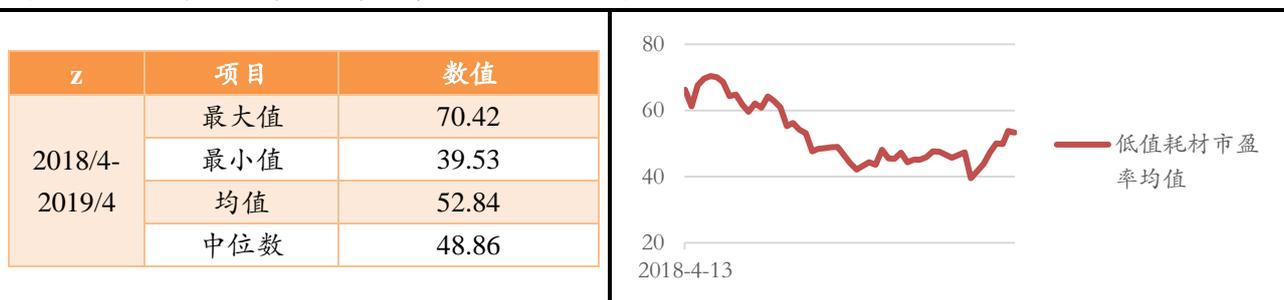
低值耗材相对稳定，采用 PE 均值偏下区间，为 35-45 倍。剔除负值后，低值耗材近期的市盈率区间为 22-193 倍，存在极端大值 193 倍，其余企业的 PE 分布在 22-58 倍，可能由企业的产品结构、业务规模存在差异导致。近一年间，低值耗材整体市盈率均值的分布区间为 35-70 倍，中位数为 48 倍，略小于均值 52 倍，整体估值左偏，且呈现不断下降的趋势。由于发展得较为成熟，行业格局相对稳定，且技术方面产生大突破的可能性较小，因此采用同类上市公司 PE 估值均值的偏下区间，估计为 35-45 倍。

图表24. 低值耗材上市公司市盈率均值统计 (2019.4.17)

交易日期	证券代码	证券简称	主营产品名称	PE(TTM)
2019/04/17	603880.SH	南卫股份	创可贴、敷贴、急救包等	46.67
	603976.SH	正川股份	铝盖、铝塑组合盖等	33.55
	600529.SH	山东药玻	沂蒙安瓿、沂蒙丁基胶塞、沂蒙管瓶等	32.34
	603222.SH	济民制药	安全注射器、非PVC软袋大输液、输液器等	193.37
	300030.SZ	阳普医疗	阳普医疗采血针、阳普医疗持针器、阳普医疗全自动真空采血管脱盖机等	-16.75 (剔除)
	002382.SZ	蓝帆医疗	PVC手套	42.88
	300453.SZ	三鑫医疗	留置导管类、输液输血类、血液净化类、注射类	58.86
	603309.SH	维力医疗	鼻腔检查、导尿包、导尿配件等	54.35
	603987.SH	康德莱	常压旋塞阀、穿刺类医疗器械、单向阀等	23.00
	300677.SZ	英科医疗	标签电极(TAB)、冰冰贴、超级冰袋等	22.64
	300753.SZ	爱朋医疗	鼻腔护理喷雾器、脉搏血氧仪及传感器、微电脑注药泵等	46.12
	603301.SH	振德医疗	疤痕贴、急救包、抗血栓梯度压力带等	27.96
	002950.SZ	奥美医疗	OB片、不粘伤口片、创可贴等	54.84
		<b>最大值</b>	<b>193.37</b>	<b>均值</b>

最小值	22.642	中位数	44.50
-----	--------	-----	-------

资料来源: Wind、广证恒生

**图表25. 低值耗材上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)**


资料来源: Wind、广证恒生

### 3.1.2. 医疗设备分为家用医疗与医用医疗, 分别给予 30-40 及 45-50 倍估值区间

医疗设备分为家用医疗设备及医用医疗设备, 二者采用 PE 方法进行估值时均可使用 PE 均值偏上区间进行估算。

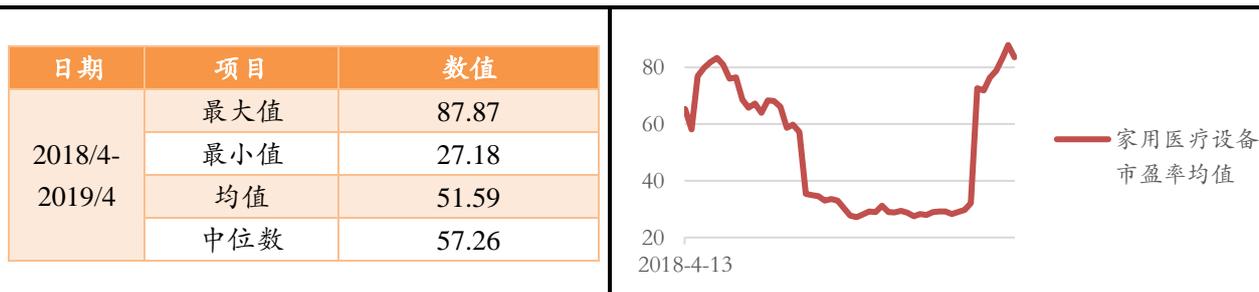
家用医疗设备前景良好, 采用 PE 均值偏上区间, 估计为 30-40 倍。近期家用医疗设备同类上市公司的 PE 分布在 17-272 倍之间, 个体差异较大; 近一年同类上市公司 PE 均值分布区间在 27-87 倍, 整体呈现先下降后快速上升的趋势, 波动相对较大, 均值为 51 倍, 而近期的估值水平已经处于历史高位。考虑到近期久安医疗、戴维医疗以及乐心医疗的估值异常, 我们认为中位数统计意义较平均值更大。从行业发展趋势来看, 家用医疗设备行业目前仍处于快速发展阶段, 营收和净利润增速相对快速增长; 且行业受到关注度愈高, 考虑未来保持快速增长可能性相对较大, 故整体可用 PE 偏上区间估算, 估计为 30-40 倍。

**图表26. 家用医疗设备上市公司市盈率均值统计 (2019.4.17)**

交易日期	证券代码	证券简称	主营产品名称	PE(TTM)
2019/04/17	603579.SH	荣泰健康	按摩垫、按摩椅、背部按摩垫、便携式按摩器等	20.80
	002432.SZ	九安医疗	KD-591 型九安电子血压计、九安测温仪器、九安血糖仪等	272.09
	002614.SZ	奥佳华	按摩居室电器、按摩小电器	24.95
	300314.SZ	戴维医疗	新生儿黄疸治疗床系列、婴儿辐射保暖台系列、婴儿培养箱系列、运输用培养箱系列	101.96
	300326.SZ	凯利泰	KMC 医用球囊扩充压力泵、经皮穿刺针、椎体成形工具包、椎体扩张球囊导管	17.21
	002223.SZ	鱼跃医疗	鱼跃 2000 轮椅车、鱼跃 402AI 超声雾化器、鱼跃 403C 压缩空气式雾化器等	34.54
	300562.SZ	乐心医疗	智能人体秤、智能手表、智能	105.03

			手环、智能血压计	
	最大值	272.09	均值	82.37
	最小值	17.21	中位数	34.54

资料来源: Wind、广证恒生

**图表27. 家用医疗设备上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)**


资料来源: Wind、广证恒生

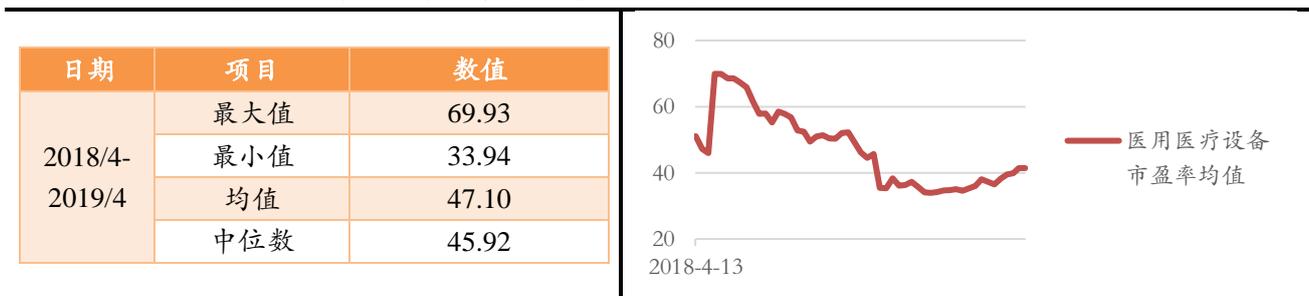
医用医疗设备增长稳定, 估值较为集中, 给予 45-50 倍。对于医用医疗设备而言, 近期市盈率区间为 31-274 倍, 存在极端大值 274 倍, 其余企业的 PE 分布在 31-50 倍。同类上市公司的 PE 均值经过短时间上升后缓慢下降, 区间为 33-70 倍, 中位数与均值十分接近, 为 46-47 倍。目前营业收入及净利润稳步增长, 未来可能受益于政策, 近期市场对医用医疗设备的估值有所上升, 估计为 45-50 倍。

**图表28. 医用医疗设备上市公司市盈率均值统计 (2019.4.17)**

交易日期	证券代码	证券简称	主营产品名称	PE(TTM)
2019/04/17	600055.SH	万东医疗	万东常规 X 射线诊断设备、万东齿科综合治疗机、万东磁共振成像系统等	53.64
	000915.SZ	山大华特	山大华特臭氧发生器、山大华特二氧化氯发生器、山大华特二氧化氯消毒剂等	44.99
	300434.SZ	金石东方	“快克”复方氨酚烷胺胶囊、“快克啉”多潘立酮片、“快克露”愈美甲麻敏糖浆、“小快克”小儿氨酚黄那敏颗粒、缠绕钢丝增强管生产线、钢带增强聚乙烯螺旋波纹管成套设备、钢带增强塑料管生产线等	31.03
	300206.SZ	理邦仪器	CBS 系列经颅多普勒诊断系统、CBS-USB 便携式经颅多普勒血流分析仪、MFM-CNS 产科中央监护系统等	47.82
	300246.SZ	宝莱特	AnyView A5 插件式监护仪、AnyView A6 插件式监护仪、AnyView A8 插件式监护仪、BLT-1203A 数字便携式心	33.73

			电图机、BLT-870 电子阴道镜等	
	300273.SZ	和佳股份	DR、放射性粒子治疗计划系统、介入热化疗灌注系统、冷极射频肿瘤治疗机、免疫治疗系统等	50.01
	600587.SH	新华医疗	新华 XG2.H 型环氧乙烷灭菌器、新华放射治疗设备、新华消毒液、新华医疗 DDR 直接数字成像系统等	274.53
	300633.SZ	开立医疗	便携彩超、便携黑白超声、电子内镜系统、宫腔监视系统、全自动五分类血液细胞分析仪等	43.92
	300760.SZ	迈瑞医疗	便携式彩超、除颤仪、吊塔吊桥、化学发光免疫分析仪、监护仪、麻醉剂等	41.76
	<b>最大值</b>	<b>274.53</b>	<b>均值</b>	<b>69.05</b>
	<b>最小值</b>	<b>31.03</b>	<b>中位数</b>	<b>44.99</b>

资料来源：Wind、广证恒生

**图表29. 医用医疗设备上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)**


资料来源：Wind、广证恒生

### 3.1.3. 体外诊断大多可以同类上市公司的 PE 均值作为参考

体外诊断分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断及 POCT，其中除分子诊断外均采用 PE 方法估值，可以同类上市公司的 PE 均值作为参考。

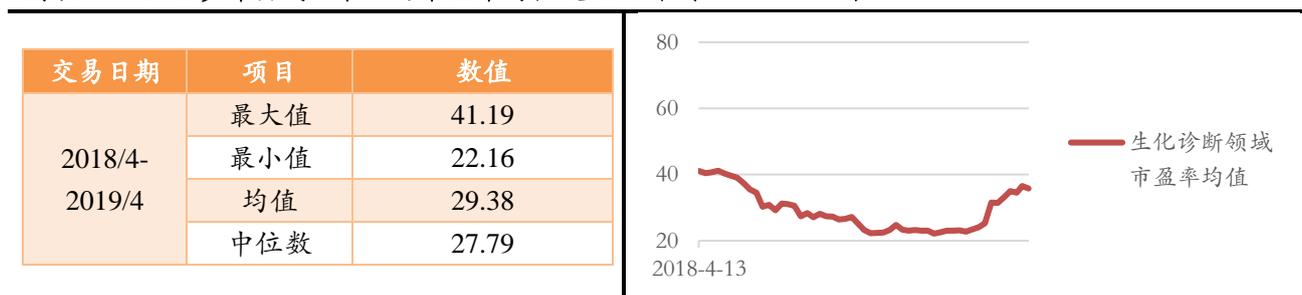
生化诊断竞争加剧，未来可能增长乏力，给予 20-25 倍估值区间。生化诊断同类上市公司的 PE 均值整体变化平缓，并未出现较大的波动，区间为 22-41 倍，均值为 29 倍；近期的 PE 分布在 23-67 倍，但大多处在 20-30 倍之间，整体 PE 略有回升。目前生化诊断市场已形成毛利率下降、竞争加剧的态势，故虽然近期 PE 倍数略有回升，但长期而言，生化诊断行业整体在大概率下会处于增长乏力的状态，估计为 20-25 倍。

**图表30. 生化诊断领域上市公司市盈率均值统计 (2019.4.17)**

交易日期	证券代码	证券简称	主营产品名称	PE(TTM)
2019/04/17	300289.SZ	利德曼	多项定制血清试剂、肝功类检测项目试剂、化学分析服务、化学合成服务、抗体技术服务等	66.90
	300396.SZ	迪瑞医疗	迪瑞医疗 BF-6880 全自动五分类血液细胞分析仪、迪瑞医疗 CS-1300 全	25.47

		自动生化分析仪等		
	300406.SZ	九强生物	九强低密度脂蛋白胆固醇诊断试剂、九强高密度脂蛋白胆固醇诊断试剂、九强胱抑素 C 诊断试剂等	28.74
	300439.SZ	美康生物	试剂原料、体外生化诊断试剂、体外生化诊断仪器、医学诊断服务	23.96
	<b>最大值</b>	<b>66.90</b>	<b>均值</b>	<b>36.27</b>
	<b>最小值</b>	<b>23.96</b>	<b>中位数</b>	<b>27.11</b>

资料来源：Wind、广证恒生

**图表31. 生化诊断领域上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)**


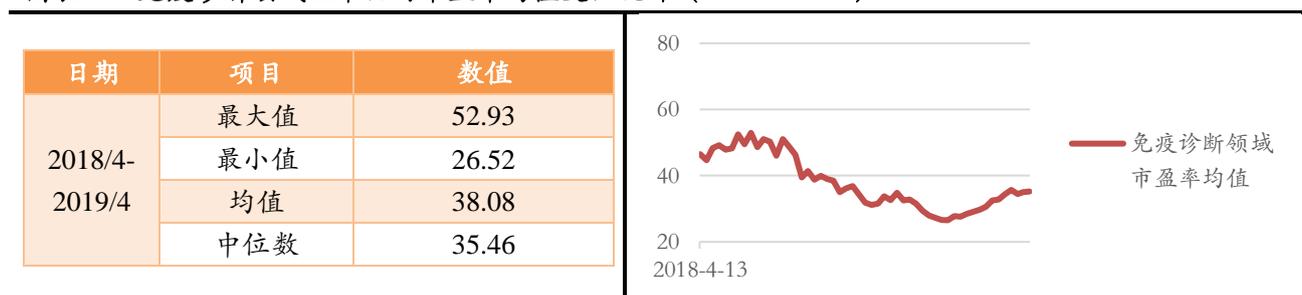
资料来源：Wind、广证恒生

免疫诊断市场空间大且增速快，给予 PE 均值偏上区间，为 35-45 倍。免疫诊断行业中上市公司的 PE 分布区间为 26-52 倍，先降后升、变化平缓，均值为 38 倍；近期 PE 在 26-47 倍，均值为 34 倍，略有回升。目前免疫诊断行业处于技术革新带动产业高速发展的前期，市场空间大且增速快，同时考虑到未来可能受益于政策，故以 PE 偏上区间进行估算，为 35-45 倍。

**图表32. 免疫诊断领域上市公司市盈率均值统计 (2019.4.17)**

交易日期	证券代码	证券简称	主营产品名称	PE(TTM)
2019/04/17	300642.SZ	透景生命	体外诊断试剂	28.53
	603658.SH	安图生物	板式化学发光检测试剂、磁微粒化学发光检测试剂、检验仪器、胶体金检测试剂等	46.92
	300463.SZ	迈克生物	体外诊断产品	26.64
	<b>最大值</b>	<b>46.92</b>	<b>均值</b>	<b>34.03</b>
	<b>最小值</b>	<b>26.64</b>	<b>中位数</b>	<b>28.53</b>

资料来源：Wind、广证恒生

**图表33. 免疫诊断领域上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)**


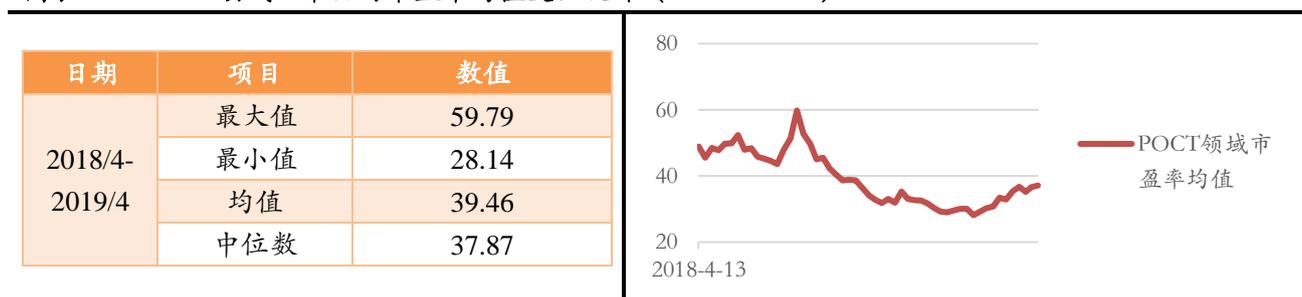
资料来源: Wind、广证恒生

POCT 行业发展空间巨大, 享受 35-45 倍估值区间。POCT 整体 PE 为体外诊断的各个细分领域中的较高值, 区间为 28-60 倍, 均值为 39 倍, 近期处于波动回升的状态, 分布于 23-53 倍。由于 POCT 发展时间较短, 技术不够成熟, 目前尚处于发展早期, 且未来可能受益于政策和技术发展。考虑到国内外技术水平相近且暂未出现技术方面的突破性发展, 故采用 PE 的均值进行估值, 估计为 37-48 倍。

**图表34. POCT 领域上市公司市盈率均值统计 (2019.4.17)**

交易日期	证券代码	证券简称	主营产品名称	PE(TTM)
2019/04/17	603387.SH	基蛋生物	肾脏疾病诊断 POCT 试剂、生化试剂、心血管疾病诊断 POCT 试剂、血糖检测 POCT 试剂等	34.13
	300482.SZ	万孚生物	多通道免疫荧光检测仪、检测试剂杯型、检测试剂笔形、检测试剂卡型、检测试剂条形、免疫荧光检测仪、全自动免疫荧光检测仪、血糖仪	38.55
	002932.SZ	明德生物	明德生物 C 肽 (C-Peptide) 检测试剂盒 (免疫层析法)、明德生物 D-二聚体 (D-Dimer) 检测试剂盒 (胶体金方法) 等	53.22
	300298.SZ	三诺生物	安稳血糖仪、安准血糖仪、尿微量白蛋白检测试条、血糖/尿酸双功能检测仪、智能血糖仪	23.78
	<b>最大值</b>	<b>53.22</b>	<b>均值</b>	<b>37.42</b>
	<b>最小值</b>	<b>23.78</b>	<b>中位数</b>	<b>36.34</b>

资料来源: Wind、广证恒生

**图表35. POCT 领域上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)**


资料来源: Wind、广证恒生

### 3.2. PS 市销率估值区间

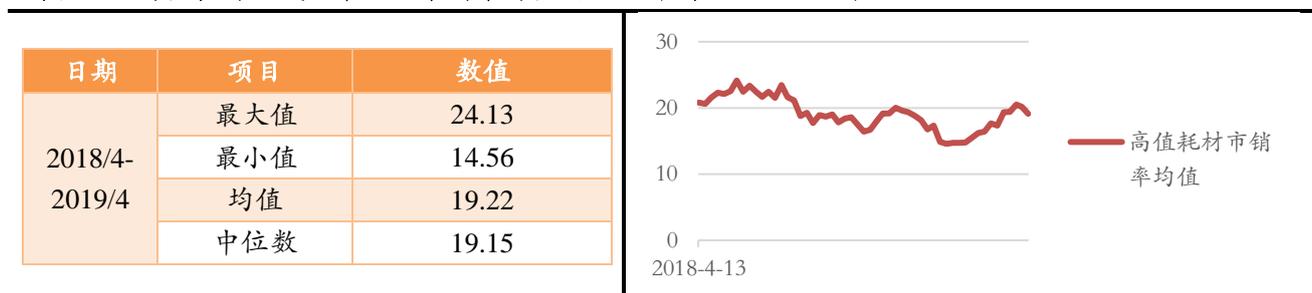
高值耗材采用 PS 中值进行估值, 估计为 17-20 倍。高值耗材同类上市公司的 PS 分布于 14-24 倍区间内, 中位数与均值非常接近, 为 19 倍。但需注意的是: 高值耗材行业内各公司的市销率并非在区间内相对平均分布的, 而是体现出上下两级分化的特点, 高值在 18-26 倍, 低值在 7-10 倍, 表明高值耗材公司的市

销率表现可能存在较大的个体差异或产品差异。整体来看，高值耗材行业的研发投入相对较大，但目前营收整体趋势为快速上升，并且未来存在可能技术延伸的可能性。同时考虑到目前同类上市公司的 PS 分布存在两极分化的特征，故使用 PS 估值整个区间的中值，估计为 17-20 倍。

**图表36. 高值耗材领域上市公司市销率均值统计 (2019.4.17)**

交易日期	证券代码	证券简称	主营产品名称	PS
2019/04/17	300238.SZ	冠昊生物	生物型硬脑（脊）膜补片、无菌生物护创膜（膜类）、胸普外科修补膜（B型）（膜类）、胸普外科修补膜（P型）（膜类）	9.76
	300143.SZ	星普医科	第二代头部伽玛刀、第一代头部伽玛刀、体部伽玛刀、医疗服务	9.75
	300529.SZ	健帆生物	冠状动脉药物支架系统、呼吸系统用药、基层医院合作共建、精准医疗、抗微生物药等	22.49
	300595.SZ	欧普康视	DX-10 型血液净化机、血液灌流机、一次性使用血浆胆红素吸附器、一次性使用血液灌流器等	26.11
	300653.SZ	正海生物	骨针、线缆、脊柱接骨板（前路）、脊柱内固定器（后路）、空心钉、颅骨修复钛网系列等	19.35
	300003.SZ	乐普医疗	海奥骨修复材料、海奥口腔修复膜、海奥生物膜、海孚皮肤修复膜等	7.54
	002901.SZ	大博医疗	华锥-圆锥角膜/散光镜、镜特舒冲洗液、梦戴维 Classic-角膜塑形镜、梦戴维 Plasma-角膜塑形镜等	18.87
	<b>最大值</b>	<b>26.11</b>	<b>均值</b>	<b>16.27</b>
	<b>最小值</b>	<b>7.54</b>	<b>中位数</b>	<b>18.87</b>

资料来源：Wind、广证恒生

**图表37. 高值耗材领域上市公司市销率均值变化统计 (2018.4-2019.4)**


资料来源：Wind、广证恒生

### 3.3.DCF 估值对现金流预测要求严格

DCF 针对性较强，无法直接对标同类上市公司，关键在了解企业、确定现金流情况。在 DCF 估值中，

首先需要对未来流入企业的现金流进行预测，其次将现金流分别以一定比率折回加总，进行估值。DCF 的专业性及针对性较强，无法直接对标同类上市公司的现金流情况，而需要尽可能多地研究企业及其所在细分行业，从而完成对关键的未来现金流的判断与预测。

## 4. 估值实例：冲击科创板的医疗器械代表公司估值

### 预测

我们对截至 2019 年 4 月 12 日上交所已受理企业中专注于医疗器械行业中相关细分领域的代表公司进行估值，分别是：扎根于高值耗材领域中血管介入市场的赛诺医疗，专注于医用医疗设备领域中医学影像市场的贝斯达医疗，及跨免疫诊断及 POCT 两个细分领域的热景生物。

#### 4.1. 赛诺医疗：高研发投入的高值耗材公司典型

根据招股说明书及上市保荐书，赛诺医疗专注于高端介入医疗器械研发、生产、销售，产品管线涵盖心血管、脑血管、结构性心脏病等介入治疗重点领域，是以自主知识产权医疗器械研究和开发为核心，集研发、生产、营销为一体的高科技企业，目前拥有的核心产品是自主研发设计的、拥有国际知识产权的 BuMA 生物降解药物涂层冠脉支架系统，并且已形成了具有安全自主知识产权的研发产品管线。公司采用预计市值不低于人民币 15 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15% 的上市标准。

图表38. 赛诺医疗主要财务数据

项目	2016	2017	2018
营业收入 (万元)	26,561.42	32,200.47	38,042.21
同比增长率	-	21.23%	18.14%
净利润 (万元)	2,865.05	6,614.58	8,919.04
同比增长率	-	130.87%	34.84%
毛利率	85.57%	83.84%	82.31%
净利率	10.79%	20.54%	23.45%
EPS	0.14	0.29	0.25
研发投入占营业收入的比例	35.26%	31.80%	34.17%

资料来源：赛诺医疗招股说明书及上市保荐书、广证恒生

从公司的主要财务数据来看，公司的研发投入较大，研发投入占营业收入的比例远超过同类上市公司的数据（一般在 6%-10% 之间），导致公司的净利润受到挤压，毛利率和净利率间差别较大。此外，公司的营收增速及净利润增速可观，毛利率较高。从公司的主营业务及研发水平来看，公司专注高值耗材领域中的血管介入市场，整体研发水平较强且产品实用性强，专利技术领先。采用 PS 估值方法：同类上市公司的 PS 均值为 17-20 倍。

## 4.2. 贝斯达医疗：盈利能力稳定的医用医疗设备企业

根据招股说明书及上市保荐书，贝斯达医疗长期致力于大型医学影像诊断设备的研发、生产和销售，是一家集研发、制造、销售、服务为一体的大型医学影像诊断设备提供商，目前掌握多项大型医学影像设备领域的核心技术并应用于核心产品如磁共振成像系统、医用 X 射线设备、彩色超声诊断系统、核医学设备以及医疗信息化软件，在磁共振成像系统领域具有明显的竞争优势，持有的有效产品注册证书处于行业前列，产品线丰富，品类齐全。公司采用预计市值不低于人民币 10 亿元，近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元的上市标准。

**图表39. 贝斯达医疗主要财务数据**

项目	2016	2017	2018
营业收入 (万元)	35,621.54	41,515.85	47,118.33
同比增长率	-	16.55%	13.49%
净利润 (万元)	9,330.92	10,292.51	10,769.76
同比增长率	-	10.31%	4.64%
毛利率	46.60%	47.13%	46.81%
净利率	26.19%	24.79%	22.86%
EPS	0.27	0.29	0.29
研发投入占营业收入的比例	5.87%	6.16%	9.50%

资料来源：贝斯达医疗招股说明书及上市保荐书、广证恒生

从公司的主要财务数据来看，虽然 2017 年及 2018 年的营业收入增长率和净利润增长率略有下滑，但毛利率和净利率均相对较高；研发投入占营业收入的比例在医用设备细分领域中也处于较高水平。从公司的主营业务及研发水平来看，公司专注于医疗设备市场中的医用医疗器械领域，掌握有医学影像设备领域的关键核心技术，并在所处细分中具有突出市场地位，成长性及盈利能力良好。采用 PE 估值方法：依据同类上市公司的 PE 得出估值区间为 45-50 倍。

## 4.3. 热景生物：跨免疫诊断及 POCT 的生物高新技术企业

根据招股说明书及上市保荐书，热景生物持续聚焦医学与公共安全检测领域诊断技术平台的创新与产业化，核心产品为满足不同临床需求的全自动化学发光免疫分析设备和全定量 POCT 设备及配套检测试剂产品，主要应用于肝癌肝炎、心脑血管疾病、感染诊断等临床医学领域，和生物反恐、食品安全、疾控应急等公共安全领域。公司的核心技术均为自主研发或产学研合作研发，核心技术权属清晰，部分技术达到国际先进水平，并能够利用核心技术从事生产经营。公司拟采用预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元的上市标准。

**图表40. 热景生物主要财务数据**

项目	2016	2017	2018
营业收入 (万元)	12,219.58	14,208.90	18,712.31
同比增长率	-	16.28%	31.69%
净利润 (万元)	2,879.95	3,007.23	4,818.77
同比增长率	-	4.42%	60.24%
毛利率	76.04%	74.08%	73.34%
净利率	23.57%	21.16%	25.75%
EPS	0.61	0.6	0.8
研发投入占营业收入的比例	10.88%	11.00%	9.82%

资料来源：热景生物招股说明书及上市保荐书、广证恒生

从公司的主要财务数据来看，2018 年的营收增长率和净利润增长率较 2017 年有大幅提升，毛利率和净利率也保持在较高水平上，同时研发投入在细分领域中也是较高水平。从公司的主营业务及研发水平来看，公司主要产品为全自动化学发光免疫分析设备和全定量 POCT 设备及配套检测试剂，跨免疫诊断及 POCT 两个细分领域，目前已掌握了具有自主知识产权且业内领先的核心技术，权属清晰，具备持续创新能力和突破关键核心技术的基础和潜力，具有良好的成长性，采用 PE 估值方法：由于热景生物未按照细分领域进行主营业务收入的划分，同时免疫诊断及 POCT 两个细分领域均可采用 PE 进行估值且倍数相近，故依据两个细分领域的 PE 均值得出估值区间为 35-45 倍。

## 5. 风险提示

- 1) 医疗器械行业政策性风险：医改政策的变化及科创板相关政策导向的变化会对医疗器械行业及医疗器械企业的估值造成较大影响
- 2) 科创板上市进度不及预期

数据支持：朱茜



廣證恒生

GUANGZHENG HANG SENG

### 新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

### 团队成员：

**袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：**长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

**赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：**英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

**温朝会（新三板副团队长）：**南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

**黄莞（新三板副团队长）：**英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

**司伟（新三板高端装备行业负责人）：**中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

**魏也娜（新三板TMT行业高级研究员）：**金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

**刘锐（新三板医药行业高级研究员）：**中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

**胡家嘉（新三板医药行业研究员）：**香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

**田鹏（新三板教育行业研究员）：**新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

**于栋（新三板高端装备高级行业研究员）：**华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

**史玲林（新三板大消费行业研究员）：**暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早幼教、母婴、玩具等消费领域。

**李嘉文（新三板主题策略研究员）：**暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

### 联系我们：

邮箱：[lubinbin@gzgzhs.com.cn](mailto:lubinbin@gzgzhs.com.cn)

电话：020-88832292



#### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

#### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

#### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

#### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。