

2019 年 6 月 27 日

科创板医药生物系列之二十二：祥生医疗
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	167	272	327
(+/-)		62.7%	20.4%
营业利润	26	72	107
(+/-)		170.8%	49.2%
归属母公司净利润	30	64	95
(+/-)		110.2%	48.4%
EPS（元）	0.61	1.07	1.58

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

● **科创板已受理企业名单中，医药生物占据 31 席。**截止 6 月 26 日，科创板已受理企业达 131 家，其中医药生物公司占 31 席，分别为：微芯生物、南微医学、心脉医疗等。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——祥生医疗。祥生医疗的主营业务为超声医学影像设备的研发、制造和销售。

● **公司主营超声医学影像设备。**公司成立于 1996 年，专注于超声医学影像设备的研发、生产和销售。公司系国内较早从事超声医学影像技术国产化的企业，可为客户提供从高端彩超到黑白超、从全身一体机到专科超声设备、从推车式到便携式设备在内的各类超声医学影像设备。2018 年国内超声医学影像设备市场规模 40,482 台/套，公司产品在国内市场销售 1,644 台/套，市场份额为 4.06%，且 2018 年公司超声设备出口排名居国内品牌第三。

● **国内超声医学影像设备市场增速较快。**在全球老龄化加深、疾病发病率提升、超声医学在临床应用的延伸和细分化等因素的推动下，近年来全球超声医学影像设备市场保持稳定发展态势。2016 年全球超声医学影像设备市场规模为 159,760 台/套，至 2022 年预计增长至 282,671 台/套，年复合增长率为 10.00%。2016 年我国超声医学影像设备市场规模为 28,449 台/套，至 2022 年预计增长至 60,376 台/套，年复合增长率高达 13.40%，远高于同期全球市场增速。

● **营收和利润增速较快，盈利能力较强。**2016-2018 年公司收入增长较快，2018 年实现营业收入 32697 万元，三年复合增长率达到 39.95%；2018 年公司实现归母净利润 9506 万元、扣非净利润 9124 万元。2016-2018 年间，公司销售毛利率、公司销售净利率和 ROE 都逐年上升，2018 年分别达到 61.15%、29.07%和 45.45%。总体来看，公司盈利能力较强。

● **风险提示：**研发风险；市场竞争风险；产品结构单一风险。

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

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	3
3. 公司主营业务分析.....	5
4. 公司财务状况分析.....	6
6. 公司募投项目情况.....	8
7. 风险提示.....	9

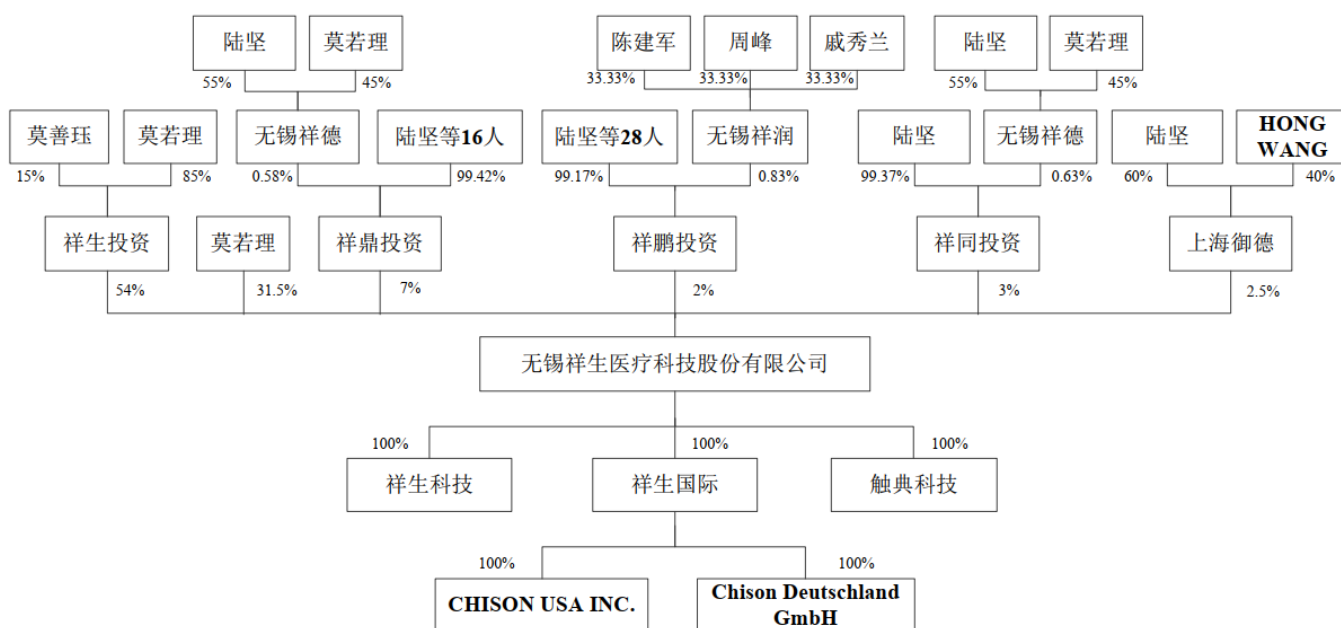
图表目录

图表 1：公司股权结构.....	3
图表 2：2016-2022 年全球超声医学影像设备市场规模.....	4
图表 3：2016-2022 年我国超声医学影像设备市场规模.....	4
图表 4：公司主要产品.....	5
图表 5：公司主营业务构成.....	6
图表 6：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）.....	6
图表 7：2016-2018 年公司盈利能力分析.....	7
图表 8：2016-2018 年公司研发投入情况.....	7
图表 9：2016-2018 年公司资产负债状况.....	8
图表 10：可比公司估值分析.....	8
图表 11：公司募集资金用途.....	9

1. 公司概况

祥生医疗成立于 1996 年，专注于超声医学影像设备的研发、制造和销售，为国内外医疗机构、科研机构、战略合作伙伴等提供各类超声医学影像设备和专业的技术开发服务，辅助医师进行疾病检测和病情诊断。公司控股股东为祥生投资，实际控制人为莫善珏、莫若理及陆坚，三人直接及间接合计持有发行人 5,680.26 万股股份，占发行人发行前股本总额的 94.68%。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2. 公司所处行业分析

在全球老龄化加深、疾病发病率提升、超声医学在临床应用的延伸和细分化等因素的推动下，近年来全球超声医学影像设备市场保持稳定发展态势。据 Signify Research 数据显示，2016 年全球超声医学影像设备市场规模为 159,760 台/套，至 2022 年预计增长至 282,671 台/套，年复合增长率为 10.00%。

与国外发达国家相比，我国超声医学影像介入临床应用时间较晚，但基于我国庞大的医疗诊断需求、日益完善的卫生医疗体系建设、人民逐步增长的疾病防控意识、以及超声设备独有的低成本、无辐射、无创伤、临床应用广等优势，近年来我国超声医学影像设备市场迅速增长。据 Signify Research 数据显示，2016 年我国超声医学

影像设备市场规模为 28,449 台/套，至 2022 年预计增长至 60,376 台/套，年复合增长率高达 13.40%，远高于同期全球市场增速。近年来，国内超声医学诊断设备企业快速发展，基础技术能力已与国外先进水平日益趋近，进口替代进程加速。超声医学诊断的应用领域逐步拓展，临床应用范围和市场需求不断扩大，并且朝着便携化、人工智能及互联网等方向发展。

图表 2：2016-2022 年全球超声医学影像设备市场规模



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 3：2016-2022 年我国超声医学影像设备市场规模



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

3. 公司主营业务分析

公司主营业务为超声医学影像设备研发、制造、销售及相关技术服务。公司系国内较早从事超声医学影像技术国产化的企业，多年来坚持自主研发的技术理念，现已掌握了从二维超声、三维超声到四维超声，从探头核心部件、图像处理算法、图像分析软件到整机设计开发，从临床应用专科化、设备便携化到人工智能云平台解决方案在内的全套超声医学影像的核心技术，可为客户提供从高端彩超到黑白超、从全身一体机到专科超声设备、从推车式到便携式设备在内的各类超声医学影像设备。

根据 Signify Research 的数据测算，2018 年国内超声医学影像设备市场规模 40,482 台/套，公司 2018 年国内市场销售 1,644 台/套，市场份额为 4.06%。目前公司产品已远销国内外 100 多个国家和地区，成为全球超声医学影像设备行业的主要制造商之一，2018 年公司超声设备出口排名居国内品牌第三。

图表 4：公司主要产品

产品类型	主要产品型号	产品简介及用途	图示
全数字彩超	1、便携式彩超 SonoBook 笔记本系列 EBit 系列 Q 系列 ECO 5/ ECO 6 SonoTouch 系列 Site~Rite*80	全身型应用机，被广泛的应用于腹部、心血管、妇产科、泌尿科、小器官、PICC 置管、ICU、POC、介入诊断和治疗等科室的临床检查。图像质量优异，功能丰富，工作流程简单方便操作，机身小巧，重量轻，方便移动，极大地方便了医生的工作	
	2、推车式彩超 CBit 系列 QBit 系列 iVis 系列 i 系列 XBit 系列	全身型应用机，被广泛的应用于腹部、妇科、产科、泌尿科、心血管系统、外周血管系统、小器官系统等。先进的图像技术、强大的性能、简单方便的工作流、广泛的临床应用、人体工程学设计，给用户最舒适的使用体验	
黑白超声	ECO1/ ECO 2/ ECO 3/ ECO 3 EXPERT	黑白超声能清晰显示组织器官的二维断面信息，能够满足大部分常规的临床检查需求，具有高性价比等优点，被广泛用于日常体检和临床诊断	

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 5：公司主营业务构成

单位：万元

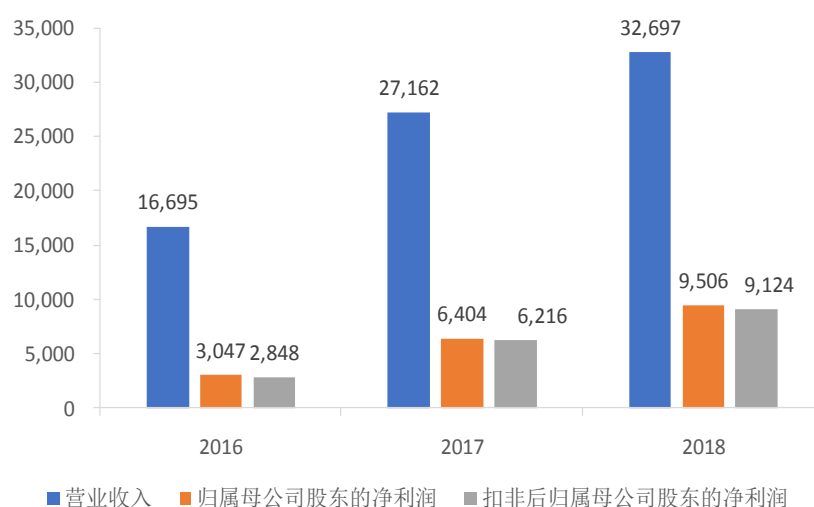
产品类别	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主机	31,685.03	96.91%	24,945.26	91.84%	16,198.29	97.02%
其中：彩超	26,908.66	82.30%	20,536.62	75.61%	12,522.22	75.01%
黑白超	4,776.38	14.61%	4,408.64	16.23%	3,676.07	22.02%
配件及其他	745.72	2.28%	561.84	2.07%	496.76	2.98%
技术服务费	265.82	0.81%	1,655.35	6.09%	-	-
合计	32,696.57	100.00%	27,162.44	100.00%	16,695.05	100.00%

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

4. 公司财务状况分析

2016-2018 年间，公司收入和利润均实现较快增长。公司 2018 年实现营业收入 32697 万元，三年复合增长率达到 39.95%；归母净利润和扣非净利润分别达到 9506 万元和 9124 万元，三年复合增长率分别为 76.63%和 78.99%。

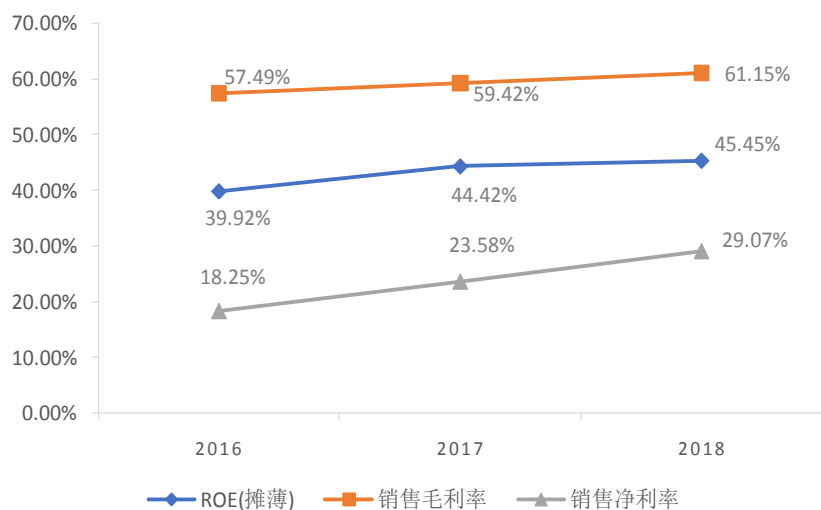
图表 6：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 年间，公司销售毛利率、公司销售净利率和 ROE 都逐年上升，2018 年分别达到 61.15%、29.07%和 45.45%。总体来看，公司盈利能力较强。

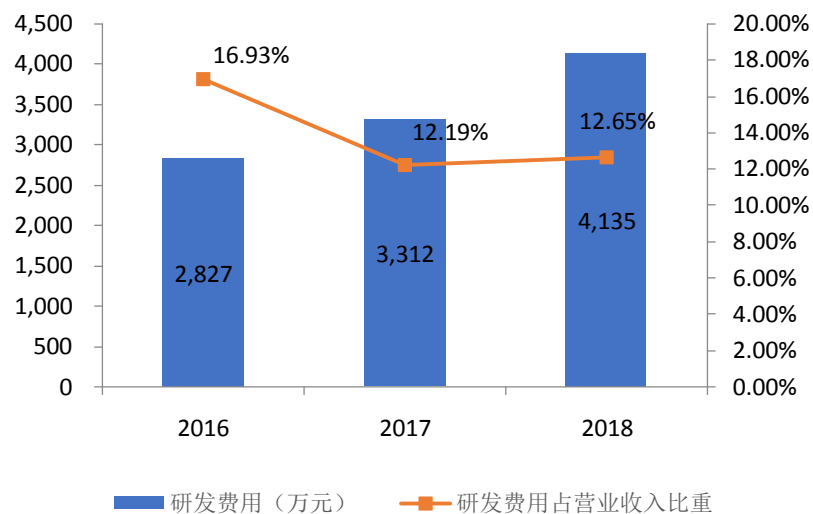
图表 7：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

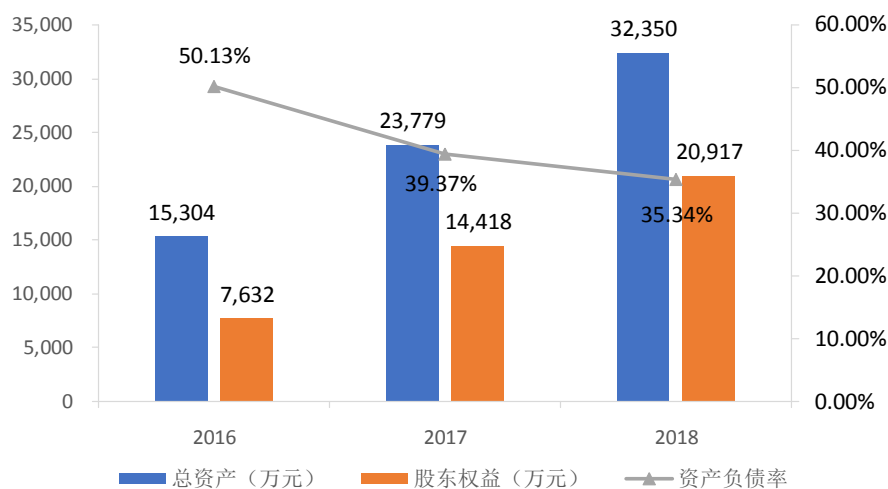
2016-2018 年间，公司的研发支出稳定增长，2018 年达到 4135 万元，占营业收入比重为 12.65%。近三年公司总资产持续增长，2018 年达到 3.24 亿元，股东权益增长至 2.09 亿元，资产负债率为 35.34%。

图表 8：2016-2018 年公司研发投入情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 9：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

5. 可比公司估值分析

考虑到公司的产品类型及业务模式等方面，我们选取迈瑞医疗、开立医疗和理邦仪器作为可比上市公司。从估值角度来看，可比公司的平均估值水平在 45 倍左右。

图表 10：可比公司估值分析

公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300760 迈瑞医疗	158.25	1,924	3.22	3.76	4.59	49.1	42.1	34.4
300633 开立医疗	28.50	114	0.61	0.83	1.08	46.8	34.2	26.4
300206 理邦仪器	6.90	40	0.18	0.29	0.41	38.9	23.8	16.8
平均值						44.9	33.4	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（数据日期为 2019 年 6 月 27 日）

6. 公司募投项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行股票数量不超过 2000 万股，不低于本次发行完成后股份总数的 25%。募集资金扣除发行费用后拟投资于以下项目。

图表 11：公司募集资金用途

单位：万元

序号	项目名称	项目 总投资	募集资金投 资额	项目备案情况	环评批复情况
1	超声医学影像设备 产业化项目	26,329.09	26,329.09	锡新行审投备 [2019]171 号	锡环表新复 [2019]123 号
2	研发创新及营销运 营基地建设项目	39,014.68	39,014.68	锡新行审投备 [2019]172 号	锡环表新复 [2019]124 号
3	创新与发展储备资 金	30,000.00	30,000.00	-	-
合计		95,343.77	95,343.77	-	-

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

7. 风险提示

- 1) 研发风险；
- 2) 市场竞争风险；
- 3) 产品结构单一风险。

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>