

2019 年 7 月 3 日

科创板询价报告之心脉医疗

医药生物

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	231.13	311.53	405.42	517.09
(+/-)	40.0%	34.8%	30.1%	27.5%
营业利润	104.85	145.06	191.58	242.12
(+/-)	41.8%	38.4%	32.1%	26.4%
归属母公司净利润	90.65	126.46	166.96	210.96
(+/-)	43.0%	39.5%	32.0%	26.4%
EPS（元）	1.68	1.76	2.32	2.93

资料来源：Wind、华鑫证券研发部

建议询价区间：[70.76, 91.99]元/股

● **主动脉介入医疗器械领域的龙头企业。**公司成立于 2012 年，主要从事主动脉介入及外周血管介入医疗器械的研发、制造和销售。公司主要产品为主动脉覆膜支架系统，营收占比在 80% 左右，覆盖胸主动脉支架以及腹主动脉支架。2018 年公司在我国主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二，国产品牌中市场份额排名第一。公司重视研发，研发支出占营业收入比重保持在 20% 以上，目前已有 9 款产品取得了国内医疗器械产品注册证，有多分支胸主动脉覆膜支架系统、外周球囊扩张导管等多项在研产品储备，公司产品管线不断丰富。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 5 月 15 日发布的报告《科创板医药生物系列之十三：心脉医疗》）。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司 2018 年实现营业收入 2.31 亿元，同比增长 40.0%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 43.0%；2018 年公司毛利率为 78.8%，净利率为 39.2%，ROE 为 41.9%，资产负债率为 19.6%，总体经营状况良好，盈利能力较强。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 3.12 亿元、4.05 亿元和 5.17 亿元；实现归母净利润分别为 1.26 亿元、1.67 亿元和 2.11 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。我们采用历史估值参考法、相对估值 PE 法和绝对估值 DCF 法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司具体情况，分别给予三种估值方法不同的权重。综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 55.5 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 56.9 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 63.4 亿元。我们分别给予历史估值参考法 20% 权重、PE 估值法 50% 权重、DCF 估

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>

值法 30%权重，最终得出公司当前估值约为 58.6 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 1800 万股，公司发行后总股本为 7198 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 81.37 元/股，建议询价区间为[70.76, 91.99]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

目录

1. 历史估值参考法分析	4
2、相对估值 PE 法分析	4
3、绝对估值 DCF 法分析	5
4、估值及询价分析	6

图表目录

图表 1：公司近年融资历程	4
图表 2：公司历史估值溢价分析	4
图表 3：可比公司估值水平	5
图表 4：PE 估值分析	5
图表 5：DCF 估值参数	6
图表 6：公司估值测算与询价分析	6

1. 历史估值参考法分析

从历年融资情况来看，2017 年 9 月，公司完成股权转让后投后估值达到 18.50 亿元，如果我们根据公司 2017 年的实际净利润数据来进行测算，对应的当时 PE 估值在 30 倍左右，而二级市场给予医疗器械行业相关公司的估值达 40 倍左右，显著高于一级市场的估值水平，溢价率达 30%。从公司成长性来看，公司 2017 年实现营业收入为 1.65 亿元，2018 年达到 2.31 亿元，同比增长 40%，预计公司未来几年仍有望保持快速增长。综合分析来看，从公司的成长性角度，以及二级市场相对于一级市场的估值溢价，我们在公司 2017 年 18.50 亿元的投后估值基础上，给予 200%的溢价率，则公司对应的当期估值约为 55.5 亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	股本变动明细	投后估值（亿元）
2016年12月	股权转让及增资	18.15
2017年9月	股权转让	18.50

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
溢价率	50%	80%	120%	150%	200%	250%	280%	320%	350%
估值（亿元）	27.8	33.3	40.7	46.3	55.5	64.8	70.3	77.7	83.3

资料来源：华鑫证券研发部

2. 相对估值 PE 法分析

公司属于医疗器械行业心血管介入器械领域的领先企业，考虑到公司的基本面状况，我们认为 A 股和港股上市公司中乐普医疗（300558）、先健科技（1302）和微创医疗（0853）与公司具有较高的可比性，可作为相对估值参考。乐普医疗主要产品包括支架系统和封堵器等介入医疗器械；先健科技主要产品为心血管及外周血管疾病等介入医疗器械；微创医疗主要产品为心血管介入等多种医疗器械，并且为心脉医疗的控股股东。当前可比公司 2019 年市场一致预期的 PE 为 30 倍左右。

图表 3：可比公司估值水平

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	TTM	EPS		TTM	PE	
					2019E	2020E		2019E	2020E
300003	乐普医疗	24.15	430	0.84	0.96	1.27	28.7	25.2	19.1
0853	微创医疗	5.28	83	0.12	0.15	0.21	44.0	35.2	25.1
1302	先健科技	1.25	54	0.03	0.04	0.06	44.6	31.3	20.8
平均值							39.1	30.6	21.7

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 7 月 2 日）

关于心脉医疗未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1）公司主动脉支架系统等主要产品保持快速增长；2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3）多分支胸主动脉覆膜支架系统、外周球囊扩张导管等在研产品能够陆续获批成功上市；4）研发持续较高投入，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 1.26 亿元、1.67 亿元和 2.11 亿元。

我们认为，与可比公司相比较，从规模体量上看，心脉医疗目前营收和利润都处于较低水平，考虑到公司良好的成长性等因素，我们给予公司一定的估值溢价，按 2019 年 45 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当期估值约为 56.9 亿元。

图表 4：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）	31.6	37.9	44.3	50.6	56.9	63.2	69.6	75.9	82.2

资料来源：华鑫证券研发部

3、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。公司属于快速成长期的医疗器械公司，收入和利润都已形成一定的规模，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 1.1，无风险利率为 3.3%，WACC 值为 8.8%，永续增长率为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 63.4 亿元。

图表 5：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta（考虑杠杆）	1.10
WACC	8.80%
股权比例	99.87%
永续增长率	2%
市值（亿元）	63.4

资料来源：华鑫证券研发部

4、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 55.5 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 56.9 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 63.4 亿元。考虑到公司收入和利润都已形成一定的规模，公司属于相对成熟型的成长性企业，我们以 PE 估值法为主，历史估值参考法和 DCF 估值法为辅，对公司进行估值测算，我们分别给予历史估值参考法 20%权重、PE 估值法 50%权重、DCF 估值法 30%权重，最终得出公司当前估值约为 58.6 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 1800 万股，公司发行后总股本为 7198 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 81.37 元/股，建议询价区间为[70.76, 91.99]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 6：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值（亿元）	55.5	20%
PE估值法估值（亿元）	56.9	50%
DCF估值法估值（亿元）	63.4	30%
市值（亿元）	58.6	
发行后总股本（万股）	7198	
每股股价（元/股）	81.37	
询价区间（元/股）	70.76	91.99

资料来源：华鑫证券研发部

公司盈利预测：

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	231	312	405	517
货币资金	50	755	838	952	营业成本	49	68	91	119
应收款	24	30	38	47	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	34	43	55	69	销售费用	40	53	67	84
其他流动资产	9	10	11	12	管理费用	14	17	22	27
流动资产合计	116	829	931	1,068	财务费用	0	-4	-8	-9
非流动资产：					费用合计	54	66	81	102
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	2	2
固定资产+在建工程	48	78	108	140	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	21	27	32	38	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	84	92	101	112	营业利润	105	145	192	242
非流动资产合计	153	196	242	289	加：营业外收入	0	1	1	1
资产总计	269	1,025	1,173	1,357	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	105	145	192	242
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	14	19	25	32
应付账款、票据	6	8	11	14	净利润	91	126	167	211
其他流动负债	33	36	40	44	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	39	45	51	58	归母净利润	91	126	167	211
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	14	15	16					
非流动负债合计	13	14	15	16					
负债合计	53	59	66	74					
所有者权益									
股本	54	72	72	72					
资本公积金	96	730	730	730					
未分配利润	59	155	280	436					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	216	976	1,118	1,295					
负债和所有者权益	269	1,035	1,184	1,369					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	91	126	167	211	成长性				
折旧与摊销	7	15	19	23	营业收入增长率	40.0%	34.8%	30.1%	27.5%
财务费用	0	-4	-8	-9	营业利润增长率	41.8%	38.4%	32.1%	26.4%
存货的减少	-9	-10	-12	-14	归母净利润增长率	43.0%	39.5%	32.0%	26.4%
营运资本变化	14	-4	-5	-6	总资产增长率	19.9%	281.5%	14.4%	15.7%
其他非现金部分	3	-5	-6	-7	盈利能力				
经营活动现金净流量	107	118	154	199	毛利率	78.8%	78.2%	77.6%	77.1%
投资活动现金净流量	-25	-50	-55	-61	营业利润率	45.4%	46.6%	47.3%	46.8%
筹资活动现金净流量	-64	638	-17	-24	三项费用/营收	23.2%	21.2%	20.0%	19.8%
现金流量净额	18	705	82	114	EBIT/销售收入	45.4%	46.7%	47.4%	46.9%
					净利润率	39.2%	40.6%	41.2%	40.8%
					ROE	41.9%	13.0%	14.9%	16.3%
					营运能力				
					总资产周转率	86.0%	30.4%	34.6%	38.1%
					资产结构				
					资产负债率	19.6%	5.7%	5.6%	5.4%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.18	0.93	0.93	0.94
					每股数据(元/股)				
					每股收益	1.68	1.76	2.32	2.93
					每股净资产	4.00	13.56	15.53	18.00

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

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>