



2019年11月14日

科创板询价报告之祥生医疗 (688358)

医药生物

建议询价区间: [49.46, 64.30]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	327	400	483	576
(+/-)	20.4%	22.3%	20.8%	19.3%
营业利润	107	132	165	199
(+/-)	49.2%	24.1%	24.9%	20.2%
归属母公司净利润	95	115	144	173
(+/-)	48.4%	21.4%	24.8%	20.2%
EPS (元)	1.58	1.44	1.80	2.17

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● **超声医学影像设备生产商。**公司成立于1996年,主要从事超声医学影像设备的研发、制造和销售,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。全数字彩超是公司的主要收入来源。2018年公司在全球超声医学影像设备的市场份额为4.47%,在国内的市场份额为4.06%,出口排名居国内品牌第三。(注:公司详细内容请参见我们于2019年6月27日发布的报告《科创板医药生物系列之二十二:祥生医疗》)。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入3.27亿元,同比增长20.4%;实现归母净利润0.95亿元,同比增长48.44%;2018年公司毛利率为61.2%,净利率为29.1%,ROE为45.5%,资产负债率为35.3%,总体经营状况良好。公司2019H1实现营业收入1.60亿元,实现归母净利润0.38亿元。2019H1销售毛利率和销售净利率为60.5%和24.0%,ROE为20.8%,资产负债率为38.2%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为4.00亿元、4.83亿元和5.76亿元;实现归母净利润分别为1.15亿元、1.44亿元和1.73亿元。

● **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。我们分别采用相对估值PE法和绝对估值DCF法对公司估值进行了分析测算,并根据公司具体情况,分别给予两种估值方法不同的权重。综合分析来看,我们采用PE法预测公司估值为40.4亿元,采用DCF法预测公司估值为48.9亿元。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45.4亿元。假设公司本次发行新股数量为2000万股,公司发行后总股本为8000万股;根据公司预测市值45.5亿元,得出公司对应股价为56.88元/股,建议询价区间为[49.46, 64.30]元/股。(注:本报告仅供参考,不作为具体投资建议)

● **风险提示:**产品结构单一风险;市场竞争风险;研发失败风险;汇率波动风险。

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@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、相对估值 PE 分析.....	3
二、绝对估值 DCF 法分析.....	3
三、估值及询价分析.....	4
四、风险提示.....	4

图表目录

图表 1：可比公司估值水平.....	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.....	4

一、相对估值 PE 分析

公司主营超声医学影像设备，考虑到公司的产品及客户性质，我们认为上市公司中迈瑞医疗（300760）和开立医疗（300633）与公司具有较高的可比性，可作为相对估值参考。迈瑞医疗主要业务集中于生命信息与支持、体外诊断和医学影像三大领域；开立医疗主要产品包括医用超声诊断设备、医用电子内窥镜设备、血液分析仪等医疗诊断设备。当前可比公司 2019 年 PE 在 42 倍左右。

图表 1：可比公司估值水平

代码	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	197.60	2,402	3.70	3.80	4.66	53.5	51.9	42.4
300633	开立医疗	21.20	86	0.36	0.65	0.83	59.0	32.6	25.4
	平均值						56.2	42.3	33.9

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 11 月 13 日）

关于祥生医疗未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司产品在国内市场发展良好，市占率逐步提升；2) 公司产品出口情况维持良好；3) 公司产品种类不断丰富，在超声医学影像设备应用领域拓展良好；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 1.15 亿元、1.44 亿元和 1.73 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，由于公司的产品种类比较单一，与开立医疗的主营业务更加接近，我们按 2019 年 35 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 40.4 亿元。

图表 2：PE 估值分析

PE	悲观预期			中观预期			乐观预期		
	20	23	27	30	35	40	45	50	55
市值（亿元）	23.1	26.6	31.2	34.6	40.4	46.2	52.0	57.7	63.5

资料来源：华鑫证券研发部

二、绝对估值 DCF 法分析

公司的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 1.15，

无风险利率为 3.30%，WACC 值为 8.89%，永续增长率为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 48.9 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）	1.15
WACC	8.89%
股权比例	95.52%
永续增长率	2%
市值（亿元）	48.9

资料来源：华鑫证券研发部

三、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司估值为 40.4 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 48.9 亿元。我们以 DCF 估值法为主，PE 估值法为辅，对公司进行估值测算。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 45.4 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 2000 万股，公司发行后总股本为 8000 万股；根据公司预测市值 45.5 亿元，得出公司对应股价为 56.88 元/股，建议询价区间为 [49.46, 64.30] 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)	40.4	40%
DCF估值法估值(亿元)	48.9	60%
市值(亿元)	45.5	
发行后总股本(万股)	8000	
每股股价(元/股)	56.88	
询价区间(元/股)	49.46	64.30

资料来源：华鑫证券研发部

四、风险提示

风险主要包括：产品结构单一风险；市场竞争风险；研发失败风险；汇率波动风险。



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>