



2019年10月11日

## 科创板询价报告之赛诺医疗

医药生物

建议询价区间：[7.18, 9.33]元/股

### 主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	380	445	528	624
(+/-)	18.1%	17.0%	18.6%	18.3%
营业利润	108	120	144	173
(+/-)	31.6%	10.8%	19.7%	20.6%
归属母公司净利润	89	105	125	151
(+/-)	34.8%	17.4%	19.6%	20.6%
EPS (元)	0.25	0.24	0.28	0.34

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● **高端介入医疗器械生产商。**公司成立于2007年，主要从事高端介入医疗器械的研发、生产和销售，核心产品 BuMA 生物降解药物涂层冠脉支架，用于经皮冠状动脉介入治疗术(PCI)，以改善局部缺血型心脏病患者的血管狭窄症状。该产品自上市以来该产品市占率稳步提升，2017 年达到 11.62%，位居国内冠脉支架厂商中第四位。(注：公司详细内容请参见我们于2019年4月19日发布的报告《科创板医药生物系列之六：赛诺医疗》)。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入3.80亿元，同比增长18.1%；实现归母净利润0.89亿元，同比增长34.8%；2018年公司毛利率为82.3%，净利率为23.5%，ROE为12.7%，资产负债率为13.0%，总体经营状况良好。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为4.45亿元、5.28亿元和6.24亿元；实现归母净利润分别为1.05亿元、1.25亿元和1.51亿元。

● **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。我们分别采用历史估值参考法和相对估值 PE 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，我们采用历史估值参考法预测公司估值为35.8亿元，采用 PE 法预测公司估值为36.6亿元。我们分别给予历史估值参考法40%权重、PE 估值法60%权重，最终得出公司预测估值约为36.3亿元。我们假设公司本次发行新股数量为8000万股，公司发行后总股本为44000万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为8.26元/股，建议询价区间为[7.18, 9.33]元/股。(注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议)

● **风险提示：**介入性医疗器械行业监管风险；产品集中度度过高风险；主要产品降价风险；研发失败风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

邮箱：[duyh@cfsc.com.cn](mailto:duyh@cfsc.com.cn)

联系人：陈成

电话：021-54967650

邮箱：[chencheng@cfsc.com.cn](mailto: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、历史估值参考法分析.....	3
二、相对估值 PE 法分析.....	3
三、估值及询价分析.....	5

## 图表目录

图表 1：公司历史估值溢价分析.....	3
图表 2：可比公司估值水平.....	3
图表 3：医疗器械板块估值分析（PE-TTM）.....	4
图表 4：PE 估值分析.....	4
图表 5：公司估值测算与询价分析.....	5

## 一、历史估值参考法分析

从公司历年增资及股份转让情况来看，2017年7月，公司完成增资及股权转让，投后估值为22.40亿元，公司2017年实现归母净利润0.66亿元，对应当时PE估值在34倍左右。考虑到二级市场相对一级市场的估值溢价，以及公司业绩的成长性，综合分析，我们在公司2017年22.40亿元的基础上，给予60%的溢价率，则公司对应的当前估值约为35.8亿元。

图表1：公司历史估值溢价分析

溢价率	悲观预期			中观预期			乐观预期		
	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
估值（亿元）	26.9	29.1	31.4	33.6	35.8	38.1	40.3	42.6	44.8

资料来源：华鑫证券研发部

## 二、相对估值 PE 法分析

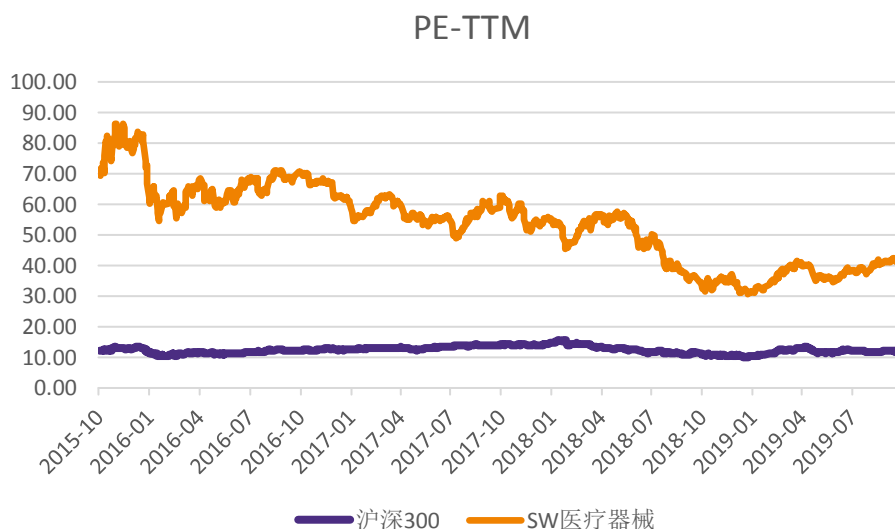
公司主营高端介入医疗器械的生产销售，主要产品为 BuMA 生物降解药物涂层冠脉支架，考虑到公司的基本面状况，我们认为 A 股上市公司中乐普医疗（300003）、蓝帆医疗（002382）和港股上市公司中微创医疗（0853）与公司具有较高的可比性，可作为相对估值参考。乐普医疗业务范围涵盖药品和器械两大板块，其中器械板块产品主要有冠脉支架、球囊导管等介入医疗器械。蓝帆医疗的子公司吉威医疗主营介入医疗产品，具有洗脱支架等核心产品。微创医疗专注于治疗血管疾病及病变的微创介入产品的研发生产。当前可比公司2019年市场一致预期的PE为28倍左右，当前医疗器械板块PE在41倍左右。

图表2：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
300003	乐普医疗	26.62	474	0.88	0.97	1.26	30.3	27.5	21.2
002382	蓝帆医疗	13.01	125	0.45	0.58	0.78	28.9	22.4	16.8
0853	微创医疗	6.46	118	0.12	0.18	0.26	53.8	35.9	24.8
平均值							37.7	28.6	20.9

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为2019年10月10日）

图表 3：医疗器械板块估值分析（PE-TTM）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

关于赛诺医疗未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司的 BuMA 生物降解药物涂层冠脉支架销售情况良好，维持相对稳定的市占率；2) 公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3) 公司新一代 BuMA Supreme 药物洗脱支架在两年内顺利上市，进一步扩充公司产品线；4) 其他在研产品研发进程稳步推进；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 0.56 亿元、0.71 亿元和 0.88 亿元。

公司核心产品可降解支架市场前景良好，在医疗器械板块中属于技术壁垒较高的产品。乐普医疗与蓝帆医疗的主营业务包含药品及低值易耗品等其他产品，公司与微创医疗的主营业务最为接近。综合考虑公司的收入利润规模，业绩成长性、发展潜力等因素，并参考医疗器械板块整体的估值水平，我们在可比公司的估值基础上给予一定的估值溢价，按照 35 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 36.6 亿元。

图表 4：PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	22	25	28	32	35	38	42	45	48
市值（亿元）	23.0	26.2	29.3	33.5	36.6	39.8	44.0	47.1	50.3

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，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 35.8 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 36.6 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，历史估值参考法为辅，对公司进行估值测算，我们分别给予历史估值参考法 40% 权重、PE 估值法 60% 权重，最终得出公司当前估值约为 36.3 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 8000 万股，公司发行后总股本为 44000 万股；根据公司预测市值 36.3 亿元，得出公司对应股价为 8.26 元/股，建议询价区间为 [7.18, 9.33] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

**图表 5：公司估值测算与询价分析**

历史估值法估值（亿元）	35.8	40%
PE 估值法估值（亿元）	36.6	60%
市值（亿元）	36.3	
发行后总股本（万股）	44000	
每股股价（元/股）	8.26	
询价区间（元/股）	7.18	9.33

资料来源：华鑫证券研发部

### 四、风险提示

风险主要包括：介入性医疗器械行业监管风险；产品集中度过高风险；主要产品降价风险；研发失败风险。



表附录：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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>380</b>	<b>445</b>	<b>528</b>	<b>624</b>
货币资金	375	690	732	782	营业成本	67	80	97	117
应收款	97	108	122	139	营业税金及附加	5	5	5	5
存货	54	60	70	81	销售费用	88	111	129	149
其他流动资产	10	11	12	13	管理费用	52	60	69	78
流动资产合计	535	858	924	1,002	财务费用	-2	-5	-7	-8
<b>非流动资产:</b>					费用合计	138	166	191	219
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	5	5
固定资产+在建工程	73	89	120	160	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	31	39	39	39	投资收益	8	8	8	9
其他非流动资产	167	184	202	223	<b>营业利润</b>	<b>108</b>	<b>120</b>	<b>144</b>	<b>173</b>
非流动资产合计	271	312	362	422	加: 营业外收入	1	1	1	1
资产总计	806	1,170	1,285	1,424	减: 营业外支出	7	0	0	0
<b>流动负债:</b>					<b>利润总额</b>	<b>103</b>	<b>120</b>	<b>144</b>	<b>174</b>
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	14	16	19	23
应付账款、票据	39	42	48	55	<b>净利润</b>	<b>89</b>	<b>105</b>	<b>125</b>	<b>151</b>
其他流动负债	44	49	54	59	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	83	91	102	114	<b>归母净利润</b>	<b>89</b>	<b>105</b>	<b>125</b>	<b>151</b>
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	22	23	24	25					
非流动负债合计	22	23	24	25					
负债合计	105	114	126	140					
<b>所有者权益</b>									
股本	360	440	440	440					
资本公积金	288	480	480	480					
未分配利润	35	112	204	314					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	701	1,060	1,164	1,290					
负债和所有者权益	806	1,174	1,290	1,430					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	89	105	125	151	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	21	24	32	38	营业收入增长率	18.1%	17.0%	18.6%	18.3%
财务费用	0	-5	-7	-8	营业利润增长率	31.6%	10.8%	19.7%	20.6%
存货的减少	-22	-6	-10	-12	归母净利润增长率	34.8%	17.4%	19.6%	20.6%
营运资本变化	3	-7	-8	-10	总资产增长率	13.5%	45.1%	9.9%	10.8%
其他非现金部分	0	-12	-14	-15	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	98	98	118	145	毛利率	82.3%	82.0%	81.7%	81.2%
投资活动现金净流量	163	-42	-63	-78	营业利润率	28.5%	27.0%	27.2%	27.8%
筹资活动现金净流量	7	259	-14	-17	三项费用/营收	36.2%	37.3%	36.2%	35.1%
现金流量净额	268	315	42	49	EBIT/销售收入	26.1%	27.1%	27.3%	27.8%
					净利润率	23.4%	23.5%	23.7%	24.2%
					ROE	12.7%	9.9%	10.8%	11.7%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	47.2%	38.0%	41.1%	43.8%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	13.0%	9.7%	9.8%	9.8%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.09	0.94	0.95	0.96
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	0.25	0.24	0.28	0.34
					每股净资产	1.95	2.41	2.65	2.93

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>