



医疗器械企业资本规划正当时：如何估值定价及进行资本市场选择？

2019.08.02

赵巧敏(分析师)

电话：020-88836110

邮箱：zhaoqm@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310514080001

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 - 20190121
2. 迈瑞医疗 (300760)：医疗器械龙头厚积薄发，IVD 和影像业务发展势如破竹 - 20181203
3. “技术+政策”双轮驱动国产替代，三大细分领域闪耀 IVD 行业 - 20180623
4. 体外诊断新三板 2018 年报分析：净利润增速趋缓，行业“马太效应”加剧-20190521
5. 新技术突破传统微生物检测瓶颈，NGS 引领变革-20190222
6. 新三板体外诊断行业 2018 半年报分析：营收同比增长 24.56%，行业“马太效应”初显-20180918
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

数据支持：钟业程

报告摘要：

● 资本规划助力企业腾飞，估值定价与资本市场选择成难题

资本规划助力企业腾飞。首先，我国医疗器械领域市场空间大。统计数据显示，2014-2018 年中国医疗器械市场保持 20%左右的高速增长；其次，研发投入大。近年来，进口替代是未来十年器械发展的主旋律，医疗器械领域国产化替代空间巨大；最后，资本市场助力企业获得市场推广所需资金。国内较多诊断领域都没被市场认知，市场推广需要较长的过程以及相当的资金。

医疗器械企业在进行资本规划时，应结合企业产业发展需求以及资本市场周期律，决定企业在资本市场融资时点及融资金额，并根据企业每阶段的产业情况，给与预计估值。如何用正确的方式为企业估值定价以及如何选择合适的资本市场登陆成为企业首先要考虑的问题。

● 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

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。最后，由于分子诊断行业尚未盈利的公司占比较高，建议使用 DCF 估值。

参考同领域上市公司的 PE 或 PS 进行估值：低值耗材行业 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。

● 医疗器械企业应根据各板块特点选择不同的资本市场

从发行条件来看，科创板发行要求相对较高，大多数指标要求初创期医疗器械企业短期难以达到，美股发行条件最低，但募资额少；港股发行则要求适中。

从估值水平上来看，科创板的估值水平及平均募资额是最高的（预计发行 PS9.44 倍），预计平均募资 6.10 亿；美国市场的精密科学估值最高达千亿市值（PS 高达 32 倍），但其他竞争对手市值较低；香港市场大市值公司（50 亿市值以上）估值及募资额较高，在香港市场企业能获得更高的估值及募资金额。

建议相关医疗器械企业根据自身的融资需求以及资本市场对行业的认可度，选择适合自身、估值及流动性较好的资本市场。

● 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。

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

目录	2
图表目录	4
1. 资本规划助力企业腾飞，估值定价与资本市场选择成难题	6
1.1. 医疗器械领域企业极需要资本助力，资本规划尤其重要	6
1.2. 资本规划定义及其原则	6
1.3. 医疗器械企业资本规划——估值定价与资本市场选择成难题	7
1.3.1. 迈瑞医疗（300760.SZ）——从美股退市到年利润超 37 亿	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	10
2.1. 医疗器械估值方法选用应视具体行业及企业而定	10
2.1.1. 采用 PE 市盈率对实现盈利、发展稳定的细分领域进行估值	10
2.1.2. 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	11
2.1.3. 采用折现现金流模型 DCF 对分子诊断进行估值	12
2.1.4. 估值方法的选择最终应取决于公司的具体的情况	12
2.2. 各细分领域市盈率估值区间分析	13
2.2.1. 低值耗材采用 PE 均值，约 35-45 倍	13
2.2.2. 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	13
2.2.3. 体外诊断大多可以同类上市公司的 PE 均值作为参考	14
2.3. PS 市销率估值区间	15
2.4. 估值实例：冲击科创板的医疗器械代表公司估值预测	15
2.4.1. 赛诺医疗：高研发投入的高值耗材公司典型	16
2.4.2. 贝斯达医疗：盈利能力稳定的医用医疗设备企业	16
2.4.3. 热景生物：跨免疫诊断及 POCT 的生物高新技术企业	17
3. 医疗器械企业应根据各行业特点选择不同的资本市场	18
3.1. 坚持以终为始的市场选择原则，关注上市后企业资本市场情况	18
3.2. 四大资本市场板块定位及上市要求各不相同	18
3.2.1. 科创板、美股、港股审核时间相当，A 股上市审核流程复杂，用时最长	19
3.2.2. 医疗器械新上市公司上市前在 A 股的财务表现优于科创板、美股市场	20
3.2.3. 预计科创板发行成本介于 A 股与港股发行成本之间	20
3.3. 境内外各板块医疗器械企业募资对比：A 股及科创板整体优于港股，美股最弱	21
3.4. 医疗器械企业在港股中占比较低，主板头部效应显著	21
3.4.1. 港股医疗器械标杆企业高速发展——爱康医疗（1798.HK）和春立医疗（1858.HK）	22
3.5. 科创板医疗器械企业占比多，盈利能力较强	23
3.5.1. 科创板已受理企业大多选择标准一，两家未盈利创新药企业以标准五申报	24



3.6.美股 83% 医疗器械企业在 NASDAQ 上市，2018 年仅全球精选市场企业盈利	25
3.6.1 精密科学 (EXAS.O) —— 近三年营收增速保持在 70% 以上，总市值破千亿的美股肠癌早筛 标杆企业	26
3.7.A 股医疗器械领域 IPO 过会率	27
3.7.1.A 股医疗器械标杆企业实力雄厚，要求较高——华大基因 (300676.SZ) 及艾德生物 (300685.SZ)	28
3.8.适合自己的才是最好的	29
4.风险提示	29



图表目录

图表 1. 我国医疗器械市场空间巨大.....	6
图表 2. 企业在资本市场上四大问题.....	7
图表 3. 医疗器械企业资本规划框架.....	8
图表 4. 迈瑞医疗资本规划历程-从美股退市到成为创业板最大规模 IPO.....	9
图表 5. 迈瑞医疗实现 2018 年营收 137.53 亿元，同比增长 20.09%.....	9
图表 6. 迈瑞医疗实现 2018 年归母净利润 37.19 亿元，同比增长 43.23%.....	9
图表 7. 医疗设备行业整体的营业收入及净利润均稳健增长（百万）.....	10
图表 8. POCT 上市企业的净利润变化（百万）.....	11
图表 9. 高值耗材领域营收相对稳定，但净利润仍存一定波动（百万）.....	12
图表 10. 高值耗材研发支出占营收的比重在 2018 年明显上升（百万）.....	12
图表 11. 低值耗材上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	13
图表 12. 家用医疗设备上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	13
图表 13. 医用医疗设备上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	13
图表 14. 生化诊断领域上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	14
图表 15. 免疫诊断领域上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	14
图表 16. POCT 领域上市公司市盈率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	15
图表 17. 高值耗材领域上市公司市销率均值变化统计（2018.4-2019.4）.....	15
图表 18. 赛诺医疗主要财务数据.....	16
图表 19. 贝斯达医疗主要财务数据.....	16
图表 20. 热景生物主要财务数据.....	17
图表 21. 企业坚持以终为始的市场选择原则.....	18
图表 22. 四大资本市场板块定位及上市要求各不相同.....	18
图表 23. 科创板、美股、港股审核时间相当，A 股上市审核流程复杂，用时最长.....	19
图表 24. 2018 年营收状况（针对 2019 年新上市公司）.....	20
图表 25. 科创板承保费率比同等融资规模下的主板和中小创项目高.....	21
图表 26. A 股、科创板整体优于港股，美股最弱.....	21
图表 27. 医疗器械企业在港股企业总数中占比较低.....	21
图表 28. 2018 年三成以上港股医疗器械企业净利润为负.....	22
图表 29. 2018 年港股医疗器械企业营收头部效应显著.....	22
图表 30. 爱康医疗营业收入近三年保持 30%以上增速.....	22
图表 31. 春立医疗近三年营业收入、净利润均保持上升趋势.....	23
图表 32. 创板医疗器械企业在总体占比 12%.....	23
图表 33. 2018 年科创板医疗器械企业营收能力强.....	24



图表 34. 2018 年科创板医疗器械企业均有盈利.....	24
图表 35. 科创板未盈利医药企业中有两家创新药企业.....	24
图表 36. 泽璟制药近三年净利润持续为负.....	25
图表 37. 医疗器械企业在美股中占比 5%.....	25
图表 38. 美股医疗器械企业有 83%在 NASDAQ 上市.....	25
图表 39. 2018 年纳斯达克上市医疗器械企业仅全球精选市场企业盈利，资本市场企业亏损.....	26
图表 40. 精密科学近三年营收增速保持在 70%以上.....	27
图表 41. 2018 年有 13 家医疗器械企业申报 IPO.....	27
图表 42. 华大基因近三年营收、净利润持续增长.....	28
图表 43. 艾德生物保持高速盈利.....	28

1. 资本规划助力企业腾飞，估值定价与资本市场选择成难题

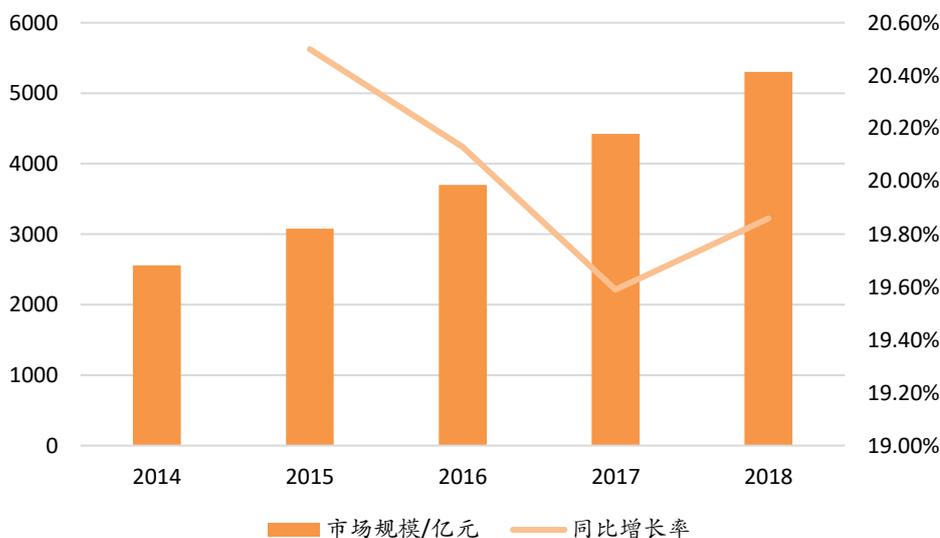
1.1. 医疗器械领域企业极需要资本助力，资本规划尤其重要

医疗器械领域市场空间大。统计数据显示，2014-2018 年中国医疗器械市场保持 20%左右的高速增长。截止 2018 年底，我国医疗器械行业市场规模达到了 5300 亿元。根据中国医疗器械行业协会统计预计未来 5 年复合增长中枢为 15.2%，远超全球增速。

资本市场助力企业获得研发投入所需资金。近年来，随着我国医疗器械企业技术进步及配套产业链的成熟，进口替代是未来十年器械发展的主旋律，医疗器械领域国产化替代空间巨大。**国产化的关键是将核心技术掌握在自己手里，自主研发投入大。**

资本市场助力企业获得市场推广所需资金。市场推广是提高一个医疗器械企业知名度最直接，最有效的方法。同时也是为企业产品快速打开市场的手段。**国内较多诊断领域都没被市场认知，市场推广需要较长的过程以及相当的资金。**

图表1. 我国医疗器械市场空间巨大



资料来源：器械研究院、广证恒生

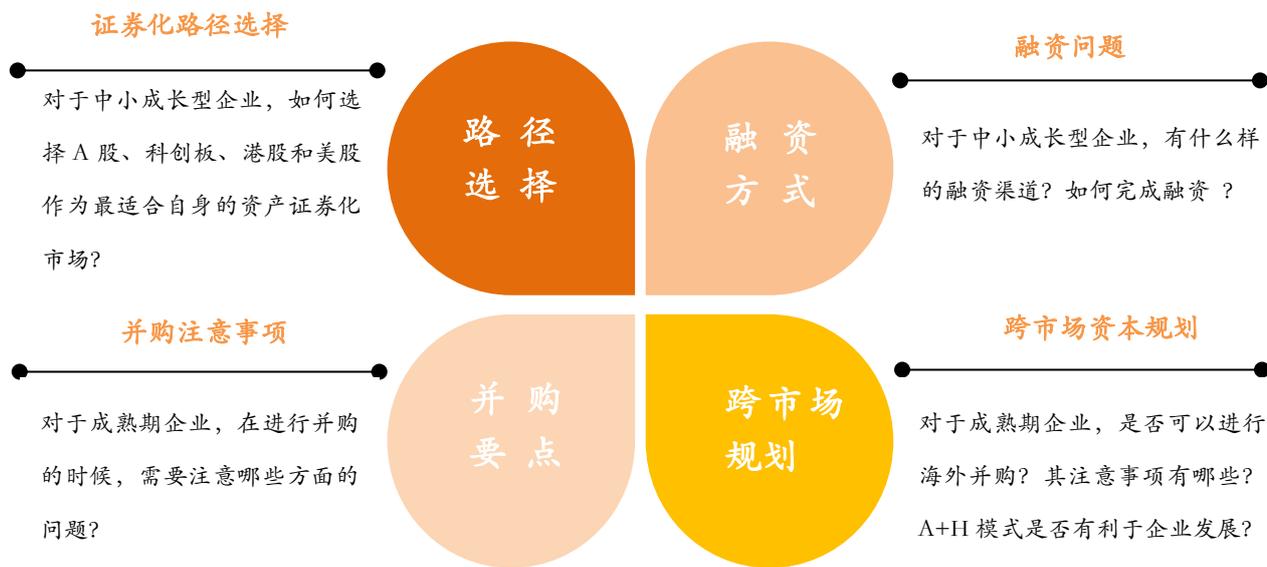
1.2. 资本规划定义及其原则

企业在发展过程中，获得资金能有效助力企业在竞争中胜出，企业未雨绸缪进行资本规划一般**面临证券化路径选择、融资、并购以及资本市场运作等四大问题。**

面对竞争加剧的资本市场以及其周期规律，有效的企业资本规划需要做到的四个核心点：（1）企业家充分认识到资本规划的重要性，提前规划；（2）与产业结合，以产业链研究为基础；（3）顺应资

本市场周期进行规划；（4）规划因应市场变化动态调整。

图表2. 企业在资本市场上四大问题

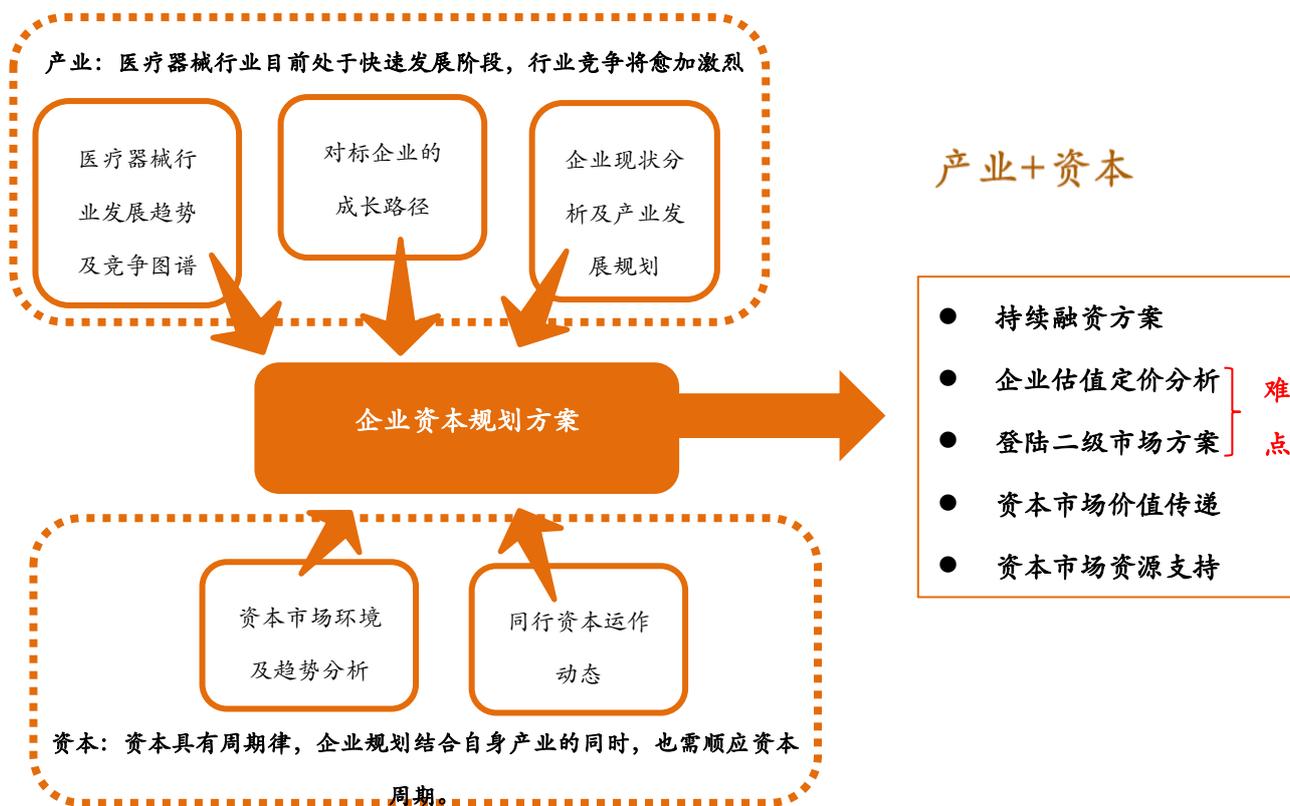


资料来源：广证恒生

1.3. 医疗器械企业资本规划——估值定价与资本市场选择成难题

医疗器械行业目前处于快速发展中，行业竞争愈加激烈，获得资本市场资金支持可助力企业脱颖而出，制定一个可行有效的资本规划是企业融资的前提。在产业方面：企业从行业发展趋势、对标企业成长路径、企业规划等方面进行分析；在资本方面：企业从资本市场环境、趋势、资本运作等角度进行分析。结合企业产业发展需求以及资本市场周期律，决定企业在资本市场融资时点及融资金额，并根据企业每阶段的产业情况，给予预计估值。

图表3. 医疗器械企业资本规划框架



资料来源：广证恒生

1.3.1. 迈瑞医疗 (300760.SZ) —— 从美股退市到年利润超 37 亿

迈瑞是全球领先的医疗设备和解决方案供应商、美国纽交所、A 股上市企业，主要业务集中在生命信息与支持、体外诊断、数字超声、医学影像四大领域。目前，迈瑞的产品和解决方案已应用于全球 190 多个国家，中国十万多家医疗机构、95% 以上的三甲医院。

迈瑞医疗曾在 2006 年 9 月 26 日于美国纽交所上市，但上市后估值一直不高；之后公司以并购打入医疗器械高端市场，2008 年至 2014 年共发生 13 起并购；于 2016 年 3 月以 33 亿美元完成私有化退市；2018 年 10 月 16 日，迈瑞医疗在深圳证券交易所创业板上市，募集资金总额为 59.3 亿元，为创业板有史以来最大规模的一笔 IPO。

图表4. 迈瑞医疗资本规划历程-从美股退市到成为创业板最大规模 IPO

美股上市

2006年9月26日，迈瑞医疗于美国纽交所上市，期间公司每年营收和利润基本保持稳定增长态势但上市后估值一直不高。

并购

公司2008年至2014年共发生13起并购，其中与生命信息与支持业务相关的有4起，与体外诊断相关的有3起，与医学影像业务相关的有1起，与内窥镜及骨科高值耗材相关的有4起。

美股退市

2015年6月，股东李西廷、徐航与成明作为买方集团以28美元/普通股或25美元/ADS的交易价格收购迈瑞国际在外流通的股份，并于2016年3月以33亿美元完成私有化退市。

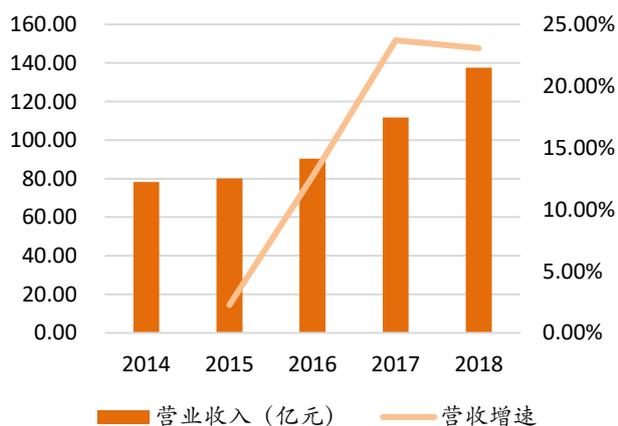
A股上市

2018年10月16日，迈瑞医疗在深交所创业板上市，股票代码“300760”迈瑞医疗首次公开发行A股1.22亿股，发行价48.80元/股，募集资金总额59.3亿元，为创业板有史以来最大规模的一笔IPO。

资料来源：公司官网、广证恒生

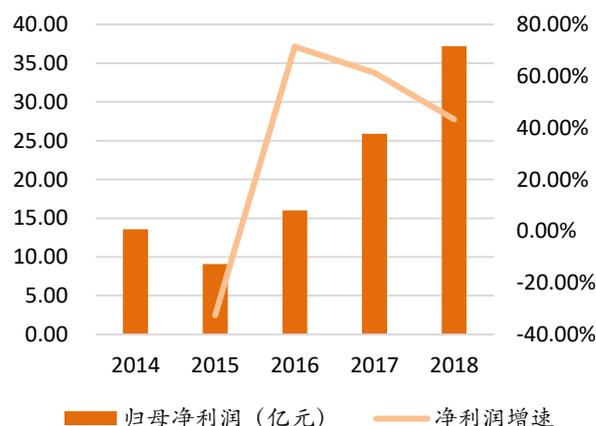
根据公司年报，截至2018年12月31日，迈瑞医疗市值达1943.09亿人民币，2018年营收137.53亿人民币，同比增长20.09%；归母净利润37.19亿人民币，同比增长43.23%。

图表5. 迈瑞医疗实现2018年营收137.53亿元，同比增长20.09%



资料来源：Wind、广证恒生

图表6. 迈瑞医疗实现2018年归母净利润37.19亿元，同比增长43.23%



资料来源：Wind、广证恒生

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

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。各细分领域由于发展阶段的不同，分别适用于不同的估值方法。

2.1. 医疗器械估值方法选用应视具体行业及企业而定

企业估值一般有以下三种方法：

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。

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。

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。

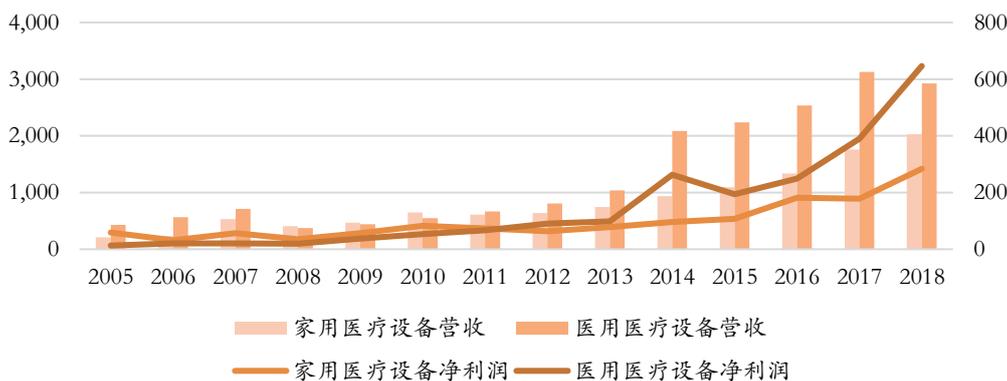
2.1.1. 采用 PE 市盈率对实现盈利、发展稳定的细分领域进行估值

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%。从财务指标上看，医疗设备领域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7. 医疗设备行业整体的营业收入及净利润均稳健增长（百万）



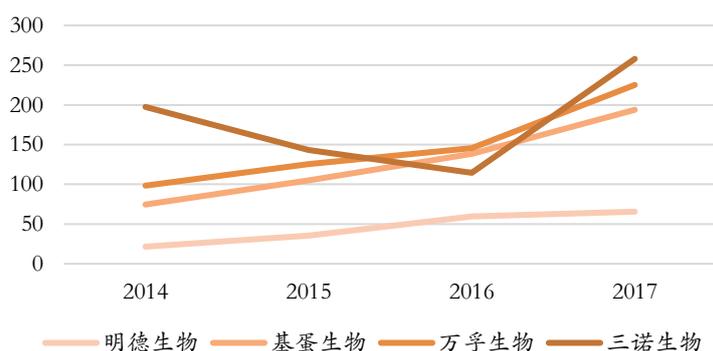
资料来源: Wind、广证恒生

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，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，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8. POCT 上市企业的净利润变化 (百万)



资料来源: Wind、广证恒生

2.1.2. 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

高值耗材领域的估值需综合考虑研发投入与利润水平。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9. 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10. 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

2.1.3. 采用折现现金流模型 DCF 对分子诊断进行估值

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。

2.1.4. 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

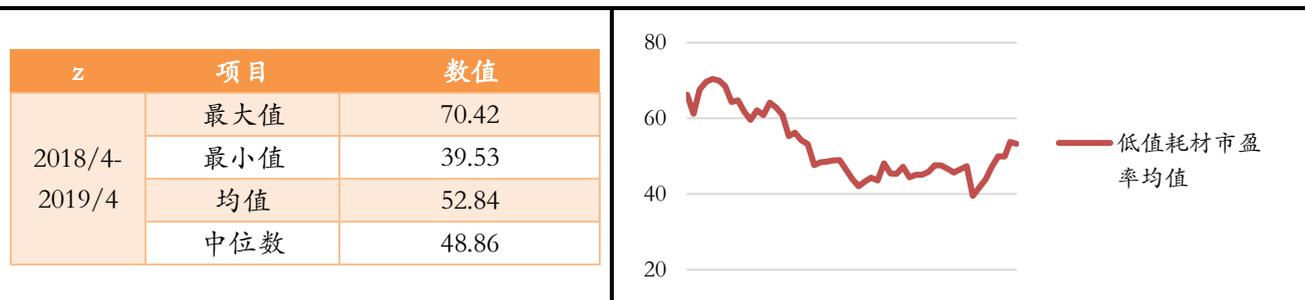
的比重等数据进行估值。

2.2.各细分领域市盈率估值区间分析

2.2.1.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。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11. 低值耗材上市公司市盈率均值变化统计 (2018.4-2019.4)



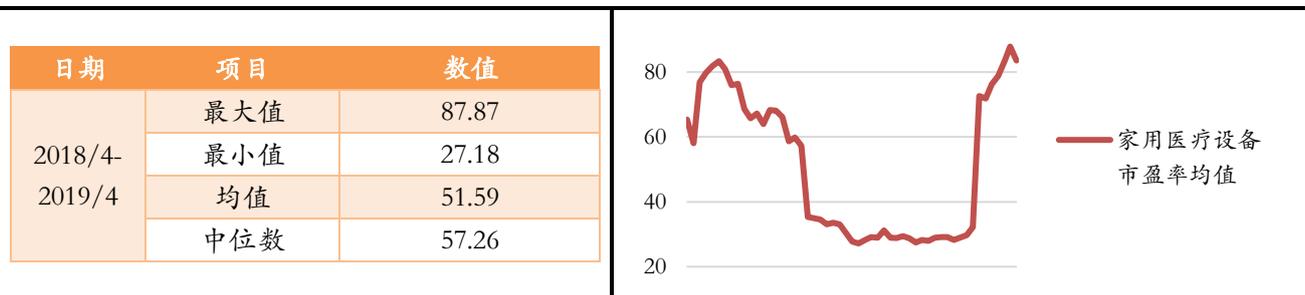
资料来源：Wind、广证恒生

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

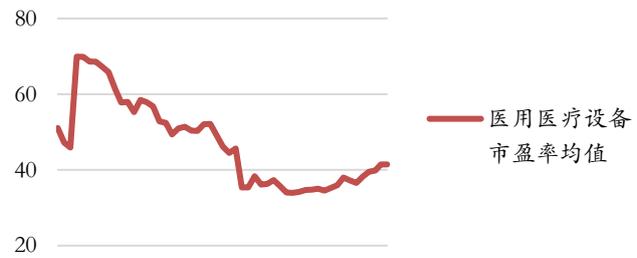


资料来源：Wind、广证恒生

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

日期	项目	数值
2018/4-	最大值	69.93
	最小值	33.94
2019/4	均值	47.10
	中位数	45.92



资料来源: Wind、广证恒生

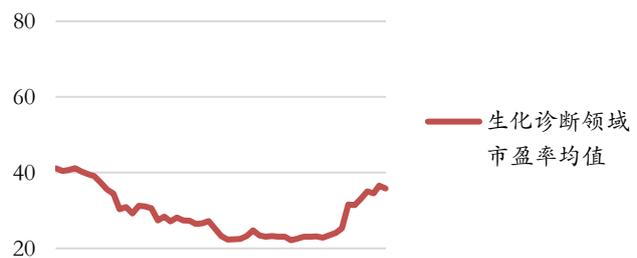
2.2.3.体外诊断大多可以同类上市公司的 PE 均值作为参考

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

交易日期	项目	数值
2018/4-	最大值	41.19
	最小值	22.16
2019/4	均值	29.38
	中位数	27.79

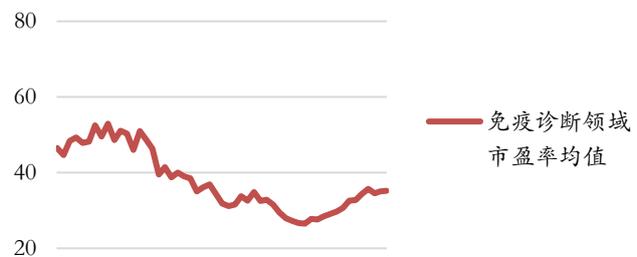


资料来源: Wind、广证恒生

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

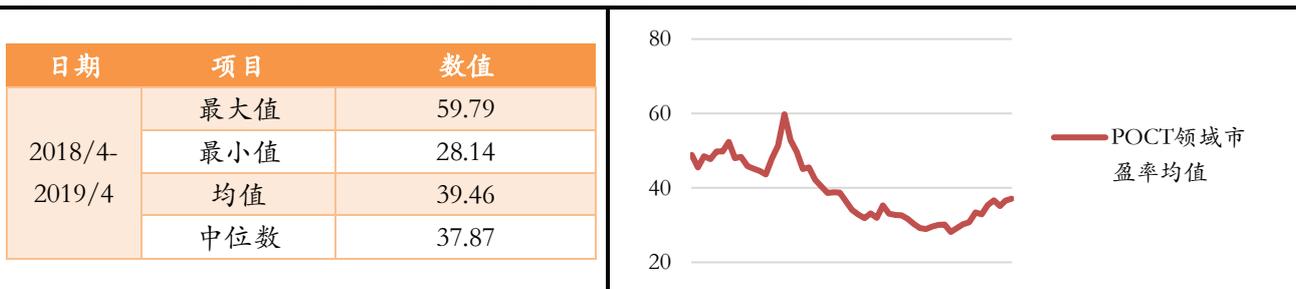
日期	项目	数值
2018/4-	最大值	52.93
	最小值	26.52
2019/4	均值	38.08
	中位数	35.46



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

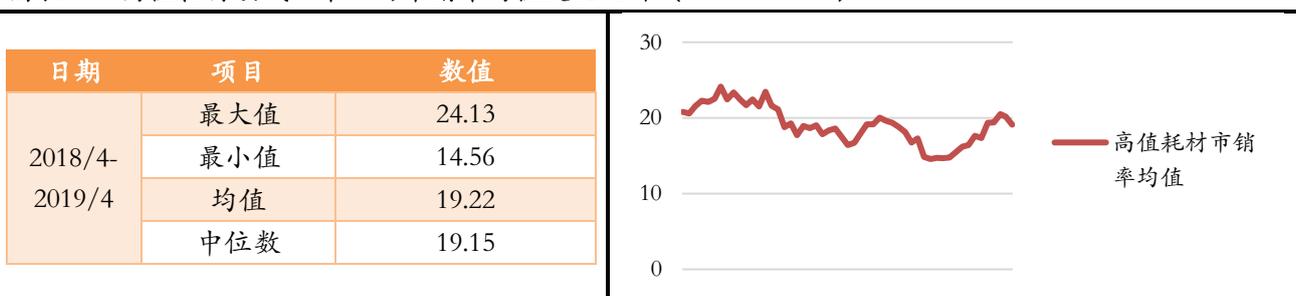
较短，技术不够成熟，目前尚处于发展早期，且未来可能受益于政策和技术发展。考虑到国内外技术水平相近且暂未出现技术方面的突破性发展，故采用 PE 的均值进行估值，估计为 37-48 倍。

图表16. 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

2.3.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。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17. 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

2.4.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 7 月 16 日上交所已受理科创板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。

2.4.1. 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，赛诺医疗是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的高科技企业。

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。**

图表18. 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

2.4.2. 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。

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。**

图表19. 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

2.4.3. 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。

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。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。

图表 20. 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%

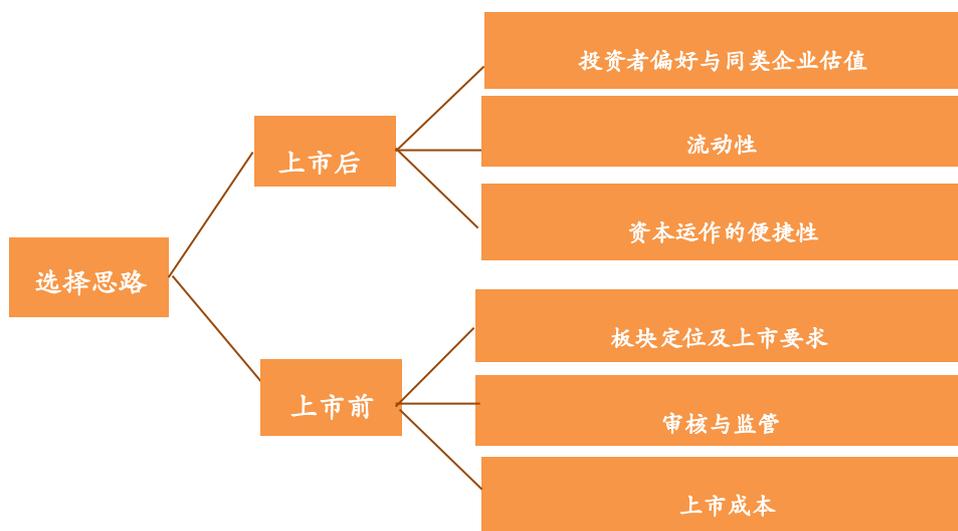
资料来源：热景生物招股说明书及上市保荐书、广证恒生

3. 医疗器械企业应根据各行业特点选择不同的资本市场

3.1. 坚持以终为始的市场选择原则，关注上市后企业资本市场情况

上市是企业借力资本市场发展壮大的起点，而不是企业经营的终极目标。选择资本市场，先应关注上市后是否能获得投资者认可，得到相对较高的估值以及流动性，资本运作是否更为便捷等。在以上对比的基础上，企业再综合上市的紧迫程度、上市要求、上市成本、上市审核与监管的严格程度等维度作出选择。

图表21. 企业坚持以终为始的市场选择原则



资料来源：广证恒生

3.2. 四大资本市场板块定位及上市要求各不相同

从上市审批来看，科创板及纳斯达克采取注册制，而A股及港股采取核准制；从核心上市条件及财务要求来看，A股对企业盈利能力要求较高，亏损企业无法上市，而其他三个板块对企业盈利性要求较低，更看重企业的市值及发展潜力。综上，科创板适合（1）满足市值要求的新药研发企业（2）创新度较低的生物类似药，比境外更受认可；美股适合（1）布局全球化、追求上市速度初创新药研发企业（2）成长性较高、初期难达到财务指标要求的企业；港股允许暂未盈利的生物科技企业上市。

图表22. 四大资本市场板块定位及上市要求各不相同

	科创板	A股	港股创业板	纳斯达克全球精选市场
上市审批	1.采取注册制 2.注重信息披露，降低准入门槛	1.采取核准制 2.有较为严格的准入条件	1.采取核准制 2.上市审批过程较A股宽松	1.采取注册制 2.分为三个层次 NGSM、NGM、NCM（严格到宽松）

核心上市条件	1.采取5套上市财务标准,针对无盈利、无收入均设定相应标准	1.对企业盈利能力要求较高,亏损企业暂时无法上市	1.采取多套上市标准,包括收入+净利润、收入+市值+经营性现金流、收入+市值	1.上市要求主要集中在财务、流动性和公司治理 2. NGSM 采用4个标准,税前营收、现金流+市值+收入、市值+收入、市值,企业必须至少符合一个标准
	2.目前红筹、VIE、同股不同权企业均可在科创板上市	2.目前红筹、VIE、同股不同权企业无法在A股上市	2.2018年港股新规对暂时无收入的生物科技企业、同股不同权的新兴企业放开了上市标准	NGM 包含4套上市标准,包括收入、资产、市值、总资产+总收入 NCM 包含3套上市标准,包括资产、市值、净利润
信息披露机制	1.强调行业信息、经营风险等信息披露	1.首次申报后需立即进行招股书预披露	1.提交A1申报文件后立即进行招股书披露	1.企业提交表格进行完全信息披露
		2.注重事前监管	2.有较成熟的后市监管法规及退市制度	2.成熟的后市监管及退市要求
公司治理要求	1.持续运营3年以上;2年内主营业务、控制权、管理层稳定	1.持续运营3年以上;主营业务、控制权、管理层稳定(主板中小板3年,创业板2年)	1.需有成熟完善的治理架构	须满足高的公司治理标准,对上市规则关联交易均有严格统一的监管口径。 (具体规则在上市规则5600系列)
		2.对同业竞争、关联交易均有严格的监管口径	2.主要股东独立性、内控等均有一定要求	
财务要求	1.对允许未盈利企业申请上市	1.对净利润、营业收入、现金流有较高要求(主板和中小板尤甚,创业板相对较低)	1.对公司的盈利要求较低,允许未盈利企业申请上市,重视企业的内核价值	1.无盈利指标送,看重企业潜力及营收能力
	2.更看重企业的市值而非盈利			
退市要求		减持有较多限制		面值、市值、流动性、总资产等方面都对退市作出了硬性规定,实现了对低质企业的出清,多机制保障退市

资料来源:上交所、港交所、纳斯达克、广证恒生

3.2.1. 科创板、美股、港股审核时间相当, A股上市审核流程复杂, 用时最长

从各个资本市场上市审核流程来看,科创板的平均审核周期约7个月,目前最快上市时间是4个月;港股的平均审核周期是6-11个月;美股的平均审核周期是6-9个月;A股2018年以后IPO审核趋严,上市审核流程日渐复杂,用时最长,平均周期17个月。

图表23. 科创板、美股、港股审核时间相当, A股上市审核流程复杂, 用时最长

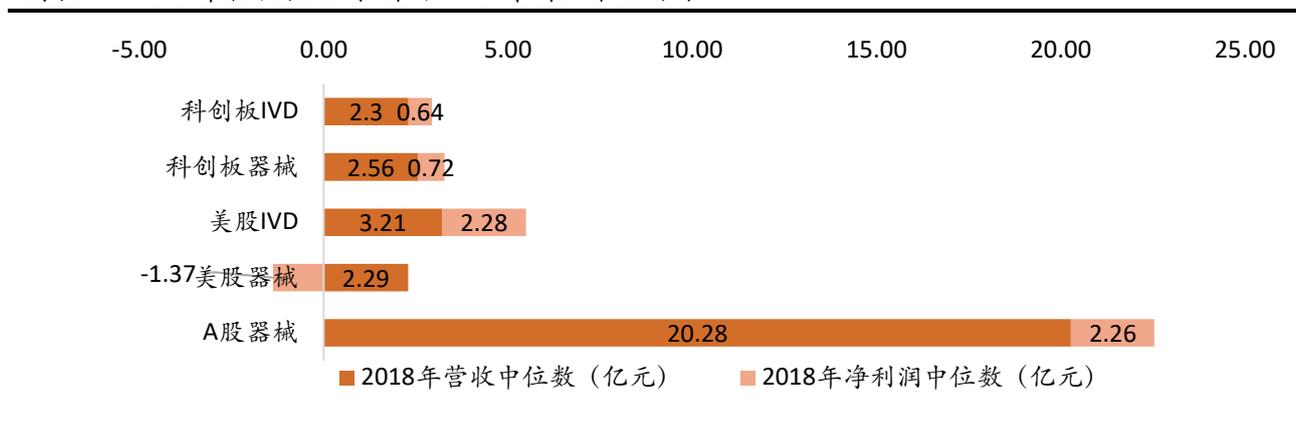
科创板			1.申请与受理：交存工作底稿、受理与补正	2.审核机构审核：问询与沟通	3.上市委审核：上市委员会审议	4.证监会注册
			五个工作日内	原则上小于6个月		20个工作日内
港股	1.寻找承销商在内的中介机构	2.上市材料准备：尽调和准备上市说明书	3.提交上市文件（A1）	4.监管机构审查上市文件	5.上市委员会的听证会	6.路演并上市
	提前2个月确定承销商			第一轮审查在10天内回复		
美股		1.寻找中介机构、申请立项	2.提交注册报告，聆讯	3.招股书 red herring	4.路演和定价	5.挂牌上市
			4-6周第一封修改意见书	2-3周后上市回复		
A股	1.改制与设立股份公司	2.尽调和辅导	3.申请文件的申报	4.申请文件审核	5.路演询价	6.发行与上市
			2-3个月排队	3-9个月	3-4个星期	3-4个星期

资料来源：公开资料整理、广证恒生

3.2.2. 医疗器械新上市公司上市前在 A 股的财务表现优于科创板、美股市场

从 2019 年度各板块新上市医药公司上市前盈利能力方面来看，2019 年新上市器械公司，上市前营收规模及净利润中位数均远超各板块上市条件；2019 年美股新上市器械公司中，存在多个亏损企业，2018 年净利润中位数为-1.37 亿元；2019 年尚无医疗器械企业赴港上市；A 股医疗器械新上市企业 2018 年营业收入中位数最高，达到 20.28 亿元，远超其他板块，但 2019 年尚无 IVD 企业在 A 股上市。

图表24. 2018 年营收状况（针对 2019 年新上市公司）



资料来源：Wind、同花顺、广证恒生

3.2.3. 预计科创板发行成本介于 A 股与港股发行成本之间

预计科创板承保费率比同等融资规模下的主板和中小创项目高，发行成本介于 A 股与港股市场发行成本之间。根据 Wind 数据，2018 年 A 股平均发行费率 11%，而港股市场加权平均发行费率 15.30%，美股市场加权平均发行费率 8-25%（包括收取较高入市费用和年费）。市场化发行机制下，券商为补偿“卖不出去”的风险，发行费率一般较高，企业应酌情考虑发行成本问题。

图表25. 科创板承保费率比同等融资规模下的主板和中小创项目高

维度	科创板	美股	港股	A股
上市费用	预测承保费率比同等融资规模下的主板和中小创项目高。多省市出台多项补贴政策，支持战略新兴产业登录科创板	包括中介机构费用、交易所费用和辅助推广费用。相比境内和港股市场，收取较高的入市费和年费。根据融资规模的不同，IPO 费率在 8%-25 %	企业应准备约 5%~30% 的募集资金作为发行成本，其中标准的承销费率 1.5%~4.0%	承销费用跨度最大，根据融资规模的不同费率 2.11%~10.69%

资料来源：Wind、广证恒生

3.3. 境内外各板块医疗器械企业募资对比：A股及科创板整体优于港股，美股最弱

我们选取四大市场医疗器械板块市值 20-40 亿人民币的企业相比较。根据 Wind 数据，四大板块的医疗器械企业中——科创板募集金额最多，中位值为 6.01 亿元，远超其他板块，美股 NASDAQ 资本市场最差；A 股、科创板估值最高，市盈率均在 35 倍以上，美股 NASDAQ 资本市场最小；A 股流动性最好，港股其次，美股 NASDAQ 资本市场流动性最差。

图表26. A股、科创板整体优于港股，美股最弱

总市值中位数(亿元)	2018年主营收入中位数(亿元)	2018年净利润中位数(亿元)	日成交额中位数(亿元)	日成交量中位数(万股)	换手率中位数(%)	市盈率 PE 中位数(倍)	市销率 PS 中位数	首发募集资金中位数(亿元)	
港股	24.77	6.01	-0.58	0.02	102.00	0.06	10.34	4.43	3.41
A股	31.57	6.29	0.76	0.19	160.34	1.02	39.39	4.15	4.07
NASDAQ	19.93	7.68	-2.58	——	28.57	1.23	-7.28	5.54	1.30
科创板	27.87	3.03	0.80	——	——	——	36.86	9.44	6.10

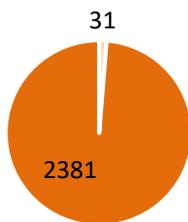
资料来源：Wind、广证恒生

3.4. 医疗器械企业在港股中占比较低，主板头部效应显著

医疗器械企业在港股企业总数中占比较低。截止至 2019 年 7 月，港股市场总共有 2412 家上市企业，根据行业划分，主要分布在消费品、工业、信息通讯、房地产等领域，医药行业企业相对较少。医药企业有 140 家，其中医疗器械企业有 31 家，包含 IVD 相关企业 5 家。医疗器械企业仅占港股企业总数的 1.28%。

图表27. 医疗器械企业在港股企业总数中占比较低

行业	企业数量	占比
医药企业	140	5.8%
医疗器械企业	31	1.28%
IVD 相关企业	5	0.21%

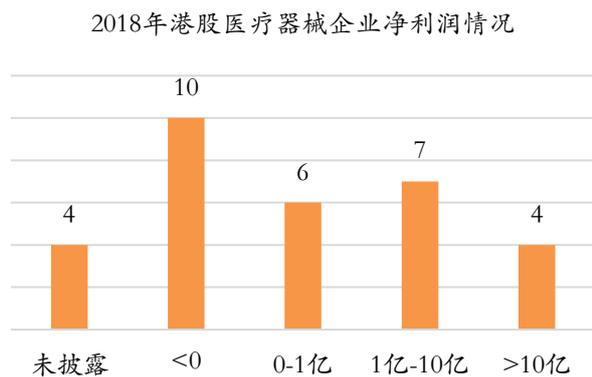


■ 医疗器械企业 ■ 其他企业

资料来源：Wind、广证恒生

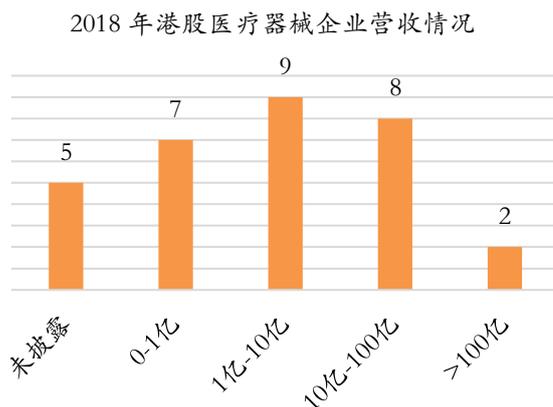
港股医疗器械相关企业主板头部效应显著，三成企业亏损。根据 Wind 数据，31 家医疗器械企业 18 年营收平均值为 142.72 亿元，中位值仅为 5.70 亿元，18 年净利润均值为 4.03 亿元，中位值为 0.41 亿元；31 家医疗器械企业 18 年营收及净利润中位值均远小于指标平均值，说明行业头部效应显著。在已披露净利润的 27 家医疗器械企业中，有 10 家相关企业 18 年净利润为负，占比达 32%。

图表28. 2018 年三成以上港股医疗器械企业净利润为负



资料来源：Wind、广证恒生

图表29. 2018 年港股医疗器械企业营收头部效应显著

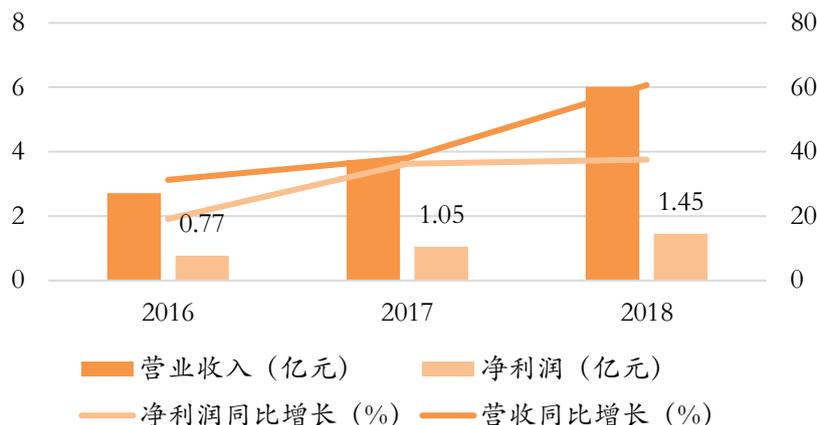


资料来源：Wind、广证恒生

3.4.1. 港股医疗器械标杆企业高速发展——爱康医疗（1798.HK）和春立医疗（1858.HK）

爱康医疗为一家致力于骨科医疗器械研发、生产及营销的中国医疗器械制造商，其业务主要集中在髌膝关节置换内植入物上。爱康医疗为中国市场上市场份额排名第一的骨科关节植入物制造商，同时也是中国第一家且唯一一家获 CFDA（国家食品药品监督管理总局）3D 打印骨关节及脊柱置换植入物技术认证的医疗器械制造商。根据 Wind 数据，爱康医疗营收高速增长，近三年持续保持 30% 以上增速，营业收入从 2016 年的 2.7 亿元增长 2018 年的 6.01 亿元；净利润也保持增长态势，2018 年实现净利润 1.45 亿元。

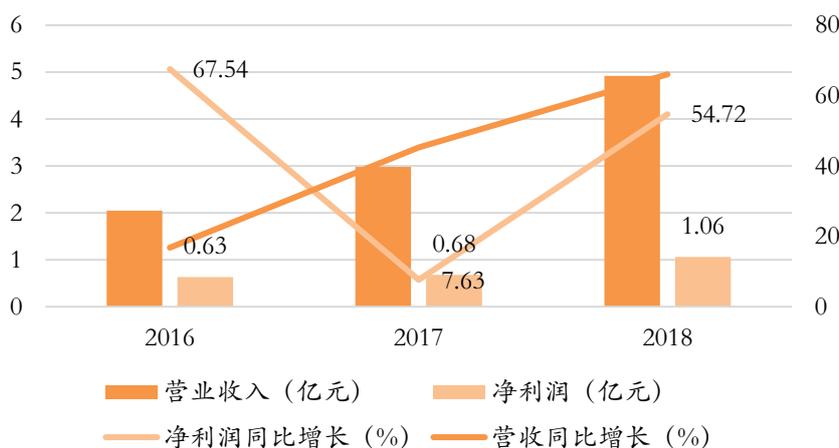
图表30. 爱康医疗营业收入近三年保持 30% 以上增速



资料来源：Wind、广证恒生

春立医疗 (1858.HK) 专注于骨科医疗器械的研发、生产及销售，是中国关节假体领域医疗器械注册证最为齐备的企业之一。根据 Wind 数据，春立医疗近三年营收持续放量，2018 年营业收入达到 4.92 亿元，营收增速也保持强劲增长趋势，其中 2018 年同比增长达 66.04%；春立医疗近三年实现的净利润也在稳健增长中，其中 2018 年实现净利润 1.06 亿元，同比增长 54.72%。

图表31. 春立医疗近三年营业收入、净利润均保持上升趋势

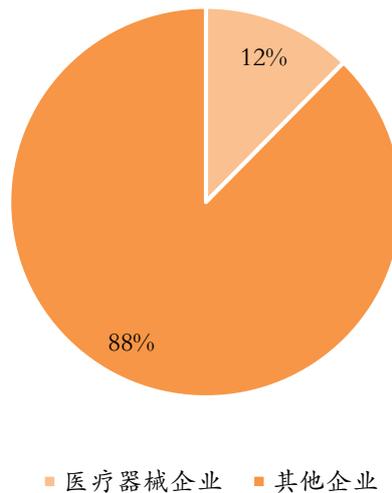


资料来源：Wind、广证恒生

3.5. 科创板医疗器械企业占比多，盈利能力较强

34 家生物医药企业申报科创板，其中医疗器械类企业达 18 家。截止至 2019 年 7 月 10 日，共有 146 家企业申请科创板。企业主要分布在新一代信息技术、生物医药、高端装备制造等领域。其中，生物医药企业有 34 家，其中医疗器械公司有 18 家，占全部科创板受理企业的 12.3%。近年来，创新医疗器械带动市场规模持续扩容，科创板的推出可谓正当其时。

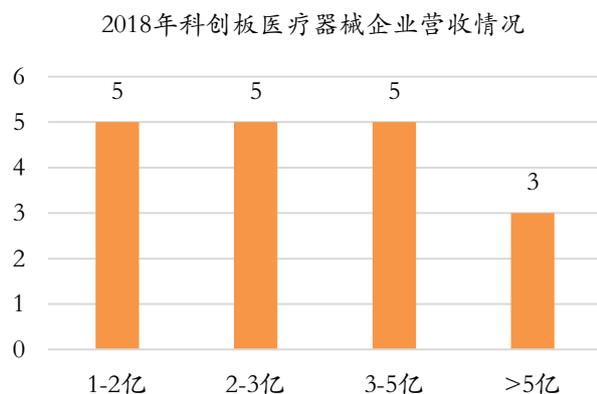
图表32. 科创板医疗器械企业在总体占比 12%



资料来源：Wind、广证恒生

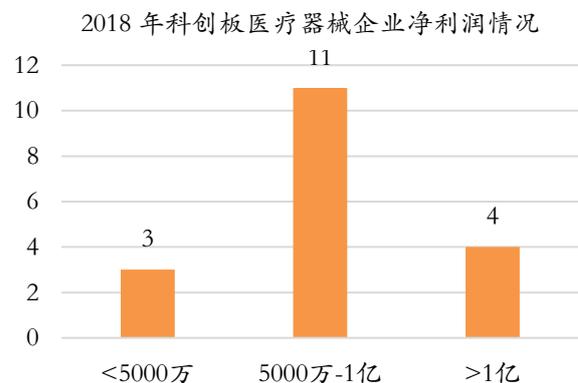
截至7月10日，共有18家医疗器械企业申请科创板。根据Wind数据，18家申请科创板的医疗器械企业2018年营收平均值为3.93亿元，中位值为2.56亿元；18年净利润均值为0.98亿元，中位值为0.72亿元。盈利能力较强。

图表33. 2018年科创板医疗器械企业营收能力强



资料来源：Wind、广证恒生

图表34. 2018年科创板医疗器械企业均有盈利



资料来源：Wind、广证恒生

3.5.1. 科创板已受理企业大多选择标准一，两家未盈利创新药企业以标准五申报

截至7月10日，146家申报科创板的企业中，有125家按标准一申报，占比达85.62%。目前有6家申报科创板的未盈利企业，其中2018年平均营收17.14亿元，平均净利润-9.07亿元，这些企业中有2家按标准四申报，2家以标准二申报，2家按标准五申报。在所有已受理医药企业中，18家医疗器械企业中仅有1家赛诺医疗以标准二申报，其余均按标准一申报；2家创新药企业泽璟制药和百奥泰净利润为负，以标准五申报。

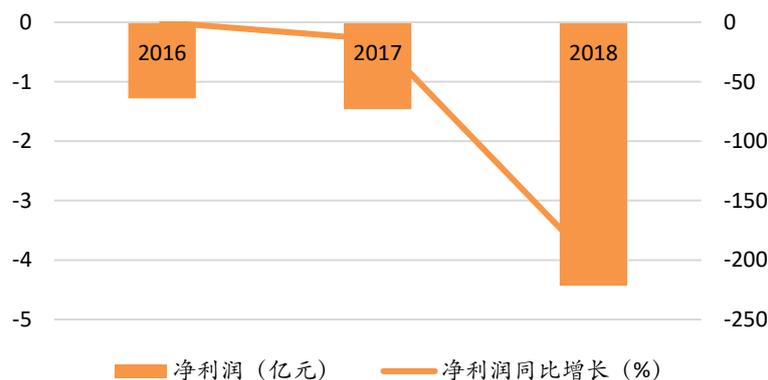
图表35. 科创板未盈利医药企业中有两家创新药企业

证券代码	证券简称	主营产品	2018 年营收 (亿元)	2018 年净利 润 (亿元)	预计总市值	预计市销率 PS	申报标准	辅导券商
A19147.SH	先临三维	3D 打印服务	2.28	-0.13	19.96	5.05	标准二	中金
A19252.SH	上海拓璞	复材五轴机床	4.01	-0.30	32.56	14.30	标准二	招商证券
A19003.SH	和舰芯片	芯片	42.48	-17.99	225.31	6.16	标准四	中金
A19139.SH	硅产业	半导体硅片	36.94	-26.02	100.00	9.91	标准四	海通证券
A19233.SH	泽璟制药	ZG005	0.01	-4.42	95.36	15632.79	标准五	长江证券
A19398.SH	百奥泰	人源抗体创新药	—	-5.53	138.03	—	标准五	广发证券

资料来源：Wind、广证恒生

泽璟制药 (A19233.SH) 是专注于肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病等多个治疗领域的创新驱动型新药研发企业，致力于小分子靶向新药与抗 PD-1/PD-L1 抗体对肿瘤的联合治疗。泽璟制药近三年净利润持续下降，2018 年亏损 4.4 亿元，主要原因是企业持续大量的研发投入。但企业多个核心产品市场规模较大，且已处于 II/III 期临床试验阶段，故预计市值较高，按标准五进行申报。

图表36. 泽璟制药近三年净利润持续为负



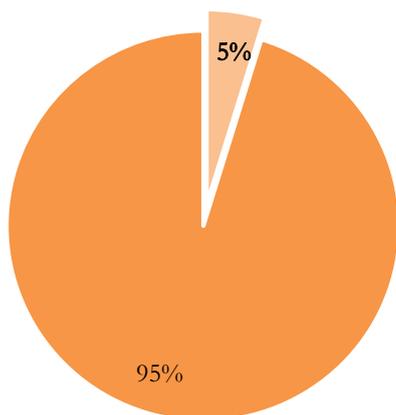
资料来源：Wind、广证恒生

3.6. 美股 83% 医疗器械企业在 NASDAQ 上市，2018 年仅全球精选市场企业盈利

医疗器械企业在美股中占比 5%，83% 在纳斯达克上市。截止至 2019 年 7 月 10 日，4896 家企业在美股上市，其中医药企业有 1016 家，包含医疗器械公司有 233 家，占企业总数的 5%；医疗器械企业中 193 家在纳斯达克上市，占器械企业的 83%。

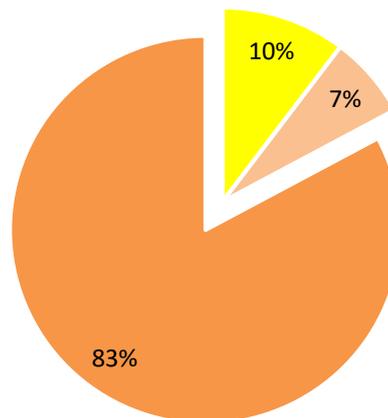
图表37. 医疗器械企业在美股中占比 5%

图表38. 美股医疗器械企业有 83% 在 NASDAQ 上市



■ 医疗器械企业 ■ 其他企业

资料来源: Wind、广证恒生

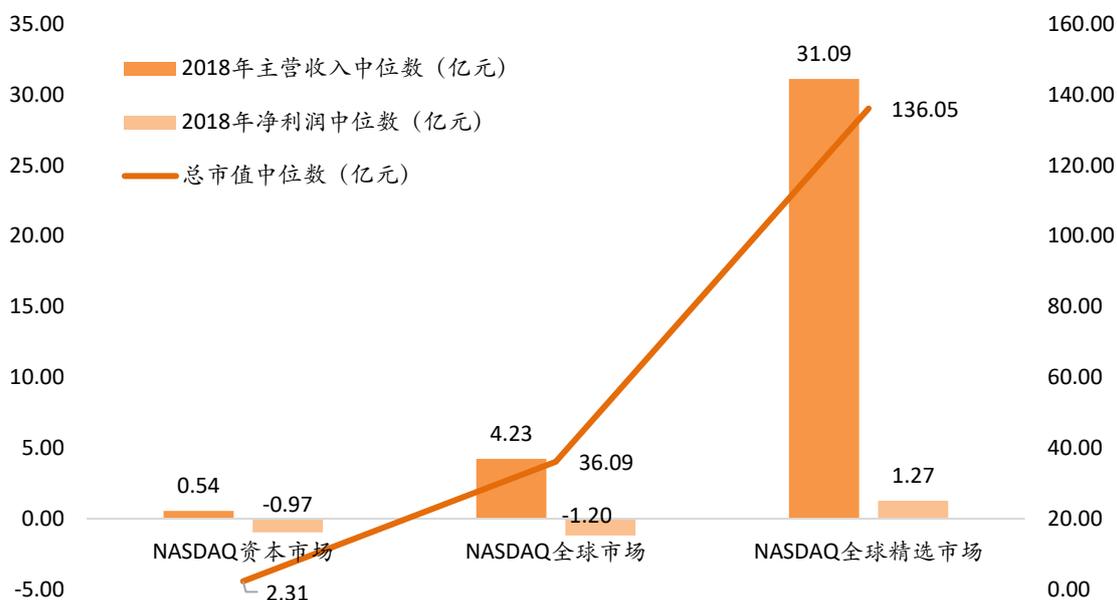


■ OTC ■ 美交所 ■ NASDAQ

资料来源: Wind、广证恒生

2018年纳斯达克上市医疗器械企业仅全球精选市场企业盈利，资本市场企业亏损。根据 Wind 统计数据，52 家全球精选市场医疗器械企业 2018 年营收平均值为 61.87 亿元，中位数 31.09 亿元；2018 年净利润均值为 3.02 亿元，中位数 1.27 亿元。资本市场医疗器械企业平均净利润-1.57 亿元，中位值-0.97 亿元，盈利能力低于全球精选市场企业。

图表39. 2018年纳斯达克上市医疗器械企业仅全球精选市场企业盈利，资本市场企业亏损



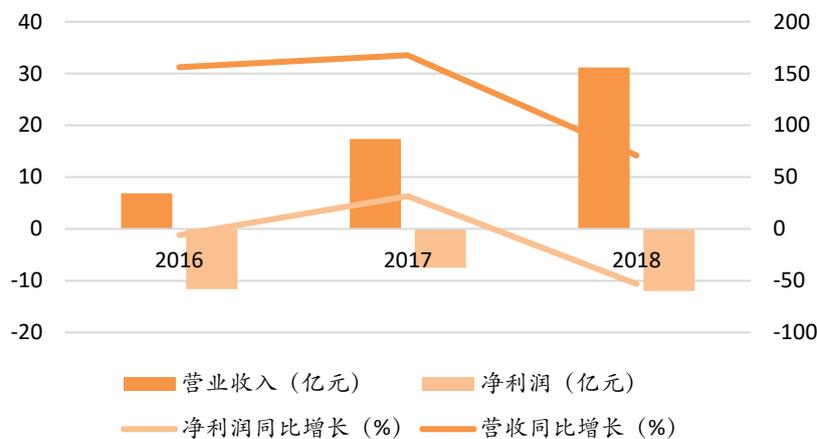
资料来源: Wind、广证恒生

3.6.1 精密科学 (EXAS.O) —— 近三年营收增速保持在 70% 以上，总市值破千亿的美股肠癌早筛标杆企业

精密科学 (Exact Science) 于纳斯达克资本市场上市，其产品 Cologuard 基于粪便 FIT-DNA 肠癌筛查技术、FDA 唯一批准的基于 sDNA 的肠癌筛查技术，已纳入 CMS 医保和多个肠癌筛查指南。精密科学近

三年营业收入持续增长, 2018 年营业收入达到 31.19 亿元, 营收增速保持在 70% 以上。根据 Wind 数据, 截至 2018 年年末, 精密科学 PE 为 -87.03 倍, 总市值达到 1047.95 亿元。

图表40. 精密科学近三年营收增速保持在 70% 以上



资料来源: Wind、广证恒生

3.7.A 股医疗器械领域 IPO 过会率

根据医械研究院统计, 2018 年整个 A 股市场共有 182 家企业上会, 其中 110 家企业成功过会, 过会率为 60.4%; 有 13 家医疗器械企业申报 IPO, 其中 6 家通过, 4 家待审, 3 家未通过。

图表41. 2018 年有 13 家医疗器械企业申报 IPO

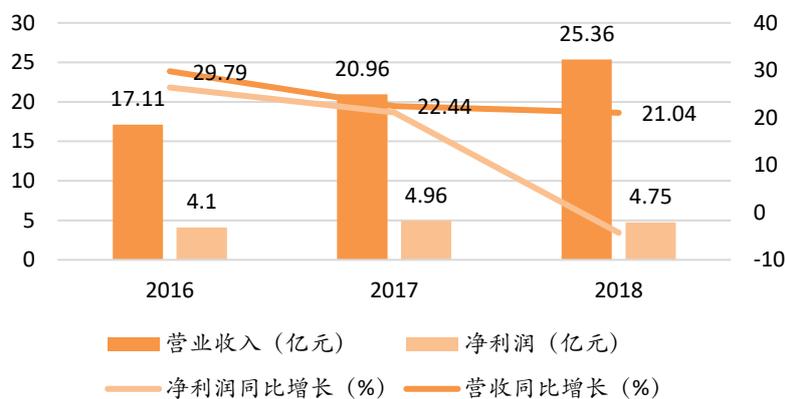
序号	公司名称	拟上市地点	主营业务	结果
1	振德医疗	上交所主板	低值耗材	已上市
2	明德生物	深交所中小板	IVD	已上市
3	爱朋医疗	深交所创业板	医用医疗设备	已上市
4	迈瑞生物	深交所创业板	医用医疗设备	已上市
5	奥美医疗	深交所中小板	低值耗材	已上市
10	万泰生物	深交所创业板	IVD	已过会
7	中红普林	深交所创业板	低值耗材	待审
8	伟康洁婧	上交所主板	低值耗材	待审
6	江西 3L	深交所创业板	低值耗材	待审
10	万泰生物	深交所创业板	IVD	待审
11	贝斯达	深交所创业板	医用医疗设备	未通过
12	天益医疗	上交所主板	低值耗材	未通过
13	国科恒泰	上交所主板	高值耗材	未通过

资料来源: 中国证监会、广证恒生

3.7.1.A 股医疗器械标杆企业实力雄厚，要求较高——华大基因（300676.SZ）及艾德生物（300685.SZ）

华大基因是通过基因检测等手段，为医疗机构、科研机构、企事业单位等提供基因组学类的诊断和研究服务的企业，是全球最大的基因组学研究中心。根据 Wind 数据，华大基因近三年营业收入持续快速增长，营业收入由 2016 年的 17.11 亿元增至 2018 年的 25.36 亿元，近三年营收同比增长率均保持在 20% 以上；年度净利润保持在 4 亿元以上。截至 2019 年 7 月 18 日，华大基因 PE 为 81.19 倍，总市值 258.38 亿元。

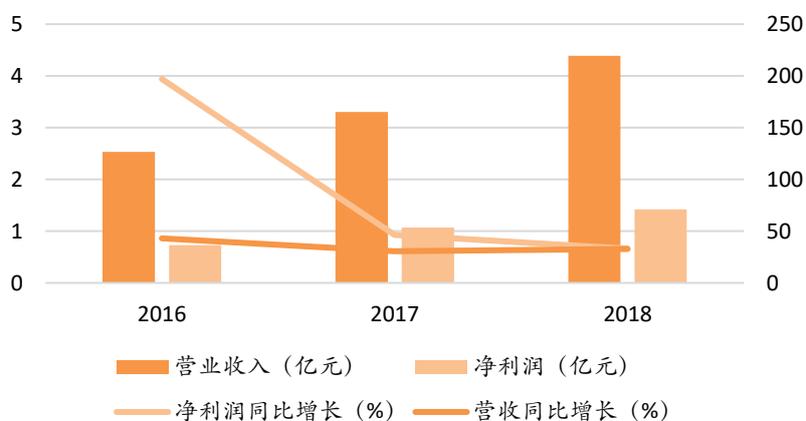
图表42. 华大基因近三年营收、净利润持续增长



资料来源：Wind、广证恒生

艾德生物是伴随诊断领域的细分龙头，A 股目前唯一一家专注于肿瘤伴随诊断的上市企业。在这十年的发展历程中，艾德生物依托具有自主知识产权的核酸分子检测技术(ADx-ARMS)，研发出 20 余种肿瘤分子诊断试剂。数据显示，艾德生物近三年营业收入及净利润均保持 30% 以上的高速增长，截至 2019 年 7 月 18 日，艾德生物 PE 为 64.40，总市值 72.94 亿元。

图表43. 艾德生物保持高速盈利



资料来源：Wind、广证恒生



3.8. 适合自己的才是最好的

建议相关医疗器械企业根据自身的融资需求以及资本市场对行业的认可度，选择适合自身、估值及流动性较好的资本市场。从发行条件来看，科创板发行要求相对较高，大多数指标要求初创期医疗器械企业短期难以达到，美股发行条件最低，但募资额少；港股则发行要求适中。从估值水平上来看，科创板的估值水平及平均募资额是最高的，预计平均募资额 6.10 亿；香港市场大市值公司（50 亿市值以上）估值及募资额较高，在香港市场企业能获得更高的估值及募资金额。

4. 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



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

新三板团队介绍：

在财富管理 and 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。

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：lijiawen1@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。