

2019年7月22日

**科创板询价报告之微芯生物**
**医药生物**
**主要财务指标（单位：百万元）**

	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	147.69	209.37	287.00	383.20
(+/-)	33.7%	41.8%	37.1%	33.5%
<b>营业利润</b>	32.75	54.50	80.47	111.35
(+/-)	24.2%	66.4%	47.7%	38.4%
<b>归属母公司净利润</b>	31.28	49.32	72.70	100.48
(+/-)	20.7%	57.7%	47.4%	38.2%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.09</b>	<b>0.12</b>	<b>0.18</b>	<b>0.25</b>

资料来源：Wind、华鑫证券研发部 s

**建议询价区间：[13.17, 17.12]元/股**

- **专注于创新研发的医药生物新锐企业。**公司成立于2001年，专注于创新药的研发与生产，产品覆盖肿瘤、代谢疾病和免疫性疾病三大领域。公司首个国家 I 类原创新药西达本胺，适应症为复发或难治的外周 T 细胞淋巴瘤，于2014年12月上市，2018年实现销售收入1.37亿元，是公司目前的主要收入来源。公司在研产品丰富，目前有14个在研项目储备，其中，西达本胺乳腺癌适应症的新药申请已提交国家药监局并被纳入优先审评名单；西格列他钠已完成 III 期临床试验；另有6项在研项目处于临床试验阶段，6项处于临床前研究阶段。（注：公司详细内容请参见我们于2019年4月16日发布的报告《科创板医药生物系列之四：微芯生物》）。

- **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入1.48亿元，同比增长33.7%；实现归母净利润3128万元，同比增长20.7%；2018年公司毛利率为96.3%，净利率为21.2%，ROE为6.3%，资产负债率为33.3%，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2.09亿元、2.87亿元和3.83亿元；实现归母净利润分别为4932万元、7270万元和10048万元。

- **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63.5亿元，采用 PE 法预测公司估值为59.2亿元，采用 DCF 法预测公司估值为62.6亿元。我们分别给予历史估值参考法 20%权重、PE 估值法 20%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](mailto: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 60%权重，最终得出公司当前估值约为 62.1 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 5000 万股，公司发行后总股本为 41000 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 15.14 元/股，建议询价区间为[13.17， 17.12]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: 可比公司贝达药业估值水平 .....	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10月，公司进行了上市前的最后增资，公司投后估值达到47亿元。考虑到公司近两年的成长性，以及二级市场相对于一级市场的部分估值溢价，我们在公司前期47亿元的估值基础上，给予相对中性的35%的溢价率，则公司对应的当期估值约为63.5亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	股本变动明细	投后估值
2000年11月	有限责任公司成立，注册资本为港元6538万元	
2016年6月	股权转让	
2016年7月	增资，注册资本由港元9852万元增至港元10837万元	11.17亿元
2017年4月	股权转让	
2017年10月	增资，注册资本由港元10837万元增至港元11319万元	47.00亿元
2017年10月	股权转让	
2018年3月	变更为股份有限公司，总股本36000万股	

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

溢价率	悲观预期				中性预期				乐观预期			
	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
估值（亿元）	49.4	51.7	54.1	56.4	58.8	61.1	63.5	65.8	68.2	70.5	72.9	75.2

资料来源：华鑫证券研发部

## 2. 相对估值 PE 法分析

公司从2016年开始实现盈利，考虑到公司的基本面状况，我们认为，A股上市公司贝达药业（300558）与公司具有较高的可比性，可作为相对估值的参考。贝达药业主营创新药研发，深耕恶性肿瘤治疗领域，核心产品埃克替尼2011年上市销售，该药属于1.1类新药，适应症为非小细胞肺癌，2018年实现销售收入12.08亿元，占公司营业收入的比重为98.7%，公司后续在研产品丰富。当前贝达药业2019年市场一致预期的PE为90倍左右。

图表 3：可比公司贝达药业估值水平

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300558	贝达药业	46.53	187	0.44	0.52	0.66	106.2	90.2	70.1

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 7 月 19 日）

针对微芯生物未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司核心产品西达本胺片进入医保后，能够实现快速放量，保持快速增长态势；2) 公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3) 公司西达本胺乳腺癌适应症有望成功获批上市，2 型糖尿病原创新药西格列他钠有望成功上市；4) 公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。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 4932 万元、7270 万元和 10048 万元。

我们认为，与贝达药业想比较，微芯生物从规模体量、发展状况来看，仍处于成长早期，其主打产品西达本胺尚处于快速放量期，未来成长性有望更快些。相对于贝达药业的估值，微芯生物可以给出一定的估值溢价。我们按照预测公司 2019 年归母净利润 4932 万元，假设给予 120 倍的 PE 估值进行测算，得出公司对应的当期估值约为 59.2 亿元。

图表 4：PE 估值分析

PE	悲观预期				中性预期				乐观预期			
	50	60	70	80	90	100	110	120	130	140	150	160
市值（亿元）	24.7	29.6	34.5	39.5	44.4	49.3	54.3	59.2	64.1	69.0	74.0	78.9

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，微芯生物适用。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 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 62.6 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	99.84%
永续增长率	3%
市值 (亿元)	<b>62.6</b>

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 63.5 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 59.2 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 62.6 亿元。结合公司具体发展状况，我们对三种估值方法给予不同的权重，分别给予历史估值参考法 20%权重、PE 估值法 20%权重、DCF 估值法 60%权重，最终得出公司当前估值约为 62.1 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 5000 万股，公司发行后总股本为 41000 万股；根据公司预测市值 62.1 亿元，得出公司对应股价为 15.14 元/股，建议询价区间为 [13.17, 17.12] 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)	63.5	20%
PE估值法估值 (亿元)	59.2	20%
DCF估值法估值 (亿元)	62.6	60%
最终预测估值 (亿元)	62.1	
发行后总股本 (万股)	41000	
每股股价 (元/股)	15.14	
询价区间 (元/股)	13.17	17.12

资料来源：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>