



2019年11月18日

科创板询价报告之硕世生物 (688399)

医药生物

建议询价区间: [57.08, 74.21]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	231	282	350	429
(+/-)	23.2%	22.1%	24.2%	22.6%
营业利润	73	91	116	143
(+/-)	45.0%	24.4%	27.2%	23.3%
归属母公	64	80	101	125
(+/-)	49.6%	24.7%	27.1%	23.3%
EPS (元)	1.45	1.36	1.73	2.13

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● **分子诊断领域优质企业。**公司成立于2010年,主要从事体外诊断试剂和仪器的研发、生产和销售。公司聚焦分子诊断领域,实现了“仪器+试剂+服务”的一体化经营。公司主要产品为核酸分子诊断试剂、核酸纯化试剂、干化学诊断试剂及检测仪器,广泛应用于传染病防控、临床检测、大规模人口筛查和优生优育管理等领域。(注:公司详细内容请参见我们于2019年6月26日发布的报告《科创板医药生物系列之二十一:硕世生物》)。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入2.31亿元,同比增长23.18%;实现归母净利润0.64亿元,同比增长49.58%;2018年公司毛利率为81.67%,净利率为27.67%,ROE为19.69%,资产负债率为18.07%,总体经营状况良好。2019H1实现营业收入1.22亿元;实现归母净利润0.30亿元。2019H1销售毛利率和销售净利率分别为82.01%和24.61%,ROE为8.49%,资产负债率为15.18%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为2.82亿元、3.50亿元和4.29亿元;实现归母净利润分别为0.80亿元、1.01亿元和1.25亿元。

● **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预测公司估值为35.7亿元,采用PE法预测公司估值为35.8亿元,采用DCF法预测公司估值为40.3亿元,考虑到公司目前收入和利润规模较小,尚处于快速成长期,我们以DCF估值法为主,历史估值参考法和PE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20%权重、DCF估值法60%权重,最终得出公司当前估值约为38.5亿元。我们假设公司本次发行新股数量为1466万股,公司发行后总股本为5862万股;根据公司预测市值,得出公司对应股价为65.65元/股,建议询价区间为[57.08, 74.21]元/股。(注:本报告仅供参考,不作为具体投资建议)

● **风险提示:** 产品研发风险; 行业政策风险; 市场竞争风险。

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、历史估值参考法分析.....	3
二、相对估值 PE 法分析.....	3
三、DCF 法分析	4
四、估值及询价分析.....	5
五、风险提示.....	5

图表目录

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

一、历史估值参考法分析

从公司历年融资及股权转让情况来看，2019年1月，公司完成股权转让后，投后估值达到17亿元，按公司2018年归母净利润0.64亿元来测算，当期PE估值在27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2019年初17亿元的基础上，给予110%的溢价率，则公司对应的当前估值约为35.7亿元。

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6月	股权转让	1.80
2016年10月	增资	6.66
2016年12月	股权转让	9.00
2017年3月	股权转让	14.00
2019年1月	股权转让	17.00

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			中观预期			乐观预期		
	30%	50%	70%	90%	110%	130%	150%	170%	190%
估值（亿元）	22.1	25.5	28.9	32.3	35.7	39.1	42.5	45.9	49.3

资料来源：华鑫证券研发部

二、相对估值 PE 法分析

公司聚焦分子诊断，主要产品为体外诊断试剂与仪器，覆盖传染病检测、肿瘤筛查、女性生殖道微生态检测等多个领域。我们认为 A 股上市公司中艾德生物(300685)和凯普生物(300639)，两家公司都主营分子诊断试剂及仪器，艾德生物主要针对肿瘤伴随治疗领域，凯普生物德产品主要应用于临床检测、大规模人口筛查和优生优育管理领域。当前可比公司 2019 年市场一致预期的 PE 在 56 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)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300685	艾德生物	73.37	108	0.95	0.98	1.35	77.3	75.1	54.2
300639	凯普生物	25.35	55	0.65	0.69	0.91	39.2	36.6	27.9
	平均值						58.3	55.9	41.0

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 11 月 15 日）

关于硕世生物未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司继续深耕分子诊断领域，在多重荧光定量 PCR 技术和干化学技术等技术领域保持一定的核心竞争力；2) 公司产品在传染病检测和临床检测领域应用良好，市场占有率有望进一步提高；3) 公司在液体活检、高通量测序、新型肿瘤标志物检测等领域不断丰富自身产品管线，研发进展顺利；4) 公司产品的价格体系保持相对稳定；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 0.80 亿元、1.01 亿元和 1.25 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，由于公司目前营收和利润规模较小，我们按 2019 年 45 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 35.8 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）	19.9	23.9	27.9	31.8	35.8	39.8	43.8	47.7	51.7

资料来源：华鑫证券研发部

三、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，硕世生物适用。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 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 40.3 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	100.00%
永续增长率	2%
市值 (亿元)	40.3

资料来源：华鑫证券研发部

四、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 35.7 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 35.8 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 40.3 亿元，考虑到公司目前收入和利润规模较小，我们以 DCF 估值法为主，历史估值参考法和 PE 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 20%权重、DCF 估值法 60%权重，最终得出公司当前估值约为 38.5 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 1466 万股，公司发行后总股本为 5862 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 65.65 元/股，建议询价区间为[57.08, 74.21]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)	35.7	20%
PE估值法估值(亿元)	35.8	20%
DCF法估值 (亿元)	40.3	60%
市值 (亿元)	38.5	
发行后总股本 (万股)	5862	
每股股价(元/股)	65.65	
询价区间 (元/股)	57.08	74.21

资料来源：华鑫证券研发部

五、风险提示

风险主要包括：产品研发风险；行业政策风险；市场竞争风险。



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
流动资产:					营业收入	231	282	350	429
货币资金	212	653	690	746	营业成本	42	60	75	93
应收款	26	31	37	44	营业税金及附加	1	1	1	1
存货	14	18	22	26	销售费用	79	87	105	124
其他流动资产	2	2	2	2	管理费用	22	27	33	40
流动资产合计	254	702	749	816	财务费用	-2	-4	-7	-7
非流动资产:					费用合计	99	110	132	158
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
固定资产+在建工程	60	97	133	168	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	26	30	35	40	投资收益	6	7	7	7
其他非流动资产	56	62	68	75	营业利润	73	91	116	143
非流动资产合计	142	189	236	283	加: 营业外收入	0	1	1	1
资产总计	396	891	986	1,100	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	73	91	116	143
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	9	12	15	19
应付账款、票据	9	17	20	23	净利润	64	80	101	125
其他流动负债	46	51	56	61	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	55	67	76	85	归母净利润	64	80	101	125
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	16	17	18	19					
非流动负债合计	16	17	18	19					
负债合计	71	84	93	103					
所有者权益									
股本	44	59	59	59					
资本公积金	206	610	610	610					
未分配利润	63	122	197	289					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	324	809	894	999					
负债和所有者权益	396	893	988	1,102					

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	64	80	101	125	成长性				
折旧与摊销	14	24	31	38	营业收入增长率	23.2%	22.1%	24.2%	22.6%
财务费用	-2	-4	-7	-7	营业利润增长率	45.0%	24.4%	27.2%	23.3%
存货的减少	4	-4	-4	-4	归母净利润增长率	49.6%	24.7%	27.1%	23.3%
营运资本变化	11	2	-3	-4	总资产增长率	27.3%	125.4%	10.6%	11.6%
其他非现金部分	-8	0	0	-1	盈利能力				
经营活动现金净流量	86	97	118	148	毛利率	81.7%	78.8%	78.6%	78.4%
投资活动现金净流量	-75	-65	-72	-79	营业利润率	31.8%	32.4%	33.1%	33.3%
筹资活动现金净流量	0	410	-9	-13	三项费用/营收	43.0%	39.1%	37.6%	36.7%
现金流量净额	10	441	37	56	EBIT/销售收入	28.0%	32.5%	33.2%	33.4%
					净利润率	27.7%	28.2%	28.9%	29.1%
					ROE	19.7%	9.8%	11.3%	12.5%
					营运能力				
					总资产周转率	58.3%	31.6%	35.5%	39.0%
					资产结构				
					资产负债率	18.1%	9.4%	9.5%	9.4%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.34	1.21	1.16	1.18
					每股数据(元/股)				
					每股收益	1.45	1.36	1.73	2.13
					每股净资产	7.37	13.80	15.26	17.04

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>