

## 科创板估值方法选择

### 核心观点:

1、截止 2019 年 6 月 19 日，上交所披露已受理科创板申报的企业共 124 家，其中 16 家通过上市委会议审核，11 家提交证监会注册，得到证监会同意注册回复 2 家，1 家披露上市发行安排及询价公告。预计 7 月会有首批科创板企业上市交易。

#### 2、科创板发行定价机制:

(1) 保荐机构相关子公司跟投制度，科创板发行人的保荐机构通过依法设立的另类投资子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的另类子公司参与发行人首次公开发行战略配售，并对获配股份设定限售期。

(2) 通过网下初步询价直接确定发行价格，不再进行累计投标询价。

3、科创板公司重点支持 6 大领域（信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药），每个领域适用的估值定价方法不尽相同。每个领域内的公司不同发展阶段特点，估值定价方法也有差异。

#### 4、估值方法分为 4 类:

- (1) 绝对估值法，包括 DCF(DDM、FCFF、FCFE)、EVA 等；
- (2) 相对估值法，包括 PE、PB、EV/EBITDA、PS、EV/GMV、PEG 等；
- (3) 资产价值法，包括重置成本法、清算价值法、RNAV；
- (4) 其他方法，包括 VM 指数、实物期权法等。

5、根据企业生命周期理论，企业的生命周期有初创、成长、成熟、衰退 4 个阶段。4 个阶段各有不同特点，对应的估值方法也不同。

- (1) 初创期适用的估值方法：EV/EBITDA、PS、实物期权法、EV/GMV；
- (2) 成长期适用的估值方法：PE、PB、PS、PEG、EV/EBITDA、EV/GMV；
- (3) 成熟期适用的估值方法：DDM、PE、PB、EV/EBITDA 等；
- (4) 衰退期适用的估值方法：重置成本法。

6、目前 124 家已受理公司中，成立时间 5 年以内 6 家，5-10 年 30 家，10-15 年 48 家，15-20 年 32 家，20 年以上 8 家。成立 10-15 年的公司家数最多，占比 38%。初创型公司较少。

7、目前已过会公司共 16 家，根据 16 家公司的招股说明书（申报稿）中的拟募集资金额、拟发行股数、历史业绩情况等数据，我们模拟计算了公司静态估值情况。目前已过会公司预期市值的中位数为 40 亿，预期 PE 中位数 32 倍，预期 PB 中位数 6 倍，预期 PS 中位数 6 倍。

8、风险提示：仅用一种估值方法容易出现偏差，建议多种估值方法对比参考。

### 分析师

杨晓彤

☎: 010-83571329

✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518020001

特此鸣谢

王婷

☎: 010-66568908

✉: wangting@chinastock.com.cn

林相宜

☎: 010-66568843

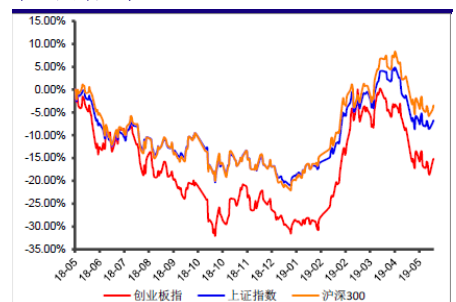
✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

### 市场数据

2019/6/19

科创板受理企业数量	124
已中止审查企业数量	1
上证指数	2917.80
沪深 300 指数	3715.94

### 相对指数表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

### 相关研究

## 目 录

一、科创板定价规则.....	1
(一) 时间进度.....	1
(二) 定价规则.....	1
(三) 估值方法分类.....	2
二、124 家已受理公司情况.....	2
(一) 不同领域分布.....	2
(二) 公司成立时间.....	3
(三) 财务状况.....	3
三、部分已过会公司估值方法选择.....	4
(一) 拟募集金额.....	4
(二) 部分公司估值方法选择.....	5
四、风险提示.....	6

## 一、科创板定价规则

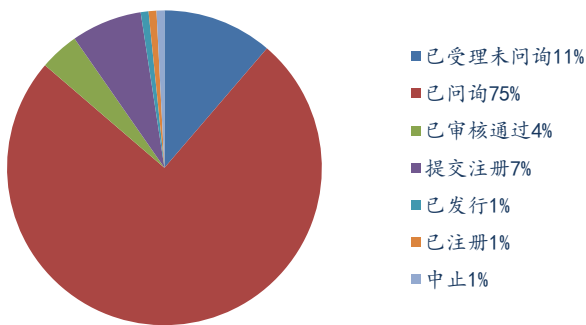
### (一) 时间进度

截止 2019 年 6 月 19 日，上交所披露已受理科创板申报的企业共 124 家，其中 16 家通过上市委会议审核，11 家提交证监会注册，得到证监会同意注册回复 2 家，1 家披露上市发行安排及询价公告。预计 7 月会有首批科创板企业上市交易。

6 月 13 日，科创板开板。6 月 14 日，证监会同意 2 家企业科创板 IPO 注册。6 月 19 日，华兴源创披露上市发行安排及初步询价公告。自 2018 年 11 月国家提出设立科创板以来，仅仅 7 个月的时间，我们即将迎来科创板企业上市。速度之快超出市场预期。

正如易会满主席在科创板开板仪式上指出，设立科创板并试点注册制，是深化资本市场改革开放的基础制度安排，是推进金融供给侧结构性改革、促进科技与资本深度融合、引领经济发展向创新驱动转型的重大举措。

图表 1：科创板受理公司状态



资料来源：上交所，中国银河证券研究院

### (二) 定价规则

根据《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》、《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》、《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》、《上海市场首次公开发行股票网上发行实施细则》、《上海市场首次公开发行股票网下发行实施细则》等有关规定，科创板发行定价机制有以下特征。

#### 1. 保荐机构相关子公司跟投制度

科创板发行人的保荐机构通过依法设立的另类投资子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的另类子公司参与发行人首次公开发行股票战略配售，并对获配股份设定限售期。

参与配售的保荐机构相关子公司应当承诺获得本次配售的股票持有期限为自发行人首次公开发行并上市之日起 24 个月。

参与战略配售的保荐机构及其他战略投资者不直接参与询价。保荐机构跟投并设定较长的限售期有助于形成更为合理的价格区间。

#### 2. 通过网下初步询价直接确定发行价格，不再进行累计投标询价

发行人和保荐机构根据初步询价结果，剔除报价最高部分报价。剔除最高部分报价后，重点参照公募基金、社保基金、养老金、企业年金、保险资金和 QFII 等机构的报价中位数和加权平均数的孰低值，审慎确定发行价格。

### （三）估值方法分类

科创板公司重点支持 6 大领域（信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药），每个领域适用的估值定价方法不尽相同。每个领域内的公司不同发展阶段特点，估值定价方法也有差异。以下简略介绍估值方法分类以及不同生命周期的企业适用于哪些估值方法。

估值方法分为 4 类：1.绝对估值法，包括 DCF(DDM、FCFF、FCFE)、EVA 等；2.相对估值法，包括 PE、PB、EV/EBITDA、PS、EV/GMV、PEG 等；3、资产价值法，包括重置成本法、清算价值法、RNAV；4、其他方法，包括 VM 指数、实物期权法等。

根据企业生命周期理论，企业的生命周期有初创、成长、成熟、衰退 4 个阶段。4 个阶段各有不同特点，对应的估值方法也不同。

图表 2：估值方法分类

分类	常见估值方法
绝对估值法	DCF(DDM、FCFF、FCFE)、EVA
相对估值法	PE、PB、EV/EBITDA、PS、EV/GMV
资产价值法	重置成本法、清算价值法、RNAV
其他方法	VM 指数、实物期权法

资料来源：中国银河证券研究院

图表 3：不同生命周期的估值方法选择

生命周期	特征	适用估值方法
初创期	企业新产品刚刚投入市场，规模不大，不确定性强。	EV/EBITDA、PS、实物期权法、EV/GMV
成长期	企业规模扩大，收入或利润增速高，产品不断丰富。	PE、PB、PS、PEG、EV/EBITDA、EV/GMV
成熟期	企业增长速度比较稳定，可能会出现稳定分红	DDM、PE、PB、EV/EBITDA 等
衰退期	企业销售量和利润持续下降	重置成本法

资料来源：中国银河证券研究院

## 二、124 家已受理公司情况

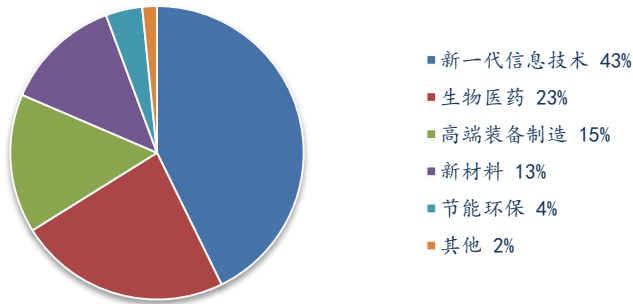
截止 2019 年 6 月 19 日，上交所已受理拟登陆科创板公司共计 124 家。从领域分布、成立时间、财务状况方面各有差别。

### （一）不同领域分布

从科创板的 6 大领域来看，申报企业在信息技术行业数量最多，共 52 家，占比 43%。其次是生物医药，29 家，占比 23%。高端智造和新材料各占 15%、13%。其余为节能环保和其他相关服务业。

不同行业适用的估值方法不尽相同。选择估值方法时需要考虑这一因素。信息技术行业，有的企业比较看重用户数情况，可适用 EV/GMV 的估值方法。生物医药行业的创新药领域，如果创新药处于研发期，未来存在不确定性，可考虑实物期权法。高端智造和新材料企业，如果处于成长或成熟期，可考虑 PE、PS、PB、PEG、EV/EBITDA 等方法进行估值。

图表 4：不同领域分布情况



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

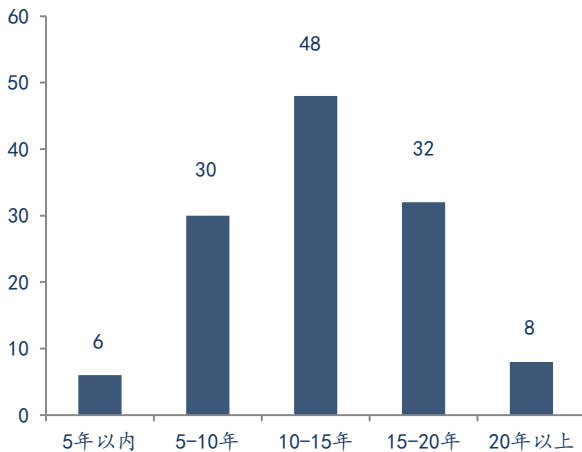
## （二）公司成立时间

目前 124 家已受理公司中，成立时间 5 年以内 6 家，5-10 年 30 家，10-15 年 48 家，15-20 年 32 家，20 年以上 8 家。成立 10-15 年的公司家数最多，占比 38%。

从企业生命周期来看，对于初创期企业的界定一般是 5 年以内，可以考虑选择初创类企业的估值方法，但仍需视具体公司情况而定。如硅产业，虽然成立时间最短不到 4 年，但其子公司新傲科技成立已有 18 年，用初创类企业估值方法并不合适。

已受理公司中，成立 10-15 年的企业最多。经过 10-15 年的发展，企业有可能进入成长期或者成熟期，此时适用的估值方法很多，包括 PE、PS、PB、EV/EBITDA 等。具体使用哪几种估值方法，需要视企业所处行业、经营状况以及具体发展阶段而定。

图表 5：公司成立时间



资料来源：招股说明书（申报稿）、中国银河证券研究院

## （三）财务状况

我们统计了不同领域科创板申报企业的营收、净利、研发支出平均增长情况。

信息技术产业的申报企业 2018 年营业总收入中位数为 4.67 亿，复合增长率 40%；归母净利润中位数 0.85 亿，复合增长率 72%，研发支出占营收比例 10%，在科创板 6 个领域中排名最高。研发支出的预测在信息技术类企业的估值模型中比较重要。

生物医药产业的申报企业研发支出占营收比例中位数为 9.8%，同样也应考虑研发支出对于估值的影响。

高端装备、新材料产业的企业营收、净利相对比较稳定，研发支出占比相对较低，大部分公司处于成长期甚至成熟期，适用的估值方法较多，包括 FCFF、PS、PE、PB、EV/EBITDA 等。

节能环保和其他领域的申报企业较少，目前共计 7 家，每家公司盈利情况差异较大，中位数和均值不具有参考价值。

**图表 6：财务状况**

不同领域	营业总收入 (2018, 亿元)	营收三年复 合增长率(%)	归母净利润 (2018, 亿元)	归母净利三年 复合增长率(%)	研发支出占 营收比(%)
新一代信息技术产业 (中位数)	4.67	40.26	0.85	72.67	10.71
生物医药产业 (中位数)	3.23	32.15	0.81	46.52	9.82
高端装备制造产业 (中位数)	5.08	45.23	0.57	41.18	8.64
新材料产业 (中位数)	6.40	31.98	0.68	36.33	4.66
节能环保产业 (中位数)	4.93	63.50	0.80	128.26	5.26
其他 (均值)	5.46	17.62	39.34	1.33	60.03

资料来源：招股说明书（申报稿）、Wind、中国银河证券研究院

### 三、部分已过会公司估值方法选择

目前已过会公司共 16 家，根据 16 家公司的招股说明书（申报稿）中的拟募集资金额、拟发行股数、历史业绩情况等数据，我们模拟计算了公司静态估值情况。同时，我们列举几家公司参考可比公司的估值方法选择。

#### （一）拟募集资金额

根据已过会 16 家公司的拟募集资金金额以及拟发行股数，我们测算了拟发行市值以及预期 PE、PB、PS。目前已过会公司预期市值的中位数为 40 亿，预期 PE 中位数 32 倍，预期 PB 中位数 6 倍，预期 PS 中位数 6 倍。

**图表 7：根据拟募集资金额推算的估值水平**

证券简称	状态	拟募集资金 (亿元)	预期市值 (亿元)	预期 PE	预期 PB	预期 PS
华兴源创	已发行	11	109	45	12	11
睿创微纳	已注册	5	33	27	3	9
微芯生物	提交注册	8	66	211	13	45
安集科技	提交注册	3	12	27	3	5
天准科技	提交注册	10	40	42	10	8
福光股份	提交注册	7	26	28	3	5
澜起科技	提交注册	23	230	31	6	13
天宜上佳	提交注册	6	43	17	4	8
杭可科技	提交注册	5	53	19	6	5
交控科技	提交注册	6	22	33	6	2
南微医学	提交注册	9	36	19	6	4
光峰科技	已过会	10	66	38	9	5
容百科技	已过会	16	158	74	5	5
乐鑫科技	已过会	10	40	43	13	9
安恒信息	已过会	8	30	36	6	5
心脉医疗	已过会	7	26	29	12	11
中位数		8	40	32	6	6
均值		9	62	45	7	9

资料来源：招股说明书（申报稿）、Wind、中国银河证券研究院



## (二) 部分公司估值方法选择

### 1. 华兴源创

公司是国内领先的检测设备与整线检测系统解决方案提供商。华兴源创目前处于稳定成长期，我们认为公司适用于 PE、PEG 估值方法。

### 2. 睿创微纳

睿创微纳致力于专用集成电路、红外成像传感器及 MEMS 传感器设计与制造技术开发。目前公司处于快速成长期，我们认为适用于 PE、PEG 估值方法。

### 3. 微芯生物

公司主营创新药领域，是专注于恶性肿瘤、代谢性疾病与自身免疫性疾病创新药研发的高新技术企业。由于创新药盈利不稳定，我们认为公司适用于 PS 估值方法。

### 4. 安集科技

公司是国内领先的半导体材料企业。半导体行业适用于 PE 估值方法。

### 5. 天准科技

公司以机器视觉为核心技术，产品为工业视觉装备。考虑到公司的收入增长比较快，毛利率、盈利状况良好，适用于 PE、PEG 估值方法。

### 6. 福光股份

公司是专业从事军用特种光学镜头及光电系统、民用光学镜头、光学元器件等产品科研生产的高新技术企业。光学行业在投入期适用于 EV/EBITDA 方法估值，以避免初期固定资产等基础设施高度投入导致大量折旧对估值的扭曲，开始盈利期适用于 PS 估值。我们认为公司适用于 PS、EV/EBITDA 估值方法。

### 7. 交控科技

列控设备属于市场成熟度较高的行业，现金流与经营状况相对稳定。我们认为公司适用绝对估值的 FCFF 以及相对估值的 PE 估值方法。

**图表 8：参考可比公司的估值方法选择**

证券简称	状态	预期 PE	预期 PB	预期 PS	可比公司	PE	PS	可比公司数据来源
华兴源创	已发行	45	12	11	精测电子 (300567. SZ)	36	7	6月17日深度报告
					大立科技 (002214. SZ)	59	9	
					高德红外 (002414. SZ)	121	15	
睿创微纳	已注册	27	3	9	景嘉微 (300474. SZ)	81	29	6月14日深度报告
					耐威科技 (300456. SZ)	95	14	
					恒瑞医药 (600276. SH)	62	14	
微芯生物	提交注册	211	13	45	贝达医药 (300558. SZ)	86	11	6月12日深度报告
					上海新阳 (300236. SZ)	1120		
安集科技	提交注册	27	3	5	江丰电子 (300666. SZ)	144		6月14日深度报告
					精测电子 (300567. SZ)	37		
天准科技	提交注册	42	10	8	赛腾股份 (603282. SH)	25		6月14日深度报告

					先导智能 (300450. SZ)	34		
					联创电子 (002036. SZ)	22	1	
福光股份	提交注册	28	3	5	水晶光电 (002273. SZ)	21	4	6月14日 深度报告
					联合光电 (300691. SZ)	54	3	
					众合科技 (000925. SZ)	102		
交控科技	提交注册	33	6	2	中国通号 (3969. HK)	12		6月11日 深度报告
					中车时代电气 (3898. HK)	16		

资料来源：招股说明书（申报稿）、Wind、中国银河证券研究院

## 四、风险提示

本报告仅提供估值方法选择的初步建议，不对具体标的进行推荐。

仅用一种估值方法容易出现偏差，建议多种估值方法对比参考。



## 图表目录

图表 1: 科创板受理公司状态 .....	1
图表 2: 估值方法分类 .....	2
图表 3: 不同生命周期的估值方法选择 .....	2
图表 4: 不同领域分布情况 .....	3
图表 5: 公司成立时间 .....	3
图表 6: 财务状况 .....	4
图表 7: 根据拟募集金额推算的估值水平 .....	4
图表 8: 参考可比公司的估值方法选择 .....	5

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**杨晓彤，科创板、传媒行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn