

2019年06月19日

微芯生物 (K19011.SH)

新股分析

专注原创新药开发的医药科创先锋

投资要点

- ◆ **专注于原创新药开发：**公司专注于肿瘤、代谢疾病和免疫性疾病三大治疗领域原创新药的研发。公司目前的收入来源主要是核心产品——西达本胺，2018年占比达到90%以上。受益于西达本胺销售的增长，2016-2018年公司的营业收入和扣非净利润均快速增长，复合年增长率分别为20.05%、55.71%。同时，由于西达本胺的创新药属性，公司综合毛利率也维持在95%以上。
- ◆ **西达本胺——全球首个选择性HDAC抑制剂：**西达本胺是公司独家发现的新分子实体药物，于2014年12月获得CFDA批准用于外周T细胞淋巴瘤的治疗，是全球首个亚型选择性组蛋白去乙酰化酶（HDAC）抑制剂和全球首个获批治疗外周T细胞淋巴瘤的口服药物，也是国内目前唯一治疗外周T细胞淋巴瘤的药物。除了外周T细胞淋巴瘤以外，公司近年来也积极扩大西达本胺的临床适应症，目前已完成激素受体阳性乳腺癌的III期临床试验，达到临床试验主要终点，并于2018年11月进行新药上市申报，进展顺利的话预计2019-2020年将获批上市。此外，针对非小细胞肺癌和弥漫性大B细胞淋巴瘤的临床试验也在进行中，目前分别处于临床III期和临床II期。根据现金流折现模型的测算结果，西达本胺针对外周T细胞淋巴瘤、激素受体阳性乳腺癌、非小细胞肺癌3个适应症的现值分别为22.9亿元、34.6亿元、2.2亿元。
- ◆ **研发管线丰富，产品有望呈梯队上市：**除了西达本胺以外，公司近年来也陆续开发了一系列的小分子新药，其中进展较快的是西格列他钠和西奥罗尼。西格列他钠是公司自主设计、合成、筛选和开发的新一代胰岛素增敏剂类新分子实体，目前已经完成II型糖尿病的III期临床试验，预计2019年将申报上市，若进展顺利有望于2020-2021年获批。根据我们的测算结果，西格列他钠针对II型糖尿病的现值为18.16亿元。西奥罗尼是一个多靶点多通路选择性激酶抑制剂，属于小分子抗肿瘤原创新药，它针对主要几种肿瘤相关靶标蛋白激酶VEGFR1,2,3、PDGFR α/β 、CSF-1R和Aurora B均有显著的体外抑制活性（IC50小于10nM）。目前正在针对卵巢癌、小细胞肺癌、非霍奇金淋巴瘤、肝癌等不同适应症的II期临床试验。此外，公司还有多个小分子新药处于临床前研发阶段，后续产品储备丰富。随着研发项目的不断推进，公司的产品管线也将更加丰满，助力公司业绩的快速提升。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.10、0.15和0.22元。公司本次拟申请公开发行不超过5000万股，发行后总股本为4.1亿股。根据公司产品的研发进度及未来增长性的预判，分别给予西达本胺和西格列他钠59.7亿元和18.2亿元的估值，我们预计微芯生物合理市值区间为75-80亿元，对应18.29-19.51元/股。
- ◆ **风险提示：**研发风险，政策风险，市场竞争加剧，新产品销售不达预期。

询价区间：	18.29 - 19.51 元
定价区间：	- 元

发行数据

总股本(万股)	36,000
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	安信证券股份有限公司
发行日期	
发行方式	网上发行,网下配售

股东信息

博奥生物集团有限公司	11.92%
萍乡永智英华元丰投资合伙企业(有限合伙)	7.87%
LAV One (Hong Kong) Co., Limited	7.05%
Vertex Technology Fund (III) Ltd.	6.63%
深圳市海粤门生物科技开发有限公司	6.37%
鲁先平	6.16%
深圳海德睿博投资有限公司	5.50%
深圳市圣明创业投资合伙企业(有限合伙)	4.66%
深圳市海德康成投资合伙企业(有限合伙)	4.25%
深圳市招银一号创新创业投资合伙企业(有限合伙)	3.49%

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

相关报告

财务数据与估值

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	110.5	147.7	199.6	282.4	421.8
净利润	25.9	31.3	41.9	60.7	90.9
每股收益(元)	0.07	0.09	0.10	0.15	0.22
每股净资产(元)	1.31	1.38	3.28	3.43	3.65

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	95.2%	96.3%	96.3%	96.2%	96.3%
净利润率	23.4%	21.2%	21.0%	21.5%	21.5%
净资产收益率	5.5%	6.3%	3.1%	4.3%	6.1%
ROIC	18.1	1.9	3.3	2.4	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司概况.....	5
二、西达本胺：全球首个选择性 HDAC 抑制剂.....	6
三、研发管线丰富，产品有望呈梯队上市.....	8
四、国内同行横向对比：微芯生物仍处成长早期，发展潜力巨大.....	12
五、募投项目.....	16
六、盈利预测与估值.....	17
（一）盈利预测.....	17
（二）相对估值.....	17
（三）绝对估值.....	18
（四）投资建议.....	19
七、风险提示.....	19

图表目录

图 1：公司股权结构.....	5
图 2：2016-2018 年公司收入及扣非净利润.....	6
图 3：2016-2018 年公司各业务毛利占比.....	6
图 4：2016-2018 年西达本胺销售额及毛利率.....	7
图 5：公司研发管线及项目进展.....	9
图 6：2016-2018 年研发费用.....	10
图 7：2016-2021 年国内糖尿病治疗市场规模.....	10
图 8：2015 年国内糖尿病药物市场销售占比（胰岛素除外）.....	11
图 9：不同亚型 PPAR 激动剂的作用.....	12
图 10：2016-2018 年可比公司营业收入.....	13
图 11：2016-2018 年可比公司毛利率.....	13
图 12：2016-2018 年可比公司扣非净利率.....	13
图 13：2016-2018 年可比公司销售费用率.....	14
图 14：2016-2018 年可比公司管理费用率.....	14
图 15：2016-2018 年可比公司财务费用率.....	14
图 16：2016-2018 年可比公司研发投入.....	15
图 17：2016-2018 年可比公司研发投入/营业收入.....	15
图 18：2016-2018 年可比公司前五大客户销售占比.....	15
图 19：2016-2018 年可比公司应收账款周转天数.....	16
图 20：2016-2018 年可比公司应付账款周转天数.....	16
图 21：2016-2018 年可比公司扣非 ROE.....	16
表 1：国内外周 T 细胞淋巴瘤市场空间测算.....	6
表 2：外周 T 细胞淋巴瘤治疗方案对比.....	7
表 3：国内 ER 阳性乳腺癌市场空间测算.....	8
表 4：公司募投项目.....	16
表 5：2019-2022 年公司主营业务收入预测.....	17
表 6：相对估值.....	18
表 7：西达本胺之外周 T 细胞淋巴瘤 DCF 估值.....	18

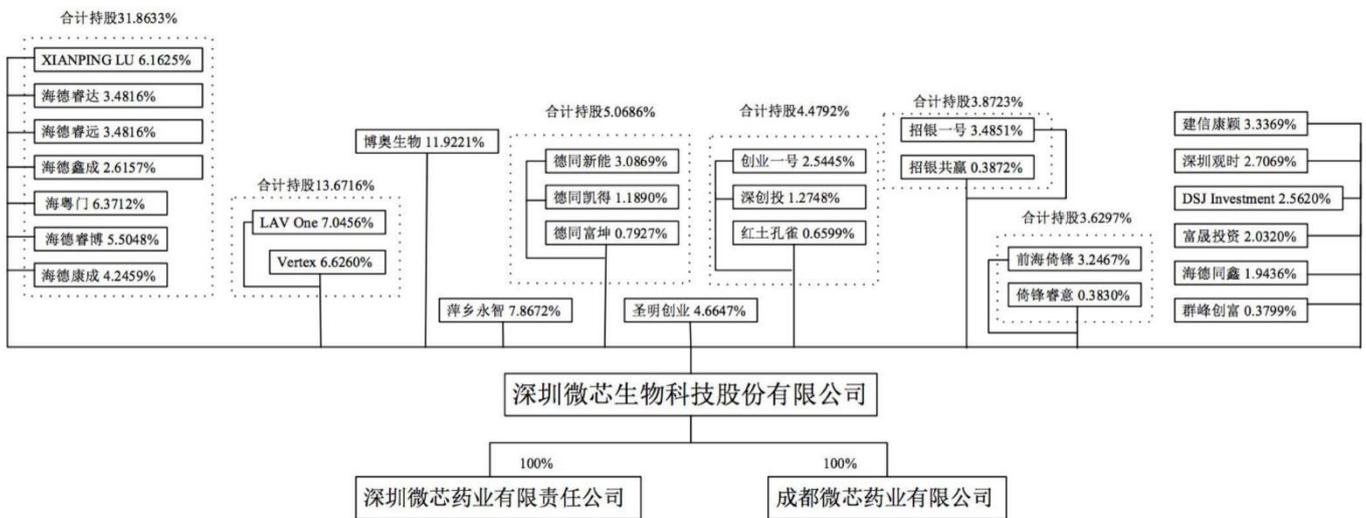
表 8: 西达本胺之激素受体阳性乳腺癌 DCF 估值	18
表 9: 西达本胺之非小细胞肺癌 DCF 估值	19
表 10: 西格列他钠之 2 型糖尿病 DCF 估值	19
表 11: 公司 DCF 估值	19

一、公司概况

公司的前身——深圳微芯生物科技有限责任公司成立于 2001 年，专注于肿瘤、代谢疾病和免疫性疾病三大治疗领域原创新药的研发。公司的股权结构较为分散，实际控制人是董事长、核心技术人员——XIANPING LU 博士，直接持股 6.16%，通过海粤门等间接控制公司 25.70% 的股权，合计控股 31.86%。为维持公司股权的稳定性，上述股东和博奥生物（持股 11.92%）承诺公司在科创板上市之日起 36 个月内，不转让或者委托他人管理其持有的股份，也不由公司回购该部分股份。

XIANPING LU 博士具有全球药物研发及管理经验，在分子医学、肿瘤、神经内分泌、免疫、代谢及皮肤病等方面具有较深造诣，于 1994 年 6 月至 1998 年 4 月参与创建美国 Maxia 药物公司和 Galderma Research 生物技术公司，之后任 Galderma 药物公司北美研发中心研究部主任。XIANPING LU 博士作为主要负责人承担 3 项国家“重大新药创制”重大科技专项和 2 项国家高技术研究发展（863）计划等重大国家级科研项目及多项省市级科研项目，曾分别于国际顶级期刊《Science》、《Nature》、《Nature Medicine》和《The Lancet Oncology》发表过学术论文。

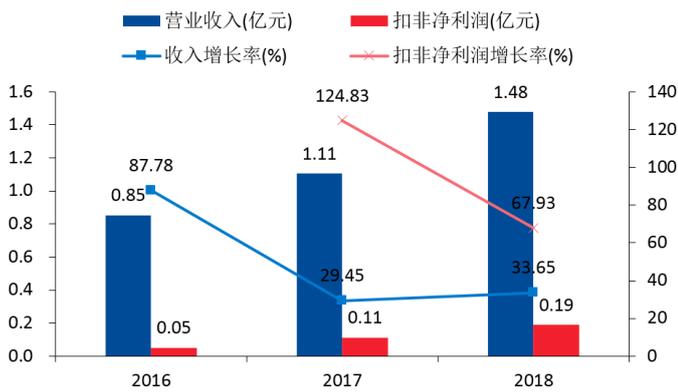
图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

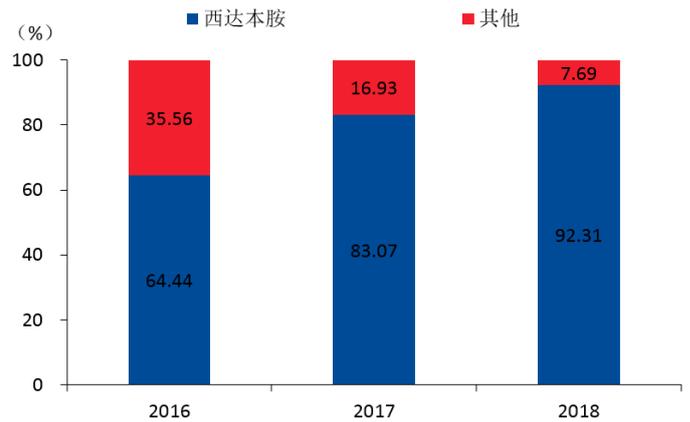
公司目前的收入来源主要是核心产品——西达本胺，受益于西达本胺销售的增长，最近三年公司的营业收入和扣非净利润均快速增长，西达本胺在公司利润构成中的占比也迅速上升，2018 年贡献了公司 90% 以上的毛利。

图 2：2016-2018 年公司收入及扣非净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：2016-2018 年公司各业务毛利占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、西达本胺：全球首个选择性 HDAC 抑制剂

西达本胺是公司独家发现的新分子实体药物，于 2014 年 12 月获得 CFDA 批准用于外周 T 细胞淋巴瘤的治疗，是全球首个亚型选择性组蛋白去乙酰化酶（HDAC）抑制剂和全球首个获批治疗外周 T 细胞淋巴瘤的口服药物，也是国内目前唯一治疗外周 T 细胞淋巴瘤的药物。

根据国家癌症中心发布的统计数据，2014 年我国淋巴瘤发病率为 5.94 人/10 万人，经过年龄标准化的发病率为 4.18 人/10 万人。根据临床统计显示，非霍奇金淋巴瘤占整个淋巴瘤的 90%，外周 T 细胞淋巴瘤发病例数约占非霍奇金淋巴瘤的 25%-30%，由此估算，我国外周 T 细胞淋巴瘤每年新增人数在 1.31-1.57 万人。西达本胺推荐的成人用药量为每次服药 30mg（6 片），每周服药两次；在价格方面，西达本胺自 2017 年进入医保目录后零售价格统一调整为 385 元/片（5mg/片），因此每位患者治疗费用降至 1.85 万元/月。我们估算西达本胺针对外周 T 细胞淋巴瘤的市场空间为 28.99-34.79 亿元/年。

表 1：国内外周 T 细胞淋巴瘤市场空间测算

项目	参数
2017 年中国人口	13.90 亿人
2014 年中国淋巴瘤发病率	4.18 人/10 万人
非霍奇金淋巴瘤占淋巴瘤的比例	90%
外周 T 细胞淋巴瘤占非霍奇金淋巴瘤的比例	25%-30%
每年外周 T 细胞淋巴瘤新增患者人数	1.31-1.57 万人
每次用药量	6 片
服药频率	2 次/周
药品单价	385 元/片
每个病人月治疗费用	1.85 万元
市场空间	28.99-34.79 亿元/年

资料来源：招股说明书、国家统计局，华金证券研究所

目前临床上外周 T 细胞淋巴瘤的治疗方案主要是化疗、叶酸代谢抑制剂治疗以及 HDAC 抑制剂治疗，HDAC 抑制剂中贝利司他和罗米地辛均尚未在国内上市，西达本胺的上市填补

了我国治疗 T 细胞淋巴瘤靶向药物的空白。与其他治疗方案相比，西达本胺在治疗效果和治
 疗费用方面均具有明显优势。由中国临床肿瘤学会（CSCO）、中国抗淋巴瘤联盟（UCLI）
 等联合发布的《西达本胺治疗 PTCL 的中国专家共识（2016 版）》也认可西达本胺对外周
 T 细胞淋巴瘤良好的治疗作用，认为西达本胺是中国外周 T 细胞淋巴瘤患者的二线首选药物。

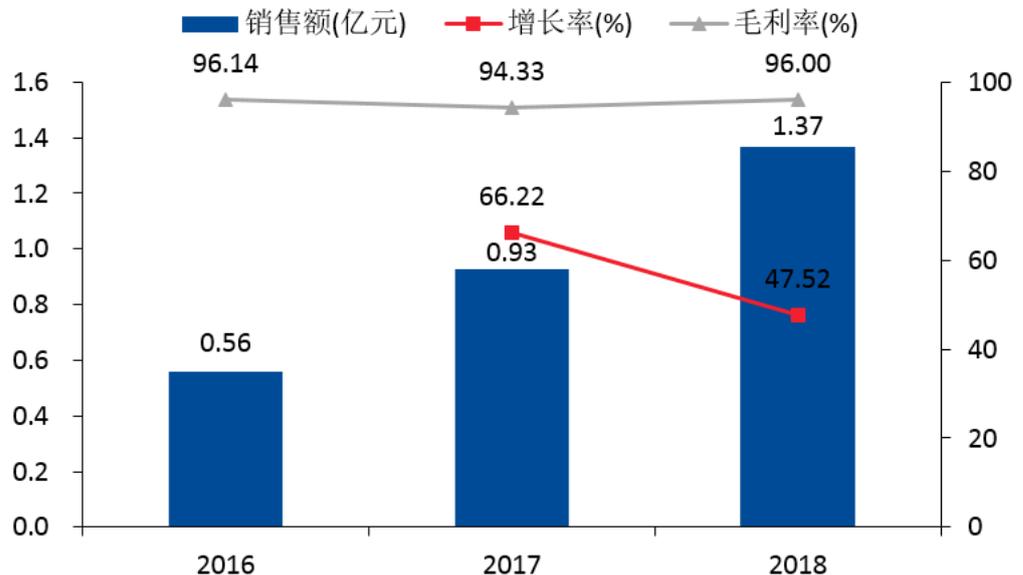
表 2：外周 T 细胞淋巴瘤治疗方案对比

药物类型	治疗方案	总生存期中位数	给药方式	上市时间	治疗费用
传统治疗方案	化疗	5.8 个月	静脉注射	上市时间较早	0.3-3 万元/月
叶酸代谢抑制剂	普拉曲沙	14.5 个月	静脉注射	2009 年 9 月，美国 FDA 批准作为治疗 PTCL 的新药上市	14.97 万元/月
	贝利司他	7.9 个月	静脉滴注	2014 年 7 月美国 FDA 批准用于 PTCL 的二线治疗	26.74 万元/月
HDAC 抑制剂	罗米地辛	11.3 个月	静脉滴注	2011 年 6 月美国 FDA 批准用于 PTCL 的二线治疗	12.87 万元/月
	西达本胺	21.4 个月	口服	2014 年 12 月，获得 CFDA 的药品批准文号	1.85 万元/月

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

从销售端来看，一方面公司不断加大产品的市场推广力度，西达本胺逐步被市场接受，得到
 广大医生、专家和患者的认可；另一方面，2017 年 7 月西达本胺经过谈判进入国家医保目录，
 产品快速放量。在几个因素的共同作用下，西达本胺上市以后销售额快速增长，2016-2018 年
 间的复合年增长率达到 56.41%。此外，由于西达本胺仍处于专利期，尚无仿制药上市，且疗效和
 治疗费用均优于同类药物，产品的议价权强非常强，毛利率一直在 95%左右，我们预计未来较
 长一段时间仍会维持该毛利率水平。

图 4：2016-2018 年西达本胺销售额及毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

除了外周 T 细胞淋巴瘤以外,公司近年来也积极扩大西达本胺的临床适应症,目前已完成激素受体阳性乳腺癌的 III 期临床试验,达到临床试验主要终点,并于 2018 年 11 月进行新药上市申报,进展顺利的话预计 2019-2020 年将获批上市。此外,针对非小细胞肺癌和弥漫性大 B 细胞淋巴瘤的临床试验也在进行中,目前分别处于临床 III 期和临床 II 期。

根据国家癌症中心发布的全国癌症统计数据,乳腺癌属于我国女性发病率最高的癌症,2014 年我国女性乳腺癌发病率 41.82 人/10 万人,其中雌激素受体(ER)阳性乳腺癌约占全部乳腺癌的 70%,属于乳腺癌中比例最高的类型,由此可推算每年国内新增 ER 阳性乳腺癌患者约 19.87 万人。晚期乳腺癌患者的总体中位生存期为 2-3 年,可得国内 ER 阳性乳腺癌患者人数区间为 39.74-59.61 万人。西达本胺针对乳腺癌治疗的临床试验用药方案与外周 T 细胞淋巴瘤相同,产品上市后每位患者的治疗费用也为 1.85 万元/月。我们估算西达本胺针对激素受体阳性乳腺癌的市场空间为 73.43-110.15 亿元/年。

表 3: 国内 ER 阳性乳腺癌市场空间测算

项目	参数
2017 年中国女性人口	6.79 亿人
2014 年中国女性乳腺癌发病率	41.82 人/10 万人
ER 阳性乳腺癌占乳腺癌的比例	70%
每年 ER 阳性乳腺癌新增患者人数	19.87 万人
晚期乳腺癌患者总体中位生存期	2-3 年
ER 阳性乳腺癌人群数量	39.74-59.61 万人
每次用药量	6 片
服药频率	2 次/周
药品单价	385 元/片
每个病人月治疗费用	1.85 万元
市场空间	73.43-110.15 亿元/年

资料来源: 招股说明书、国家统计局, 华金证券研究所

三、研发管线丰富, 产品有望呈梯队上市

化学新药的研发是一个极为复杂的过程,公司根据生命科学和新药研发领域的新进展和新技术,构建了基于化学基因组学的集成式药物发现与早期评价平台,该系统整合了计算机辅助药物设计、药物化学及组合化学、高通量高内涵药物筛选、基因表达谱芯片(微阵列基因芯片)对分子药理学和毒理学研究、生物信息学和化学信息学分析及软件支持等内容。同时,公司建立了人类和其他模型动物(大、小鼠)的全基因组基因表达谱分析技术平台,并利用该平台在靶细胞模型上建立具有自主知识产权的化学基因组学大数据库。目前公司的化学基因组学数据库已积累了针对上百个已知药物、上百万个全基因组表达谱的分析数据,为平行对比正在研发的先导分子提供了极为宝贵、丰富的分子药理学及毒理学信息。

基于强大的药物研发技术平台,近年来公司开发了一系列的小分子新药,其中进展较快的是西达本胺和西格列他钠。目前西达本胺已经获批用于外周 T 细胞淋巴瘤的治疗,针对其他适应症

的临床试验正在积极推进中；西格列他钠也已完成 II 型糖尿病的 III 期临床试验。此外，公司还包括西奥罗尼等多个小分子新药处于不同的研发阶段，后续产品储备丰富。

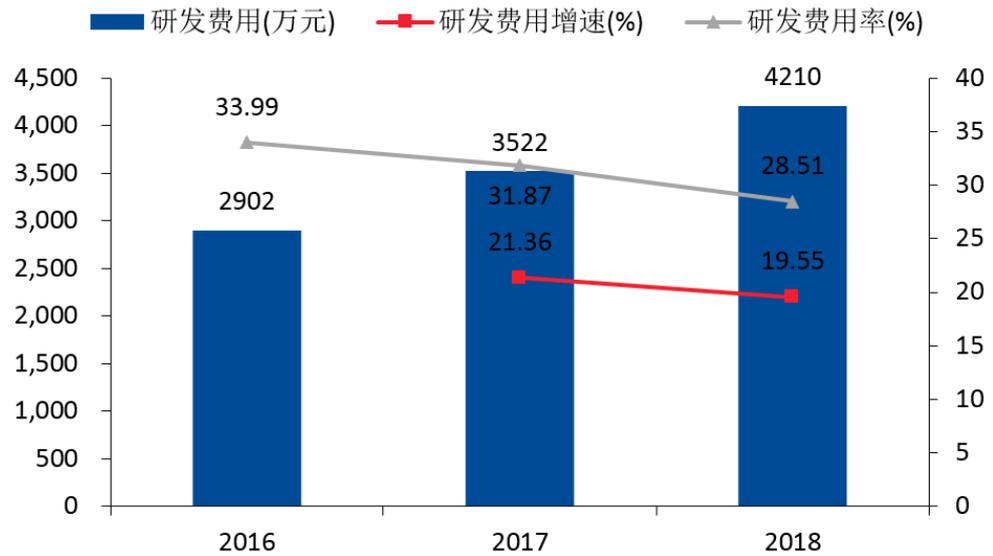
图 5：公司研发管线及项目进展

通用名 商品名 实验室代码	药物类型	适应症	临床前	I期	II期	III期	新药申请 上市申请	上市	来源	
西达本胺 (爱谱沙) Chidamide	表观遗传调控剂 亚型选择性HDACi (HDAC Class 1 & 10)	复发或难治的外周T 细胞淋巴瘤						2013.2	2014.12	自主研发 独家发现
		激素受体阳性晚期乳 腺癌（联合用药）						2018.11		
		晚期非小细胞肺癌 (联合用药)								
		弥漫性大B细胞 淋巴瘤（联合用药）								
西格列他钠 Chiglitazar	新型胰岛素增敏剂 (non TZD PPAR Pan Agonist)	2型糖尿病								自主研发 独家发现
		非酒精性脂肪肝								
西奥罗尼 Chiauranib	三通路靶向激酶抑制剂 Auroa /VEGFRs/CSF1R	铂难治/铂耐药复发 卵巢癌（联合用药）								自主研发 独家发现
		复发难治小细胞肺癌								
		既往系统治疗失败或 不能耐受晚期肝癌								
		复发难治非霍奇金淋 巴瘤								
CS12192	JAK3/JAK1/TBK1 选择性激酶抑制剂	自身免疫性疾病								自主研发 独家发现
CS17919	ASK1抑制剂	非酒精性脂肪肝								自主研发 独家发现
CS24123	IDO抑制剂	肿瘤、免疫性疾病								自主研发 独家发现
CS17938	PD1/PD-L1拮抗剂	肿瘤、免疫性疾病								自主研发 独家发现
CS27186	NR选择性激动剂	非酒精性脂肪肝								自主研发 独家发现

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

作为创新药研发企业，公司以原创新药为核心竞争力，高度重视研发投入。随着在研产品的不断增加，近年来研发费用也快速攀升，增速维持在 20%左右。公司目前的收入体量还不小，故而研发费用率较高，维持在 30%左右。随着未来西达本胺新适应症的开拓以及新产品的陆续上市，公司的营业收入也有望水涨船高，研发费用率将逐步回归到正常水平。

图 6: 2016-2018 年研发费用

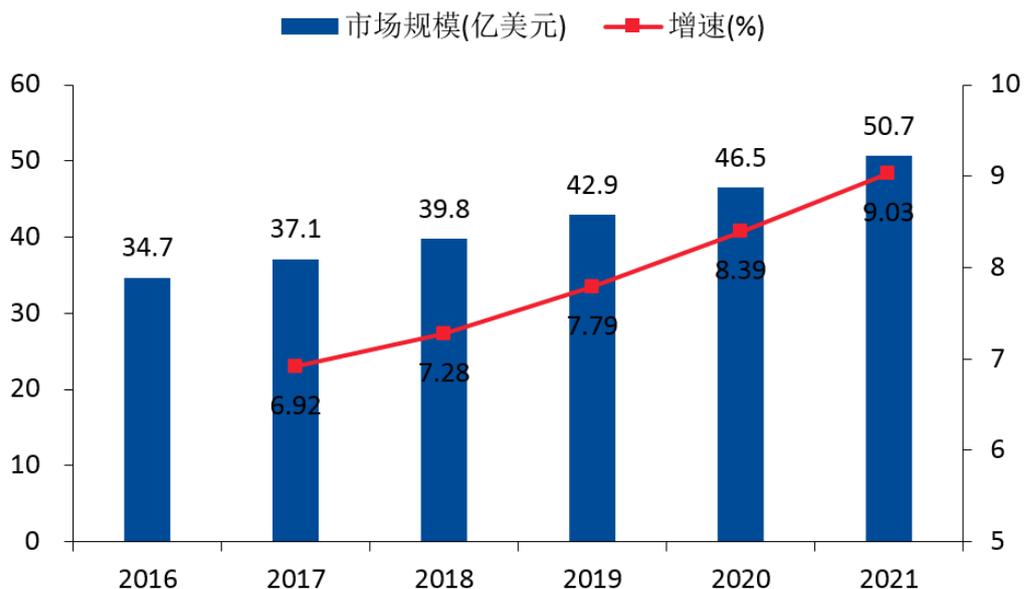


资料来源: Wind, 华金证券研究所

西格列他钠是公司自主设计、合成、筛选和开发的新一代胰岛素增敏剂类新分子实体, 目前已经完成 II 型糖尿病的 III 期临床试验, 预计 2019 年将申报上市, 若进展顺利有望于 2020-2021 年获批。

II 型糖尿病是糖尿病的主要类型, 占比达到 90% 左右。糖尿病治疗药物是一个已经相对成熟的市场, 但随着我国人口老龄化的加速, 糖尿病药物市场仍有稳定增长的动力。根据 Technavio 的统计数据, 目前国内糖尿病治疗市场规模在 40 亿美元左右, 预计未来会呈现加速上升的趋势。此外, 受限于国内糖尿病检测覆盖率和地区间医疗水平的差异, 我们认为还存在很多被漏诊的糖尿病患者, 实际的市场空间要远大于 40 亿美元的水平。

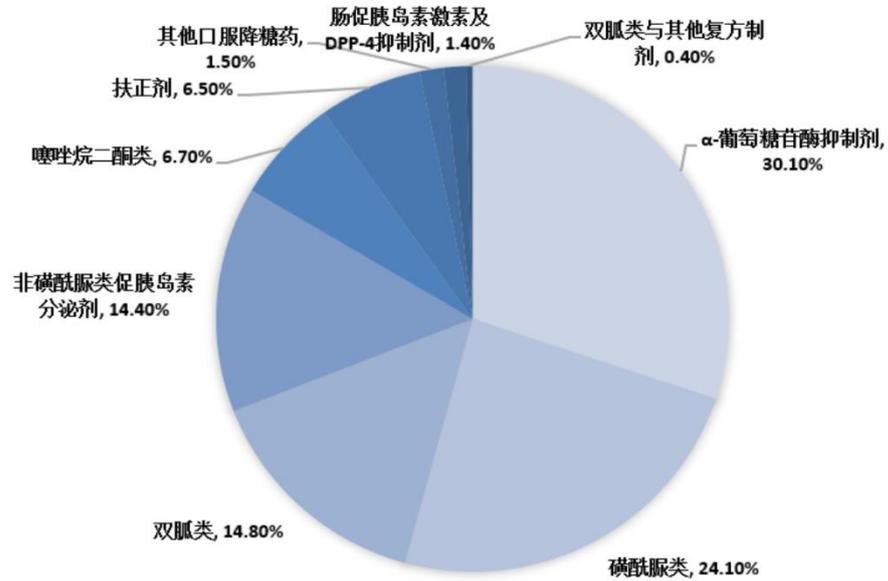
图 7: 2016-2021 年国内糖尿病治疗市场规模



资料来源: TECHNAVIO, 华金证券研究所

目前市场上糖尿病的治疗药物较多，除胰岛素外还包括 α -糖苷酶抑制剂、磺酰脲类、双胍类、GLP1 类似物、DPP4 抑制剂、噻唑烷二酮类等，其中 α -糖苷酶抑制剂、磺酰脲类和双胍类药物合计占到 70% 的市场份额。

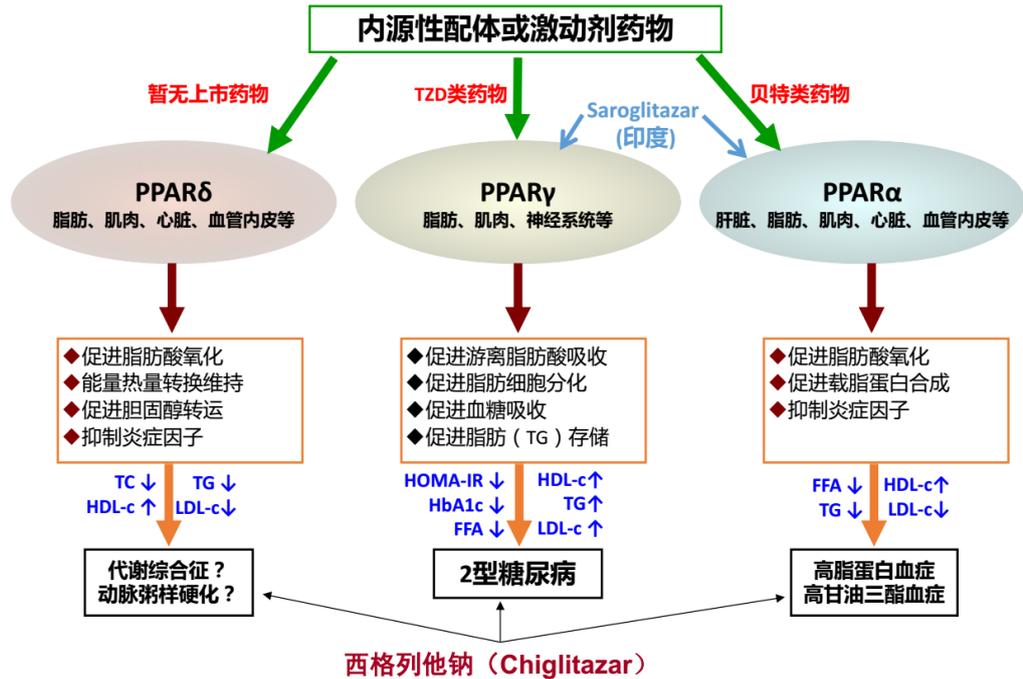
图 8: 2015 年国内糖尿病药物市场销售占比（胰岛素除外）



资料来源：米内网，华金证券研究所

噻唑烷二酮类药物是目前已知最为明确的针对胰岛素抵抗的口服降糖药物，其作用靶点是 PPAR γ ，但临床上存在体重增加、水肿等副作用，也限制了这类药物在部分患者中的使用。与噻唑烷二酮类药物不同，西格列他钠可同时激活全部 3 种亚型的 PPAR，既能提高糖尿病患者对胰岛素的敏感性、调节血糖，又能改善其所并发的脂质代谢紊乱，降低心血管并发症的发生及其危害程度，从而实现糖尿病及其并发症的综合治疗。因此，我们认为西格列他钠上市以后将首先取代目前已上市的噻唑烷二酮类药物，同时也有望逐步蚕食其他降糖药的市场份额，具备较大的市场潜力。

图 9：不同亚型 PPAR 激动剂的作用

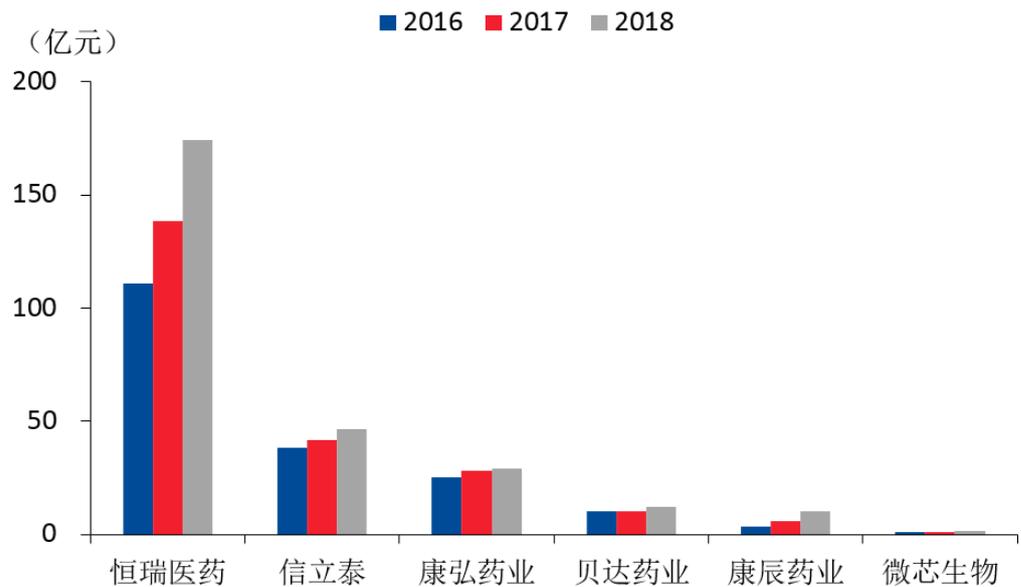


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

四、国内同行横向对比：微芯生物仍处成长早期，发展潜力巨大

从营业收入规模来看，相对于国内其他新药研发公司，微芯生物的体量还非常小，2018 年的营业收入仅为恒瑞医药的 0.85%、贝达药业 的 12.06%。虽然微芯生物已成立将近 20 年，但新药研发的周期非常长，通常在 10 年以上，这也导致目前公司已上市的产品也只有西达本胺一个，是营业收入偏低的最主要原因。然而，经过前期的积淀，公司已经形成了丰富研发管线，未来将陆续有新产品上市，形成持续的自我造血能力，营收规模也有望随之快速增长。

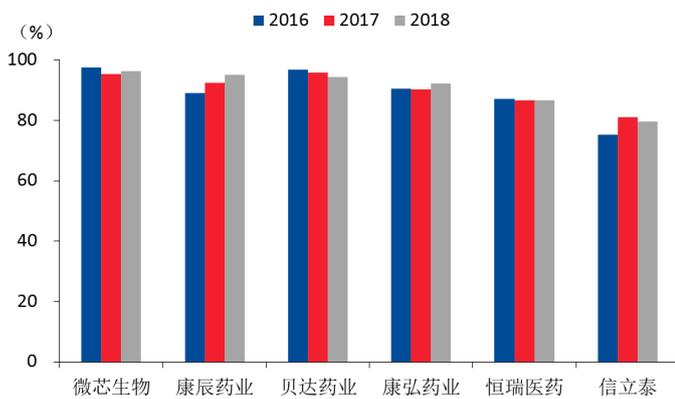
图 10: 2016-2018 年可比公司营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

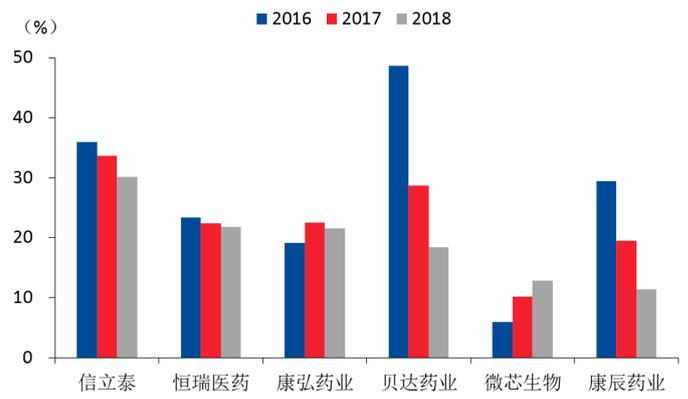
从毛利率水平来看, 近三年微芯生物一直维持在 96%左右, 与贝达药业、康辰药业共同构成第一梯队, 主要与公司产品结构相对单一且创新药专利期内定价权较高等因素相关。与恒瑞医药等传统新药研发公司仿创产品相结合的业务结构不同, 微芯生物的定位是原创新药的研发, 因此未来仍有望长期维持在高毛利率的水平。然而, 微芯生物的扣非净利率在同类公司中排名靠后, 主要受到公司较高的研发费用的拖累。待营业收入的规模做大以后, 这种现象将得到缓解, 扣非净利率亦有望回归正常的水平。

图 11: 2016-2018 年可比公司毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

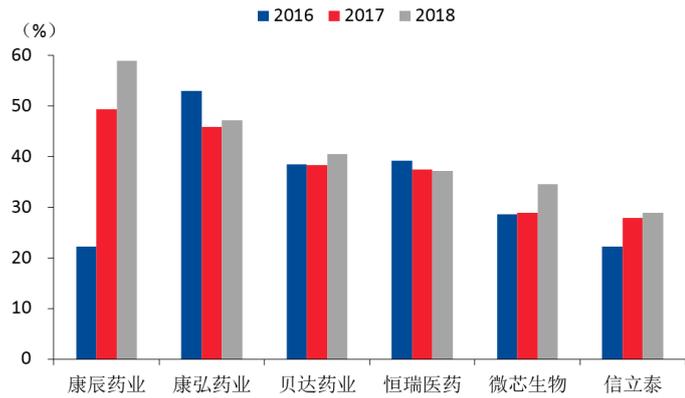
图 12: 2016-2018 年可比公司扣非净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

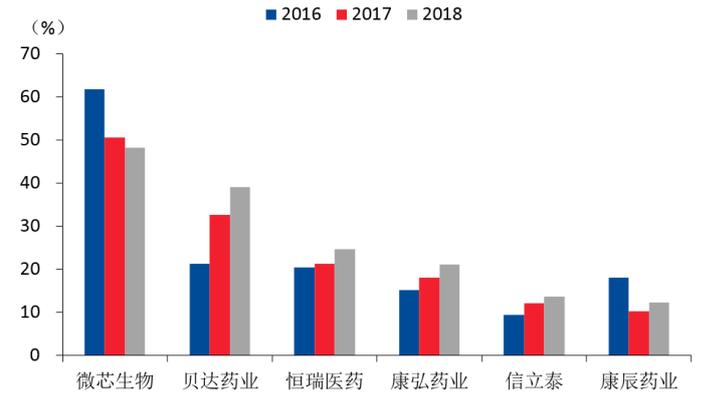
从期间费用率来看, 微芯生物的销售费用率排名靠后, 管理费用率排名靠前, 这主要与公司目前所处的发展阶段相关。考虑新药研发周期长的特殊性, 公司目前已上市的产品只有一款药物, 尚不需要过多的销售费用投入, 同时公司仍处于成长期的早期, 更倾向于新产品研发的投入, 推高了管理费用。随着未来越来越多的新药上市, 公司也会逐步加大产品的市场推广, 销售费用率将有所提高, 管理费用率将回归正常水平。在财务费用率方面, 几家公司均处于较低水平。

图 13: 2016-2018 年可比公司销售费用率



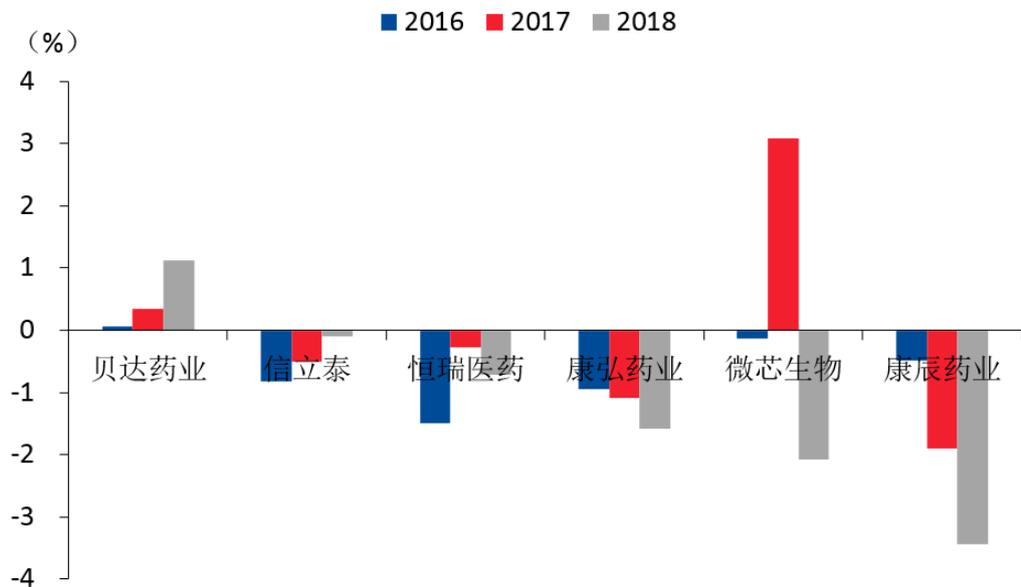
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 2016-2018 年可比公司管理费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

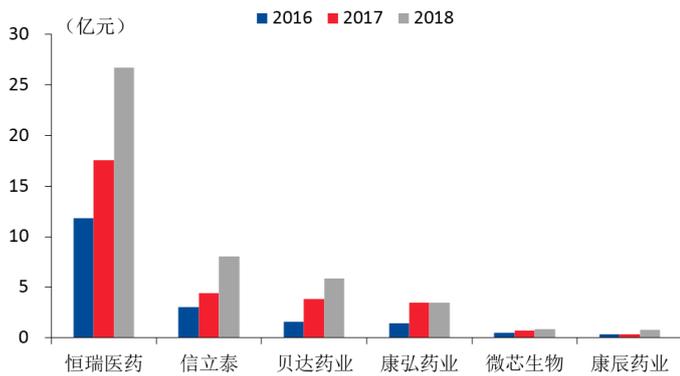
图 15: 2016-2018 年可比公司财务费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

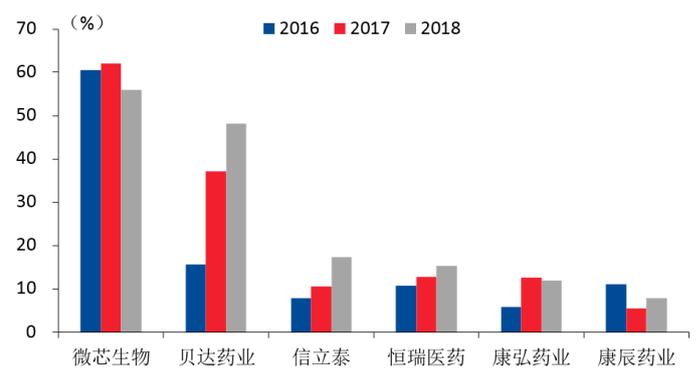
从研发投入来看,把费用化和资本化的研发投入合在一起考虑,在绝对值上微芯生物并不高,远低于恒瑞医药的水平,但微芯生物的营收规模还很小,导致其研发投入与营业收入的比值高达 50-60%,未来将有所回落。

图 16: 2016-2018 年可比公司研发投入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

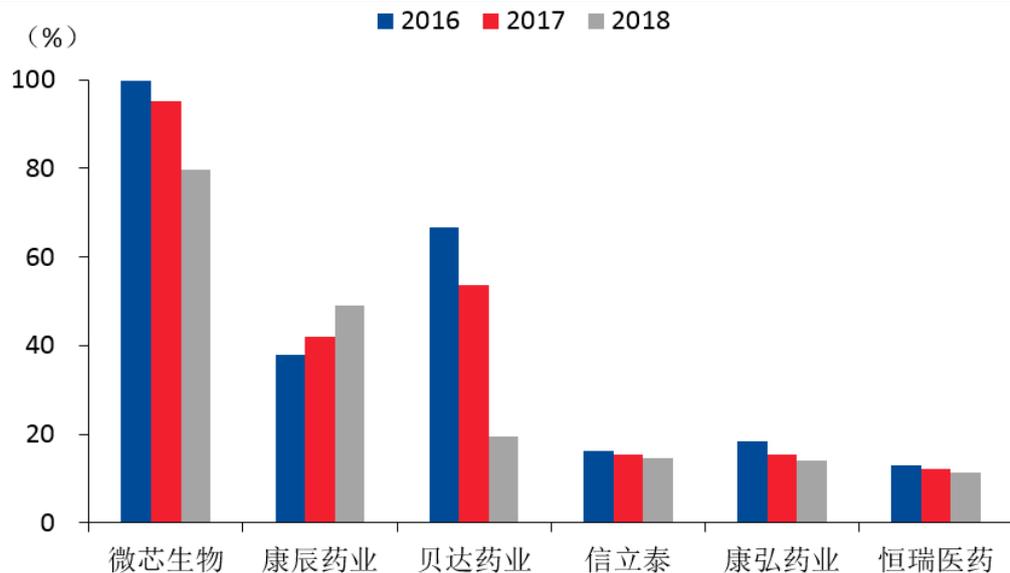
图 17: 2016-2018 年可比公司研发投入/营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

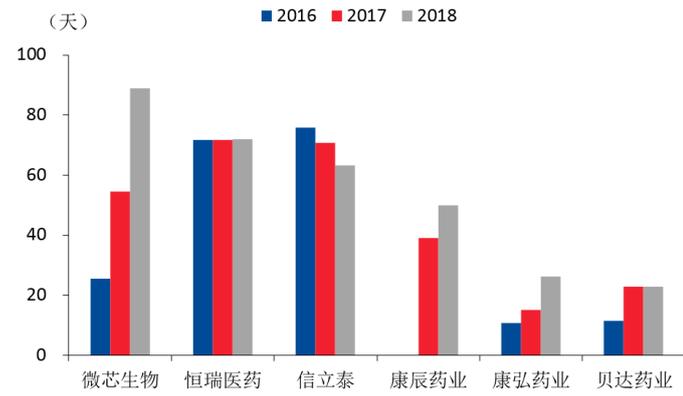
从产业链上下游关系来看, 公司的大客户主要是国药控股、华润医药、上海医药等国内医药流通龙头企业, 前五大客户销售占比较高, 虽然近几年有所下降, 但 2018 年仍接近 80%, 远高于可比平均水平。我们认为随着未来公司产品的不断丰富和营业收入的扩大, 公司前五大客户销售占比有望继续下降至合理水平。此外, 公司的应收账款周转天数相对偏高, 且近两年增长较快, 主要由于公司核心产品西达本胺于 2017 年纳入国家医保目录后销量大幅增加, 在医院端的销售占比也逐年提升, 而医疗机构的回款速度相对较慢, 经医药流通企业向上传导, 最终导致了公司账期的拉长。近两年出台的多项政策要求医院加快向企业的回款速度, 同时随着公司产品线的丰富, 我们认为未来该项指标有望改善。公司的上游是化学制剂及原料药供应商, 公司目前体量相对偏小, 应付账款周转天数也处于行业平均偏下水平。随着公司的快速成长, 公司对上游供应商的议价能力也将逐步提高, 应付账款周转天数也将提高。

图 18: 2016-2018 年可比公司前五大客户销售占比



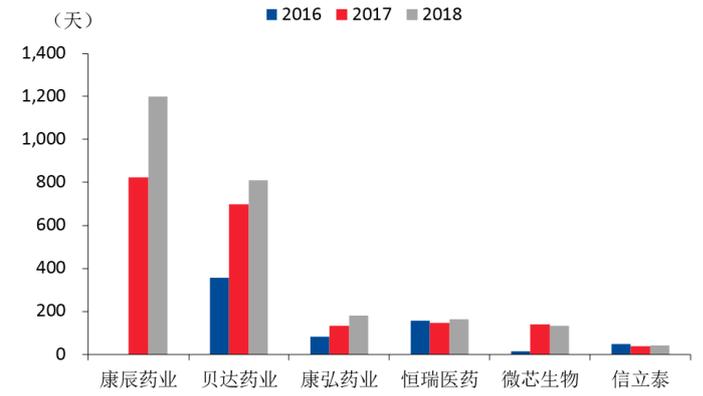
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 2016-2018 年可比公司应收账款周转天数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

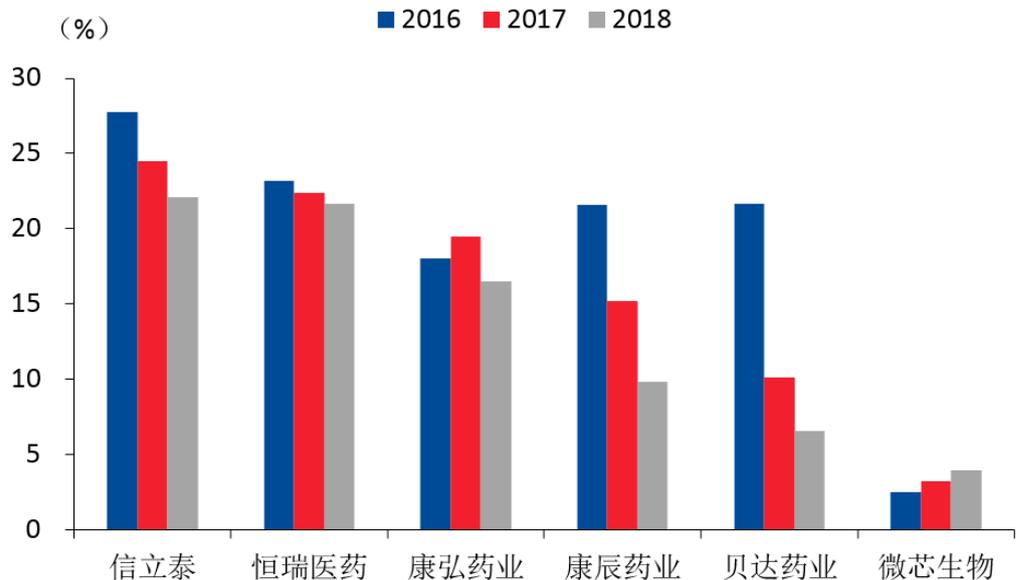
图 20: 2016-2018 年可比公司应付账款周转天数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从扣非 ROE 水平来看, 微芯生物远低于同类公司, 主要与公司目前仍处于发展早期、核心资产尚未充分变现有关。随着未来新产品的陆续上市, 公司的扣非 ROE 水平将逐步提升。

图 21: 2016-2018 年可比公司扣非 ROE



资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、募投项目

公司本次拟申请公开发行不超过 5000 万股, 占公开发行后总股本的 12.2%, 拟募集资金不超过 8.04 亿元, 主要用于创新药生产基地项目、创新药研发中心和区域总部项目、营销网络建设项目和创新药研发项目。此外本次偿还银行贷款项目涉及到的贷款均用于创新药生产基地项目、创新药研发中心和区域总部项目的建设, 为公司间接投入上述环节。

表 4: 公司募投项目

序号	项目名称	总投资 (万元)	拟用本次募集资金投入金额 (万元)
1	创新药研发中心和区域总部项目	30,000	18,000

序号	项目名称	总投资（万元）	拟用本次募集资金投入金额（万元）
2	创新药生产基地项目	37,000	10,000
3	营销网络建设项目	10,015	10,000
4	偿还银行贷款项目	9,350	9,350
5	创新药研发项目	17,259	17,000
6	补充流动资金	16,000	16,000
	合计	119,624	80,350

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

考虑到公司西达本胺对激素受体阳性乳腺癌适应症的拓展已处于上市申报阶段，预计 2020 年获批，且公司其他在研产品也将陆续上市，而公司尚处于发展早期，收入基数偏小，我们预测随着新产品的上市，公司的主营业务收入未来几年将保持高速增长。

表 5：2019-2022 年公司主营业务收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
主营业务							
收入（百万元）	85.35	110.50	147.69	199.63	282.38	421.82	638.29
增速		29.47%	33.65%	35.17%	41.45%	49.38%	51.32%
毛利率	97.46%	95.24%	96.27%	96.31%	96.17%	96.31%	96.45%
西达本胺							
收入（百万元）	55.76	92.68	136.72	182.70	268.63	367.66	516.52
增速		66.22%	47.51%	33.63%	47.03%	36.87%	40.49%
毛利率	96.14%	94.33%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%	96.00%
西格列他钠							
收入（百万元）						15.78	37.49
增速							137.53%
毛利率						95.49%	95.49%
其他							
收入（百万元）	29.59	17.82	10.97	16.93	13.75	38.38	84.28
增速		-39.78%	-38.47%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	99.95%	99.98%	99.66%	99.66%	99.66%	99.66%	99.66%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）相对估值

剔除康辰药业（2019 年以后万得一致预期数据缺失），以 2019 年 6 月 17 日的数据计算，A 股可比公司的平均市盈率为 43.20 倍。我们预测 2019 年微芯生物归母净利润为 4190 万元，可得当前的合理市值为 18.10 亿元。考虑到公司目前仍处于发展早期，许多产品尚处于研发投入阶

段，未能贡献利润，而这些产品上市后有望推动公司业绩的快速增长，因此通过相对估值得到的市值会低于公司的内在价值。

表 6：相对估值

证券代码	公司名称	2019.6.17 股价	2019EPS	PE
600276.SH	恒瑞医药	61.6	1.20	51.31
002773.SZ	康弘药业	34.44	1.02	33.87
300558.SZ	贝达药业	36.3	0.51	71.77
002294.SZ	信立泰	21.53	1.36	15.86
603590.SH	康辰药业	37.47	—	—
平均				43.20

资料来源：华金证券研究所；注：2019EPS 数据来自万得一致预期

（三）绝对估值

我们采用简化的现金流折现（DCF）模型对公司进行估值。考虑到临床 III 期以前的产品研发失败风险较大，我们仅对公司已经进入临床 III 期、申报上市以及上市的重点产品针对各适应症分别进行估值。假设 WACC 为 7.5%，永续增长率为 3%，得到公司当前合理价值为 77.9 亿元，合理估值区间为 75-80 亿元。

表 7：西达本胺之外周 T 细胞淋巴瘤 DCF 估值

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	终值 (2028E)
销售额(百万)	182.7	241.5	315.3	405.2	511.3	465.1	449.1	480.1	790.3	712.2	16302.1
扣非净利率(%)	14.28	15.71	17.14	18.57	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.0
扣非净利润(百万)	26.1	37.9	54.0	75.2	102.3	93.0	89.8	96.0	158.1	142.4	3260.4
扣非净利润折现 (百万)	26.1	35.3	46.8	60.6	76.6	64.8	58.2	57.9	88.6	74.3	1700.6
现值(亿元)	22.9										

资料来源：华金证券研究所

表 8：西达本胺之激素受体阳性乳腺癌 DCF 估值

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	终值 (2029E)
销售额(百万)		27.2	52.3	100.3	189.7	258.7	369.1	560.0	772.5	949.4	1640.9	37557.5
扣非净利率(%)		15.71	17.14	18.57	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
扣非净利润(百万)		4.3	9.0	18.6	37.9	51.7	73.8	112.0	154.5	189.9	328.2	7511.5
扣非净利润折现 (百万)		4.0	7.8	15.0	28.4	36.0	47.8	67.5	86.6	99.0	159.2	3644.5
经研发风险调整的现值(亿元)	34.6											

资料来源：华金证券研究所

表 9: 西达本胺之非小细胞肺癌 DCF 估值

	2019E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	终值 (2031E)
销售额(百万)		11.0	25.2	42.2	75.7	150.2	281.2	477.0	804.7	1161.3	1220.5	27936.7
扣非净利率(%)		18.57	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
扣非净利润(百万)		2.1	5.0	8.4	15.1	30.0	56.2	95.4	160.9	232.3	244.1	5587.3
扣非净利润折现 (百万)		1.7	3.8	5.9	9.8	18.1	31.5	49.8	78.1	104.8	102.5	2345.9
经研发风险调整 的现值(亿元)	2.23											

资料来源: 华金证券研究所

表 10: 西格列他钠之 2 型糖尿病 DCF 估值

	2019E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	终值 (2030E)
销售额(百万)		15.8	37.5	86.1	185.2	356.9	545.7	711.2	817.2	864.3	893.2	20444.8
扣非净利率(%)		17.14	18.57	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
扣非净利润(百万)		2.7	7.0	17.2	37.0	71.4	109.1	142.2	163.4	172.9	178.6	4089.0
扣非净利润折现 (百万)		2.3	5.6	12.9	25.8	46.3	65.8	79.8	85.2	83.9	80.6	1845.5
经研发风险调整 的现值(亿元)	18.2											

资料来源: 华金证券研究所

表 11: 公司 DCF 估值

产品	适应症	现值(亿元)
西达本胺	外周 T 细胞淋巴瘤	22.9
	激素受体阳性乳腺癌	34.6
	非小细胞肺癌	2.2
西格列他钠	2 型糖尿病	18.2
	合计	77.9

资料来源: 华金证券研究所

(四) 投资建议

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.10、0.15 和 0.22 元。公司本次拟申请公开发行不超过 5000 万股, 发行后总股本为 4.1 亿股。根据公司产品的研发进度及未来增长性的预判, 分别给予西达本胺和西格列他钠 59.7 亿元和 18.2 亿元的估值, 我们预计微芯生物合理市值区间为 75-80 亿元, 对应 18.29-19.51 元/股。

七、风险提示

研发风险：公司有许多产品尚处于研发阶段，新药研发失败的风险较大。

政策风险：国内医疗改革进入深水区，重要政策的出台对医药行业产生深远的影响，公司的研发、生产、销售策略亦面临较大的挑战。

市场竞争加剧：西达本胺专利到期以后将面临仿制药的竞争；同时随着越来越多的新药诞生，公司已上市以及在研产品的市场环境或将恶化。

新产品销售不达预期：创新药的临床推广需求强大的销售团队，可能存在上市后销售低于预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	110.5	147.7	199.6	282.4	421.8	年增长率					
减:营业成本	5.3	5.5	7.4	10.8	15.6	营业收入增长率	29.4%	33.7%	35.2%	41.4%	49.4%
营业税费	2.1	2.8	3.8	5.4	8.0	营业利润增长率	389.1%	24.2%	33.5%	44.7%	49.1%
销售费用	32.0	51.1	61.3	88.7	136.1	净利润增长率	379.8%	20.7%	34.0%	44.8%	49.7%
管理费用	20.8	29.1	79.9	113.0	168.8	EBITDA 增长率	46.0%	16.2%	-2.2%	76.6%	51.3%
财务费用	3.4	-3.1	4.3	2.1	-	EBIT 增长率	49.1%	17.7%	-20.2%	36.3%	44.2%
资产减值损失	1.0	0.2	0.4	0.5	0.4	NOPLAT 增长率	473.1%	-4.9%	61.6%	36.3%	44.2%
加:公允价值变动收益	-0.3	-	-	-	-	投资资本增长率	807.3%	-8.6%	88.1%	40.8%	12.5%
投资和汇兑收益	1.9	1.3	1.1	1.4	1.3	净资产增长率	102.9%	5.6%	170.0%	4.5%	6.5%
营业利润	26.4	32.8	43.7	63.3	94.3	盈利能力					
加:营业外净收支	-0.9	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	毛利率	95.2%	96.3%	96.3%	96.2%	96.3%
利润总额	25.5	32.3	43.3	62.7	93.8	营业利润率	23.9%	22.2%	21.9%	22.4%	22.4%
减:所得税	-0.4	1.0	1.3	1.9	2.9	净利润率	23.4%	21.2%	21.0%	21.5%	21.5%
净利润	25.9	31.3	41.9	60.7	90.9	EBITDA/营业收入	50.2%	43.7%	31.6%	39.5%	40.0%
						EBIT/营业收入	46.3%	40.7%	24.0%	23.2%	22.4%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	31.1%	33.3%	15.1%	13.2%	14.2%
货币资金	102.5	131.3	745.9	488.9	477.5	负债权益比	45.2%	49.8%	17.8%	15.2%	16.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.05	2.86	10.75	4.64	3.66
应收帐款	1.6	0.9	3.4	3.0	5.6	速动比率	3.93	2.76	10.63	4.51	3.52
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	14.99	-19.68	11.19	30.51	
预付帐款	2.8	1.8	4.5	4.8	8.5	营运能力					
存货	9.2	8.5	9.8	19.5	24.0	固定资产周转天数	40	32	61	197	282
其他流动资产	194.7	91.0	132.0	139.2	120.7	流动营业资本周转天数	240	205	86	61	7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	875	663	1,018	989	551
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	5	3	4	4	4
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	21	21	16	19	19
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,814	1,743	2,100	2,041	1,434
固定资产	13.9	12.7	54.7	253.8	407.6	投资资本周转天数	580	749	762	847	705
在建工程	169.3	268.8	418.8	482.1	463.5	费用率					
无形资产	67.5	64.2	78.5	86.1	88.0	销售费用率	28.9%	34.6%	30.7%	31.4%	32.3%
其他非流动资产	122.8	166.5	135.3	141.0	147.0	管理费用率	18.8%	19.7%	40.0%	40.0%	40.0%
资产总额	684.3	745.7	1,582.9	1,618.4	1,742.5	财务费用率	3.1%	-2.1%	2.1%	0.8%	0.0%
短期债务	10.0	-	-	-	-	三费/营业收入	50.8%	52.3%	72.9%	72.2%	72.3%
应付帐款	50.3	51.9	43.9	115.5	124.7	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	5.5%	6.3%	3.1%	4.3%	6.1%
其他流动负债	16.4	29.6	39.4	25.6	49.1	ROA	3.8%	4.2%	2.6%	3.8%	5.2%
长期借款	65.0	87.5	87.5	-	-	ROIC	85.6%	9.0%	15.8%	11.5%	11.8%
其他非流动负债	71.3	78.9	68.5	72.9	73.4	分红指标					
负债总额	213.0	247.9	239.3	214.0	247.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	108.1	360.0	410.0	410.0	410.0	股息收益率					
留存收益	363.1	137.7	933.7	994.4	1,085.3						
股东权益	471.3	497.7	1,343.7	1,404.4	1,495.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.07	0.09	0.10	0.15	0.22
净利润	25.9	31.3	41.9	60.7	90.9	BVPS(元)	1.31	1.38	3.28	3.43	3.65
加:折旧和摊销	5.0	4.9	15.1	46.0	74.3	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	1.0	0.2	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	0.3	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	3.6	-0.8	4.3	2.1	-	P/S	-	-	-	-	-
投资损失	-1.9	-1.3	-1.1	-1.4	-1.3	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	32.8%	42.7%	98.0%	32.8%	42.7%
营运资金的变动	-89.1	64.5	-21.0	39.2	33.9	PEG	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	5.1	23.8	39.2	146.6	197.8	ROIC/WACC	18.1	1.9	3.3	2.4	2.5
投资活动产生现金流量	-198.5	-14.4	-220.3	-314.6	-210.1						
融资活动产生现金流量	192.2	18.0	795.7	-89.0	0.9						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com