

2019年9月6日

**科创板询价报告之热景生物**
**医药生物**
**主要财务指标（单位：百万元）**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	187	234	289	355
(+/-)	31.7%	25.0%	23.7%	22.7%
营业利润	56	64	82	100
(+/-)	61.3%	15.3%	26.9%	23.1%
归属母公司净利润	48	56	71	88
(+/-)	60.1%	16.8%	26.8%	23.0%
EPS（元）	1.03	0.90	1.15	1.41

资料来源：Wind、华鑫证券研发部

建议询价区间：[24.32, 31.62]元/股

● **体外诊断领域的优质企业。**公司成立于2005年，主要从事体外诊断试剂及仪器的研发、生产和销售，成功构建了以上转发光技术为核心、POCT场景为主的疫诊断技术平台，主要应用于肝癌肝炎、心脑血管疾病、炎症感染等临床医学领域等（注：公司详细内容请参见我们于2019年5月14日发布的报告《科创板医药生物系列之十二：热景生物》）。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入1.87亿元，同比增长31.7%；实现归母净利润0.48亿元，同比增长60.1%；2018年公司毛利率为73.7%，净利率为25.8%，ROE为23.0%，资产负债率为21.2%，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2.34亿元、2.89亿元和3.55亿元；实现归母净利润分别为0.56亿元、0.71亿元和0.88亿元。

● **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。我们分别采用历史估值参考法、相对估值PE法和绝对估值DCF法，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16.0亿元，采用PE法预测公司估值为16.9亿元，采用DCF法预测公司估值为24.8亿元。我们分别给予历史估值参考法30%权重、PE估值法60%权重、DCF估值法10%权重，最终得出公司预测估值约为17.4亿元。我们假设公司本次发行新股数量为1555万股，公司发行后总股本为6220万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为27.97元/股，建议询价区间为[24.32, 31.62]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● **风险提示：**行业政策风险；同类产品市场竞争风险；产品研发失败风险。

分析师：杜永宏  
 执业证书编号：S1050517060001  
 电话：021-54967706  
 邮箱：[duyh@cfsc.com.cn](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>

## 目录

1、历史估值参考法分析.....	3
2、相对估值 PE 法分析.....	3
3、绝对估值 DCF 法分析.....	5
4、估值及询价分析.....	5
5、风险提示.....	6

## 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：体外诊断行业 PE 分析 .....	4
图表 5：PE 估值分析.....	5
图表 6：DCF 估值参数 .....	5
图表 7：公司估值测算与询价分析.....	6

## 1. 历史估值参考法分析

从公司历年增资及股份转让情况来看，2018年12月，公司完成股份转让后投后估值达到10.0亿元，公司2018年实现归母净利润0.48亿元，对应当时PE估值在21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2018年10.0亿元的基础上，给予60%的溢价率，则公司对应的当前估值约为16.0亿元。

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	第一次增资	7.7
2016年12月	第二次增资	8.5
2017年12月	第一次股份转让	8.5
2018年11月	第二次股份转让	9.0
2018年12月	第三次股份转让	10.0

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		
	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
估值（亿元）	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0	20.0

资料来源：华鑫证券研发部

## 2. 相对估值 PE 法分析

公司主营体外诊断试剂及仪器的生产销售，考虑到公司的基本面状况，我们认为 A 股上市公司中万孚生物（300482）、基蛋生物（603387）和明德生物（002932）均是以 POCT 场景为主的体外检测公司，与公司具有较高的可比性，可作为相对估值参考。万孚生物的试剂主要包括妊娠检测、传染病检测、毒品（药物滥用）检测、慢性病检测等四大类；基蛋生物诊断试剂主要包括心血管疾病诊断 POCT 试剂、炎症疾病诊断 POCT 试剂、肾脏疾病诊断 POCT 试剂、生化试剂等；明德生物的快速诊断试剂主要包括感染性疾病系列、心脑血管疾病系列、肾脏疾病系列、糖尿病系列、妇产科优生优

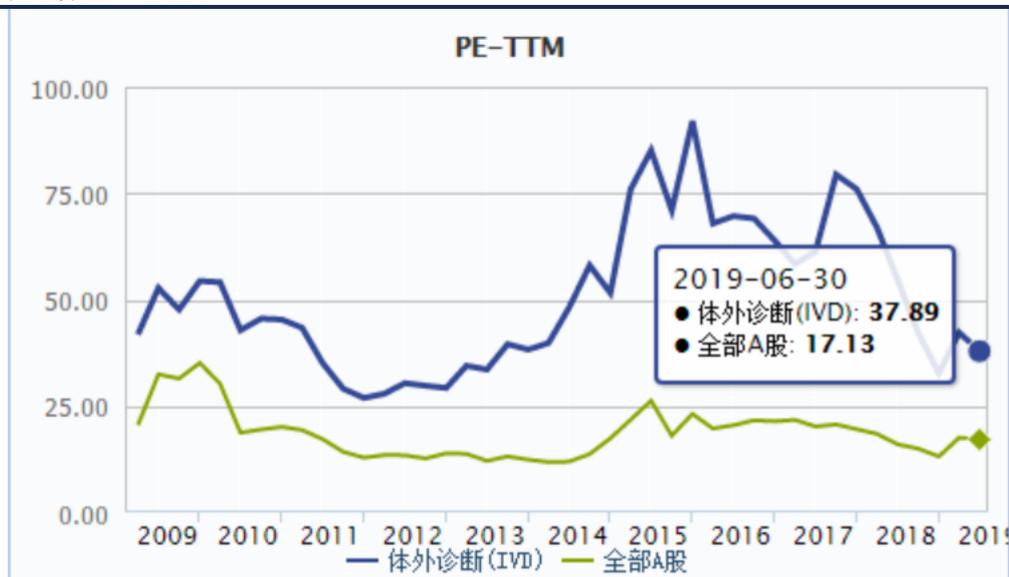
育系列、健康体检系列等六大类。当前可比公司 2019 年市场一致预期的 PE 为 29 倍左右。截至 2019 年 6 月底，整个体外诊断行业的 PE 为 38 倍左右。

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
300482	万孚生物	44.92	154	1.03	1.20	1.57	43.7	37.5	28.5
603387	基蛋生物	24.76	64	1.05	1.26	1.61	23.6	19.7	15.4
002932	明德生物	39.18	26	0.95			41.4		
平均值							36.3	28.6	22.0

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 9 月 5 日）

图表 4：体外诊断行业 PE 分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

关于热景生物未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司的体外检测产品在肝脏疾病、心脑血管疾病和感染疾病等领域维持较为稳定的销售份额；2) 公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3) 公司在上转发光技术这一核心技术领域继续保持良好竞争优势；4) 在研产品能够陆续获批成功上市；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 0.56 亿元、0.71 亿元和 0.88 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，我们按 2019 年 30 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 16.9 亿元。

图表 5: PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	18	20	22	25	30	35	40	45	50
市值 (亿元)	10.1	11.2	12.4	14.1	16.9	19.7	22.5	25.3	28.1

资料来源: 华鑫证券研发部

### 3、绝对估值 DCF 法分析

公司属于快速成长期的体外诊断公司, 收入和利润都已形成一定的规模, 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 1.17, 无风险利率为 3.30%, WACC 值为 8.92%, 永续增长率为 2%。最后, 我们采用 DCF 法预测公司估值约为 24.8 亿元。

图表 6: DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta (考虑杠杆)	1.17
WACC	8.92%
股权比例	94.31%
永续增长率	2%
市值 (亿元)	24.8

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 16.0 亿元, 采用 PE 法预测公司估值为 16.9 亿元, 采用 DCF 法预测公司估值为 24.8 亿元。考虑到公司收入和利润都已形成一定的规模, 公司属于相对成熟型的成长性企业, 我们以 PE 估值法为主, 历史估值参考法和 DCF 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 30%权重、PE 估值法 60%权重、DCF 估值法 10%权重, 最终得出公司当前估值约为 17.4 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 1555 万股, 公司发行后总股本为 6220 万股; 根据公司预测市值 17.4 亿元, 得出公司对应股价为 27.97 元/股, 建议询价区间为

[24.32, 31.62]元/股。(注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议)

图表 7：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值(亿元)	16.0	30%
PE估值法估值(亿元)	16.9	60%
DCF估值法估值(亿元)	24.8	10%
市值(亿元)	17.4	
发行后总股本(万股)	6220	
每股股价(元/股)	27.97	
询价区间(元/股)	24.32	31.62

资料来源：华鑫证券研发部

## 5、风险提示

风险主要包括：行业政策风险；同类产品市场竞争风险；产品研发失败风险。



## 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>