

微芯生物 (688321.SH)

降本增效成效显著，即将迎来 DLBCL 收获期

买入 (维持评级)

当前价格: 17.37 元
目标价格: 33.92 元

投资要点:

西格列他钠销售持续高增长，费用端降本增效成效显著

24H1 实现收入 3.02 亿元，同比+25.06%。西格列他钠销售持续放量，销量同比+396.15%，收入同比+632.48%。23Q4 西达本胺 PTCL 适应症第四次进入医保目录，医保支付价格下调 6%。24H1 西达本胺销量同比+11.74%，收入同比+4.15%。

24H1 归母净利润-0.41 亿元，同比-126%，主要系上年同期末微芯新域不再纳入公司合并报表范围，公司不再控制新域后的剩余股份按公允价值计算确认投资收益，从而导致上年同期净利润增加。24H1 扣非净利润-0.47 亿元，同比+68%，主要系公司营业收入增加的同时，费用同比下降。24H1 公司管理费用 0.37 亿元，同比-19.02%。研发费用 1.02 亿元，同比-36.97%，占营业收入比例下降 17.8 pct 到 33.8%。销售费用 1.50 亿元，同比+4.61%，占营业收入比例下降 4.8 pct 到 49.55%。

西达本胺 DLBCL 适应症已获批，预计 25 年开启快速放量期

DLBCL 在中国每年新发病例约 3 万人，R-CHOP 方案作为 DLBCL 的标准一线治疗方案，约有 30% 患者存在着 MYC/BCL2 同时过度表达 (DEL)，其经 R-CHOP 治疗的疗效和预后显著低于非双表达患者。西达本胺加 R-CHOP 治疗先前未治疗的 DEL 已于 2024 年 4 月 30 日获批上市。III 期研究入选 2024 ASCO LBA 口头报告，凭借 PFS 明显获益的疗效优势，我们预计西达本胺能够快速建立双表达 DLBCL 的一线首选地位。此外，西达本胺已经在血液瘤领域深耕多年，目前覆盖处方医院 1300 多家，在全国 713 家药店均有销售，我们预计双表达 DLBCL 适应症有望在 2024 年下半年进医保后 25 年快速贡献业绩增量。

西达本胺结直肠癌 3 期临床已启动，看好 IO+HDAC 的疗效确定性

在肠癌中占比超过 90% 以上的 pMMR/MSS 患者无法从免疫单抗治疗中获益，存在迫切的临床需求。II 期数据显示三药方案西达本胺+信迪利单抗+贝伐珠单抗进行三线及以上治疗，18 周 PFS 率达 64.0%，ORR 达 44.0%，中位 PFS 达 7.3 个月，目前 3 期临床已获批，预计年内开启入组。

盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年公司营收为 6.76/10.07/13.42 亿元，同比增加 29%/49%/33%。由于研发费用下调超预期，我们将 24-26 年净利润 -1.07/0.01/0.62 亿元调整为 -0.49/0.78/1.56 亿元。根据 DCF 估值模型，按 WACC 为 9.2%，永续增长率为 1%，测算公司合理市值股价为 33.92 元，合理价值为 138 亿元，维持“买入”评级。

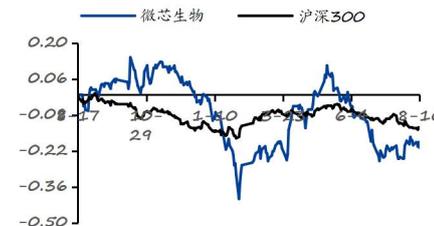
风险提示

产品研发失败的风险、产品销量不及预期的风险

基本数据

总股本/流通股(百万股)	407.80/407.80
流通 A 股市值(百万元)	7,083.41
每股净资产(元)	3.75
资产负债率(%)	49.94
一年内最高/最低价(元)	26.00/12.47

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
联系人: 杨风雨(S0210124070004)

相关报告

- 24 年有望迎来估值+业绩+数据读出多个拐点
——2024.04.30
- 西达本胺卷土重来，联合治疗实体瘤潜力巨大
——2024.04.18

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	530	524	676	1,007	1,342
增长率	23%	-1%	29%	49%	33%
净利润(百万元)	17	89	-49	78	156
增长率	-20%	408%	-155%	259%	100%
EPS(元/股)	0.04	0.22	-0.12	0.19	0.38
市盈率(P/E)	405.1	79.7	-144.9	91.0	45.4
市净率(P/B)	4.7	4.1	4.3	4.1	3.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	375	473	341	403
应收票据及账款	196	254	381	505
预付账款	9	16	28	45
存货	47	80	120	180
合同资产	1	0	1	1
其他流动资产	503	572	794	955
流动资产合计	1,130	1,395	1,664	2,086
长期股权投资	269	30	30	30
固定资产	692	765	735	1,005
在建工程	361	361	361	261
无形资产	184	195	182	174
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	567	569	570	572
非流动资产合计	2,073	1,919	1,878	2,042
资产合计	3,203	3,314	3,542	4,128
短期借款	130	118	154	358
应付票据及账款	9	12	22	36
预收款项	1	0	0	0
合同负债	0	7	10	13
其他应付款	149	149	149	149
其他流动负债	102	76	81	91
流动负债合计	391	362	415	648
长期借款	491	691	991	1,291
应付债券	408	408	204	102
其他非流动负债	203	203	204	203
非流动负债合计	1,103	1,302	1,399	1,596
负债合计	1,493	1,664	1,814	2,244
归属母公司所有者权益	1,710	1,650	1,728	1,884
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,710	1,650	1,728	1,884
负债和股东权益	3,203	3,314	3,542	4,128

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-157	-178	-190	-105
现金收益	109	27	161	254
存货影响	-19	-33	-40	-60
经营性应收影响	-44	-66	-139	-140
经营性应付影响	-124	2	10	14
其他影响	-79	-109	-182	-173
投资活动现金流	-375	132	-43	-189
资本支出	18	-129	-8	-211
股权投资	-239	239	0	0
其他长期资产变化	-154	22	-35	22
融资活动现金流	383	144	101	355
借款增加	261	177	133	405
股利及利息支付	-19	-43	-53	-70
股东融资	179	-3	0	0
其他影响	-38	13	21	20

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	524	676	1,007	1,342
营业成本	57	102	177	285
税金及附加	8	9	15	19
销售费用	284	313	360	414
管理费用	84	75	83	91
研发费用	270	216	260	312
财务费用	16	29	33	50
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	281	4	4	4
其他收益	15	13	13	14
营业利润	97	-56	92	184
营业外收入	1	0	1	1
营业外支出	1	2	1	1
利润总额	97	-58	92	184
所得税	48	-9	14	28
净利润	49	-49	78	156
少数股东损益	-40	0	0	0
归属母公司净利润	89	-49	78	156
EPS (按最新股本摊薄)	0.22	-0.12	0.19	0.38

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.2%	29.1%	48.9%	33.2%
EBIT 增长率	524.2%	-124.9%	542.5%	87.8%
归母公司净利润增长率	408.1%	-155.0%	259.3%	100.5%
获利能力				
毛利率	89.1%	84.9%	82.4%	78.7%
净利率	9.4%	-7.2%	7.7%	11.6%
ROE	5.2%	-3.0%	4.5%	8.3%
ROIC	5.8%	-1.2%	5.0%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	50.2%	51.2%	54.4%
流动比率	2.9	3.9	4.0	3.2
速动比率	2.8	3.6	3.7	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转天数	120	120	114	119
存货周转天数	239	224	203	189
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	-0.12	0.19	0.38
每股经营现金流	-0.38	-0.44	-0.47	-0.26
每股净资产	4.19	4.05	4.24	4.62
估值比率				
P/E	80	-145	91	45
P/B	4	4	4	4
EV/EBITDA	93	801	84	52

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn