



2020年1月8日

科创板询价报告之东方生物 (688298)

医药生物

建议询价区间: [19.09, 24.81]元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	286	338	414	494
(+/-)	27.5%	18.3%	22.3%	19.5%
营业利润	75	86	112	138
(+/-)	101.9%	14.7%	30.4%	23.1%
归属母公	65	75	97	118
(+/-)	96.0%	14.4%	29.4%	22.5%
EPS (元)	0.73	0.62	0.81	0.99

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

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>

● **POCT 诊断领域优质企业。**公司成立于2005年,主要从事体外诊断产品的研发、生产和销售。公司主要产品为POCT即时诊断试剂,主要应用于毒品检测和传染病检测等领域。公司产品远销一百多个国家,外销占比在95%左右。近年来,公司持续投入生物原料、体外诊断试剂、分子诊断和液态生物芯片的研发,不断拓展公司的业务格局。(注:公司详细内容请参见我们于2019年10月23日发布的报告《科创板医药生物系列之二十四:东方基因》)。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入2.86亿元,同比增长27.50%;实现归母净利润0.65亿元,同比增长95.97%;2018年公司毛利率为48.67%,净利率为22.37%,ROE为32.52%,资产负债率为38.39%,总体经营状况良好。2019H1实现营业收入1.70亿元;实现归母净利润0.33亿元。2019H1销售毛利率和销售净利率分别为46.81%和18.38%,ROE为16.39%,资产负债率为34.78%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为3.38亿元、4.14亿元和4.94亿元;实现归母净利润分别为0.75亿元、0.97亿元和1.18亿元。

● **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21.2亿元,采用PE法预测公司估值为23.9亿元,采用DCF法预测公司估值为38.8亿元。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20%权重、PE估值法60%权重、DCF估值法20%权重,最终得出公司当前估值约为26.3亿元。我们假设公司本次发行新股数量为3000万股,公司发行后总股本为12000万股;根据公司预测市值,得出公司对应股价为21.95元/股,建议询价区间为[19.09, 24.81]元/股。(注:本报告仅供参考,不作为具体投资建议)

● **风险提示:** 产品研发失败风险;市场竞争风险;汇率变动风险。



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：公司历史估值溢价分析.....	3
图表 2：可比公司估值水平.....	3
图表 3：PE 估值分析.....	4
图表 4：DCF 估值参数.....	4
图表 5：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，2016年7月，公司完成股权转让后，投后估值达到1.30亿美元，按照美元汇率7.08计算，估值约为9.2亿元。按照公司2016年归母净利润0.36亿元来测算，当期PE估值在26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2016年7月9.2亿元的基础上，给予130%的溢价率，则公司对应的当前估值约为21.2亿元。

图表 1：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		
	50%	70%	90%	110%	130%	150%	170%	190%	210%
估值（亿元）	13.8	15.6	17.5	19.3	21.2	23.0	24.8	26.7	28.5

资料来源：华鑫证券研发部

二、相对估值 PE 法分析

公司主营体外诊断产品，主要产品为POCT诊断试剂，主要覆盖毒品检测和传染病检测等多个领域。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）与公司具有较高可比性。三家公司都主营POCT体外诊断产品，万孚生物产品主要覆盖领域为慢病检测和传染病检测等，国内市场和海外市场共同发展；基蛋生物产品主要覆盖心血管类和炎症领域等，主要在国内市场发展；明德生物主要产品覆盖心脑血管和传染病领域等，主要在国内市场发展。可比公司当前PE在36倍左右。

图表 2：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	54.28	186	1.10	1.20	1.57	49.5	45.4	34.6
603387	基蛋生物	23.80	62	1.03			23.1		
002932	明德生物	36.44	24	0.87			41.7		
	平均值						36.3	45.4	34.6

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为2020年1月7日）

关于东方基因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POCT领域，维持在POCT行业中的竞争优势；2)公司产品在毒品检测和传染病检测领域维持良好的市场份额；3)公司海外市场开拓稳定，受到贸易战等国际关系因素影响较小；

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 0.75 亿元、0.97 亿元和 1.18 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 32 倍 PE 估值进行测算, 得出公司对应的当前估值约为 23.9 亿元。

图表 3: PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	22	25	27	30	32	35	38	42	45
市值 (亿元)	16.4	18.7	20.2	22.4	23.9	26.2	28.4	31.4	33.6

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, 东方基因适用。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 1.13, 无风险利率为 3.3%, WACC 值为 8.86%, 永续增长率为 2%。最后, 我们采用 DCF 法预测公司估值约为 38.8 亿元。

图表 4: DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta (考虑杠杆)	1.13
WACC	8.86%
股权比例	97.22%
永续增长率	2%
市值 (亿元)	38.8

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 21.2 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 23.9 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 38.8 亿元。我们以 PE 估值法为主，历史估值参考法和 DCF 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 60%权重、DCF 估值法 20%权重，最终得出公司当前估值约为 26.3 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 3000 万股，公司发行后总股本为 12000 万股；根据公司预测市值，得出公司对应股价为 21.95 元/股，建议询价区间为[19.09, 24.81]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 5：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值（亿元）	21.2	20%
PE估值法估值(亿元)	23.9	60%
DCF法估值（亿元）	38.8	20%
市值（亿元）	26.3	
发行后总股本（万股）	12000	
每股股价（元/股）	21.95	
询价区间（元/股）	19.09	24.81

资料来源：华鑫证券研发部

五、风险提示

风险主要包括：产品研发失败风险；市场竞争风险；汇率变动风险。



表附录：公司盈利预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	286	338	414	494
货币资金	103	697	732	785	营业成本	147	172	206	243
应收款	63	73	88	104	营业税金及附加	3	3	3	3
存货	76	76	89	101	销售费用	26	30	38	44
其他流动资产	3	3	4	4	管理费用	19	24	29	36
流动资产合计	244	846	909	990	财务费用	-4	-1	-4	-4
非流动资产:					费用合计	40	53	63	76
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	3	3	4	4
固定资产+在建工程	48	70	93	115	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	10	19	26	33	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	11	13	14	15	营业利润	75	86	112	138
非流动资产合计	94	127	159	191	加: 营业外收入	2	2	3	3
资产总计	338	973	1,068	1,181	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	77	88	115	141
短期借款	50	55	61	67	所得税费用	13	15	19	24
应付账款、票据	49	48	54	61	净利润	64	73	95	117
其他流动负债	23	25	27	30	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
流动负债合计	121	128	142	157	归母净利润	65	75	97	118
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	8	9	9	10					
非流动负债合计	8	9	9	10					
负债合计	130	137	152	167					
所有者权益									
股本	90	120	120	120					
资本公积金	28	570	570	570					
未分配利润	72	125	196	282					
少数股东权益	7	7	7	7					
所有者权益合计	208	840	920	1,018					
负债和所有者权益	338	976	1,072	1,185					

现金流量表(百万元)					主要财务指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	64	73	95	117	成长性				
折旧与摊销	5	14	19	25	营业收入增长率	27.5%	18.3%	22.3%	19.5%
财务费用	0	-1	-4	-4	营业利润增长率	101.9%	14.7%	30.4%	23.1%
存货的减少	-28	-1	-12	-12	归母净利润增长率	96.0%	14.4%	29.4%	22.5%
营运资本变化	0	-11	-8	-10	总资产增长率	30.2%	188.1%	9.8%	10.5%
其他非现金部分	2	0	1	1	盈利能力				
经营活动现金净流量	44	74	90	116	毛利率	48.7%	49.1%	50.1%	50.9%
投资活动现金净流量	-19	-45	-50	-54	营业利润率	26.3%	25.5%	27.2%	28.0%
筹资活动现金净流量	-6	565	-5	-9	三项费用/营收	14.1%	15.6%	15.2%	15.3%
现金流量净额	24	594	35	53	EBIT/销售收入	24.8%	26.9%	28.4%	29.1%
					净利润率	22.4%	21.7%	23.0%	23.6%
					ROE	30.7%	8.7%	10.3%	11.5%
					营运能力				
					总资产周转率	84.7%	34.8%	38.7%	41.9%
					资产结构				
					资产负债率	38.4%	14.0%	14.2%	14.2%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.69	1.02	0.95	0.99
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.73	0.62	0.81	0.99
					每股净资产	2.31	7.00	7.67	8.48

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>