



从科创板透视独角兽：申报情况、估值、财务三维度大

盘点

2019年5月23日

赵巧敏 (分析师)

李嘉文 (研究助理)

电话: 020-88836110

邮箱: zhaoqm@gzgzhs.com.cn

li.jiawen1@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080001

A1310118080007

2018年11月5日国家宣布设立科创板并试点注册制以来,市场普遍认为在科创板的“首批企业”中独角兽将占据较高的比例。但随着受理审核工作的推进,获得科创板受理的独角兽企业仍寥寥无几。胡润、恒大以及科技部编制的独角兽榜单中,大部分企业仍处于观望状态。本文将从科创板的视角,再看“独角兽”。

● 国内三大独角兽榜单近200家独角兽中仅三家获科创板受理

我们对比科创板已受理的110家企业(及52家辅导备案企业)、科技部火炬中心《2017年中国独角兽企业发展报告》、胡润研究院《2018胡润大中华区独角兽指数》、恒大研究院《中国独角兽报告:2019》中独角兽榜单的企业,从中筛选出已获科创板受理的三家独角兽企业。综合来看,当前共有四只独角兽在申报科创板IPO的进程中,九号智能(纳恩博)、优刻得(Ucloud)及安翰科技已获受理,影谱科技已获申报辅导备案。

● 从科创板管窥独角兽:盈利尚未稳定,但预计估值高于二级市场可比企业

看申报情况:从审核状态看,三家企业的进度相对较慢,安翰科技及优刻得仅完成一轮回复,而九号智能则处于中止审核的状态。从所选择申报标准来看,九号智能及优刻得均通过同股不同权、红筹等特殊标准进行申报,而安翰科技则选择了标准一。

看预计估值:与科创板已受理的110家企业的整体情况相比,独角兽企业的估值明显更高。若按照PS计算,安翰科技、优刻得、九号智能的PS分别达到37.21、15.88、4.89,与全体企业的平均值(8.14)及中位数(6.36)相比,估值均偏高。进一步对比科创板企业及其可比上市公司的估值情况。安翰科技、优刻得的预计发行后PE为472.32倍、236.36倍,高于各自可比公司的平均值44.81倍、74.97倍;预计发行后PS为37.71倍、15.99倍,高于各自可比公司的平均值11.74倍、9.70倍;

看财务:科创板独角兽盈利尚未稳定。对比三家独角兽企业与110家已受理企业的归母净利润,可发现独角兽企业九号智能、优刻得、安翰科技的归母净利润(-17.99亿、0.80亿、0.66亿)均低于110家科创板对应指标的平均数(1.40亿)和中位数(0.86亿),表明独角兽企业净利润处于较低的水平,其中九号智能(纳恩博)归母净利润为负。

● 行业不匹配或是独角兽申报进度相对缓慢的原因之一

从国内独角兽企业的行业分布情况看,目前61%以上的独角兽企业分布在互联网服务、电子商务、互联网金融、文化娱乐、教育、房产服务、新零售等领域,与科创板技术创新的定位有所偏差,或是独角兽企业数量较少,申报进度相对缓慢的原因之一。

相关报告

1. 科创板保荐哪家强?定价经验、跟投资金、研究投入三大维度全透视(附排行榜)
2. 108家准科创板企业估值透视:预计市盈率为二级可比企业的35,7.79%企业与一级市场倒挂
3. 科创板估值方法论
4. 另眼透视100家准科创板企业:79%早已筹划证券化;71%从A股IPO路上“改道”而来
5. 【极客看科创】企业通过外部融资“冲刺”科创板市值标准可取吗?
6. 【极客看科创(六)】31天!科创板制度午夜落地,多维度盘点“变”与“不变”(附表)
7. 【极客看科创(四)】发行定价市场化,合理估值是核心
8. 【极客看科创(三)】科创板亮相!VIE、AB股、三类股东等多项细则超预期
9. 【极客看科创(二)】科创板投融资:市场化时代的机会和挑战
9. 【极客看科创(一)】从美、港经验看注册制,企业上市由谁审?审什么

广证恒生

做中国新三板研究极客



风险提示:政策推进不及预期、市场过热、发行估值过高风险

引言：

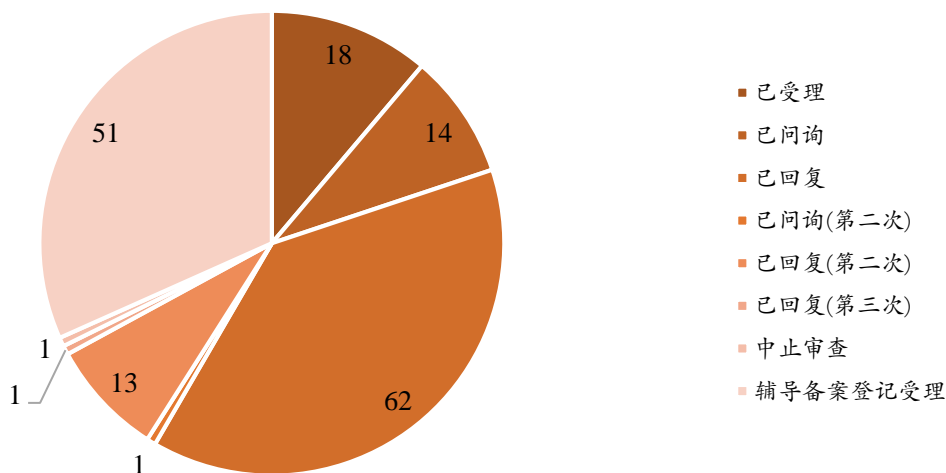
2018年以来，国内独角兽企业加速上市。年内，共有24家独角兽企业登陆A股、美股、港股等各大资本市场。而按照胡润研究院统计的四期独角兽企业名单，估值达到10亿美元的未上市企业的数量从2017年末的120家上升至2018年末的186家。

2018年11月5日国家宣布设立科创板并试点注册制以来，代表着中国新经济发展动能的独角兽企业再次受到了广泛的关注。市场普遍认为在科创板的“首批企业”中独角兽将占据较高的比例。但随着受理审核工作的推进，获得科创板受理的独角兽企业仍寥寥无几；而胡润、恒大以及科技部编制的独角兽榜单中，大部分企业仍处于观望状态。本文将从科创板的视角，再看“独角兽”。

一、三大独角兽榜单中仅三家企业获科创板受理

截至2019年5月23日，上交所科创板已有110家企业获受理，其中91家已接受问询，较上周末（5月17日）增加5家。在91家已接受问询的企业中，微芯生物已完成第三轮回复，进度最快；13家企业已完成第二次回复，63家企业仅完成第一轮回复。

图表 1：科创板审核状态一览：110家已获受理，71家已完成第一次回复



数据来源：Wind，广证恒生

我们对比科创板已受理的110家企业（及52家辅导备案企业）、科技部火炬中心《2017年中国独角兽企业发展报告》、胡润研究院《2018胡润大中华区独角兽指数》、恒大研究院《中国独角兽报告：2019》中独角兽榜单的企业，从中筛选出已获科创板受理的三家独角兽企业。综合来看，当前共有四只独角兽在申报科创板IPO的进程中，九号智能（纳恩博）、优刻得(Ucloud)及安翰科技已获受理，影谱科技已获申报辅导备案。

图表 2：曾登上科技部火炬中心、胡润、恒大三大独角兽榜单的科创板申报企业名单（共4家）

企业简称	审核状态	预计发行后估值 (单位：亿元)	成立时间	上榜榜单
九号智能(纳恩博)	中止审查	207.70	2014年12月	科技部火炬中心、胡润、恒大
优刻得(UCloud)	已回复	189.85	2012年3月	科技部火炬中心、胡润、恒大
安翰科技	已回复	120.00	2009年12月	科技部火炬中心、胡润
影谱科技	辅导备案登记受理	暂无	2009年12月	胡润

数据来源：长城战略咨询，胡润百富，恒大研究院，Wind，广证恒生

科技部火炬中心在2018年3月23日发布了《2017年中国独角兽企业发展报告》，报告中的2017年



中国独角兽榜单共计 164 家企业上榜。与科创板申报企业对照后，发现仅有 3 家企业重合，分别是九号智能（纳恩博）、优刻得(Ucloud)和安翰科技。

胡润研究院发布的《2018 胡润大中华区独角兽指数》榜单共包含 186 家企业。其中已成功申报科创板的企业共有 4 家，分别是九号智能（纳恩博）、优刻得(Ucloud)、安翰科技和影谱科技。

恒大研究院在 2019 年 3 月 7 日发布《中国独角兽报告：2019》，报告中的狭义中国独角兽企业共计 137 家，由恒大研究院结合胡润、CB Insight、科技部火炬中心、PitchBook 等榜单整理而成。其中有 2 家已成功申报科创板，分别是九号智能（纳恩博）和优刻得(Ucloud)。

二、管窥科创板独角兽：预计发行后估值高于二级

市场可比企业

本节将从申报、估值、财务三个方面对科创板独角兽进行盘点。由于影谱科技仍处于辅导备案登记受理状态，信息披露尚未完全，因此我们重点关注九号智能、安翰科技、优刻得三家企业。

2.1 申报情况盘点：安翰科技、优刻得已完成一轮回复，九号智能处于中止状态

三家独角兽中，九号智能及优刻得属科创板六大领域内的新一代信息技术产业，安翰科技则属于医疗健康产业。从审核状态看，三家企业的进度相对较慢，安翰科技及优刻得仅完成一轮回复，而九号智能则处于中止审核的状态。从所选择申报标准来看，九号智能及优刻得均通过同股不同权、红筹等特殊标准进行申报，而安翰科技则选择了标准一。

图表 3：安翰科技、优刻得已完成一轮回复，九号智能处于中止状态

企业简称	审核状态	所属行业(CSRC 公布)	申报标准	保荐券商
九号智能(纳恩博)	中止审查	计算机、通信和其他电子设备制造业	红筹+同股不同权标准	国泰君安
安翰科技	已回复	专用设备制造业	标准一	招商证券
优刻得(UCloud)	已回复	互联网和相关服务	同股不同权标准	中金公司

数据来源：Wind, 广证恒生

2.2 预计发行估值盘点：独角兽企业预计发行后 PE、PS 均大幅高于同期二级可比企业

我们按照预计募资规模/(预计发行股份/发行后总股本)进行计算，我们可计算出每家企业的预计发行后总市值，并结合企业 2018 年的收入、净利润等财务指标，计算出 PE、PS、PEG、PB 等静态估值指标，据此透视投行对企业的预计发行估值。

与科创板已受理的 110 家企业的整体情况相比，独角兽企业的估值明显更高。若按照 PS 计算，安翰科技、优刻得、九号智能的 PS 分别达到 37.21、15.88、4.89，与全体企业的平均值 (8.14) 及中位数 (6.36) 相比，估值均偏高。从 PE 的角度看，独角兽估值偏高的现象尤甚。安翰科技、优刻得的 PE 均超过 200X，分别为全体科创板企业平均 PE 的 10 倍与 4 倍。

图表 4: 与科创板已受理的 110 家企业的整体情况相比, 独角兽企业的估值明显更高

简称	PE	PS	PEG	PB	所属行业
安翰科技	472.32	37.21	0.64	12.79	专用设备制造业
优刻得	236.36	15.99	7.84	10.62	互联网和相关服务
九号智能	-	4.89	-	-	计算机、通信和其他电子设备制造业
平均值	50.32	8.14	2.92	8.83	-
中位数	32.93	6.36	0.56	6.39	-

数据来源: Wind, 广证恒生

我们进一步对比科创板企业及其可比上市公司的估值情况。若按照 PE、PS 的口径统计, 安翰科技、优刻得的估值均大幅高于可比上市公司的 PE (TTM)、PS (TTM)。安翰科技、优刻得的预计发行后 PE 为 472.32 倍、236.36 倍, 高于各自可比公司的平均值 44.81 倍、74.97 倍; 预计发行后 PS 为 37.71 倍、15.99 倍, 高于各自可比公司的平均值 11.74 倍、9.70 倍;

图表 5: 与科创板已受理的 110 家企业的整体情况相比, 独角兽企业的估值明显更高

简称	所属行业	PE	PB	PS	PEG	可比企业	PE	PB	PS	PEG
安翰科技	专用设备制造业	472.32	12.79	37.21	0.64	迈瑞医疗	43.91	10.65	11.92	1.05
						开立医疗	48.27	8.91	9.59	1.41
						正海生物	49.07	8.02	19.43	1.32
						万东医疗	38.02	3.00	6.02	0.95
优刻得	互联网和相关服务	236.36	10.62	15.99	7.84	salesforce	110.03	10.91	9.08	-
						深信服	70.88	10.75	11.02	11.75
						石基信息	71.42	4.01	10.26	6.81
						数据港	47.58	6.65	7.27	1.98

数据来源: Wind, 广证恒生

*考虑到九号智能仅能计算出 PS (4.88) 倍, 此处不做对比

2.3 财务情况盘点: 盈利尚未稳定, 现金流逐步好转

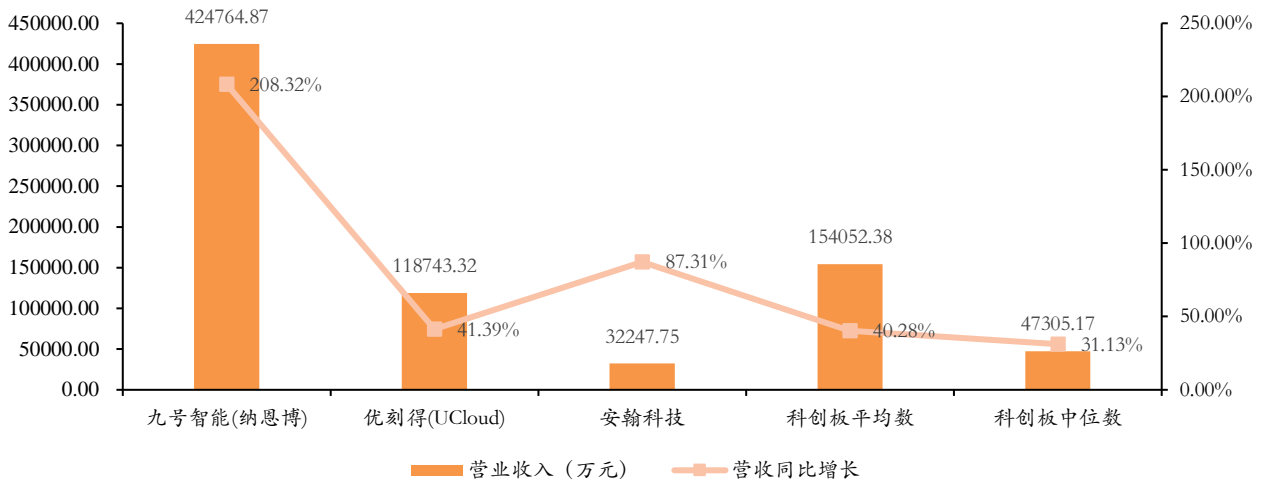
对比三家独角兽企业与 110 家已受理企业的主要财务指标可得出科创板独角兽企业的财务特征。以下我们选取了营业收入及同比增长率、归母净利润及同比增长率、净资产收益率(摊薄)、经营活动现金流作为主要财务指标进行分析。整体而言, 独角兽企业的营收同比增长率较高, 归母净利润偏低, 近一年经营活动现金流均为正, 净资产收益率差异较大。

图表 6: 科创板独角兽财务情况

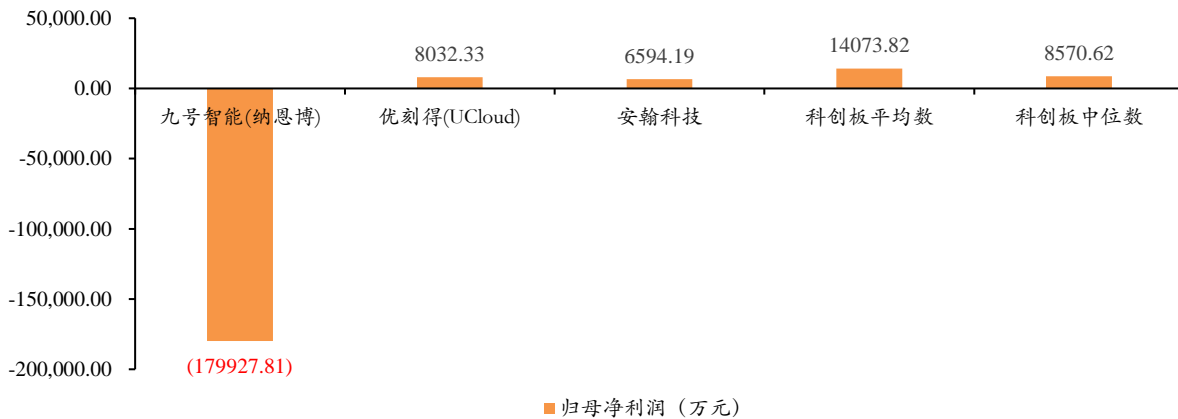
企业简称	营业收入(万元)	营收同比增长	归母净利润(万元)	归母净利润同比增长(%)	ROE
九号智能 (纳恩博)	424764.87	208.32%	(179927.81)	仍未转正	55.70
优刻得 (UCloud)	118743.32	41.39%	8032.33	4.54	4.63
安翰科技	32247.75	87.31%	6594.19	由负转正	8.91
科创板 平均数	154052.38	40.28%	14073.82	88.06	20.69
科创板 中位数	47305.17	31.13%	8570.62	54.33	18.34

数据来源: Wind, 广证恒生

如图表 6 所示, 对比三家独角兽企业与 110 家已受理企业的营业收入及同比增长率, 可发现独角兽企业的营收同比增长率均高于科创板对应指标的平均数和中位数, 表明独角兽企业营收增长较快。

图表 7：科创板独角兽营业收入情况：营收同比增长率均高于科创板平均数及中位数

数据来源：Wind, 广证恒生

如图表 7 所示，对比三家独角兽企业与 110 家已受理企业的归母净利润，可发现独角兽企业九号智能、优刻得、安翰科技的归母净利润 (-17.99 亿、0.80 亿、0.66 亿) 均低于 110 家科创板对应指标的平均数 (1.40 亿) 和中位数 (0.86 亿)，表明独角兽企业净利润处于较低的水平，其中九号智能 (纳恩博) 归母净利润为负。

图表 8：科创板独角兽归母净利润情况：均低于科创板平均数及中位数

数据来源：Wind, 广证恒生

如图表 8 所示，对比三家独角兽企业与 110 家已受理企业近三年归母净利润与经营活动现金流正负情况，可发现独角兽企业近三年归母净利润均出现过负值，经营活动现金流呈现由负转正的趋势，其中 2018 年经营活动现金流均为正，表明独角兽企业的利润尚未稳定，但经营活动现金流正在好转。

图表 9：科创板独角兽近三年归母净利润与经营活动现金流正负情况

企业简称	近三年归母净利润正负情况			近三年经营活动现金流正负情况		
	年份	2016	2017	2018	2016	2017
九号智能(纳恩博)	-	-	-	-	+	+
优刻得(UCloud)	-	+	+	+	+	+
安翰科技	+	-	+	-	-	+

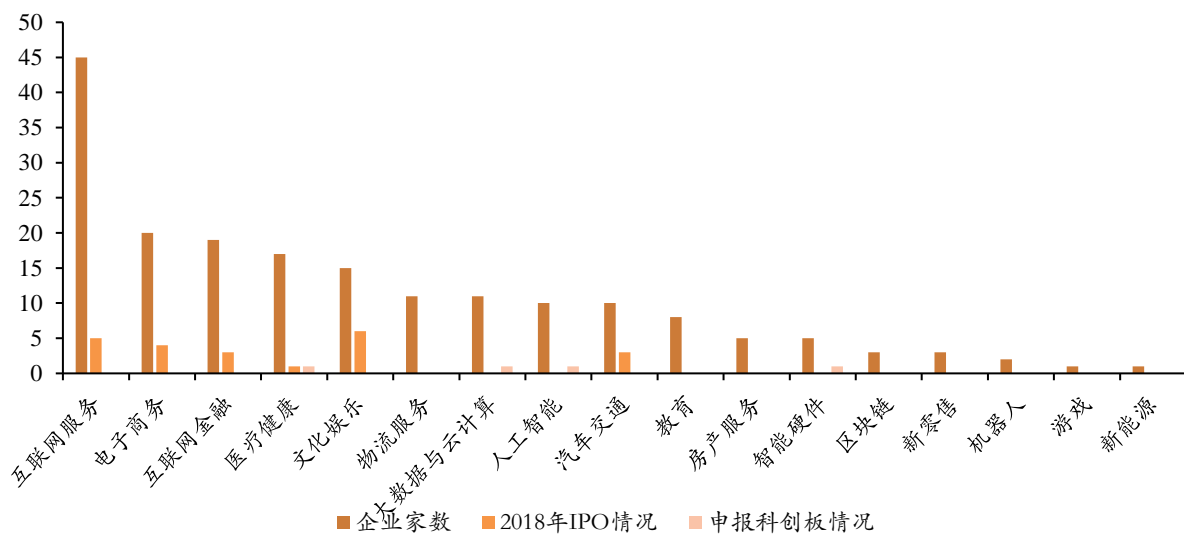
数据来源：Wind, 广证恒生

三、超过 60% 独角兽所属行业与科创板定位不匹配 或是独角兽企业申报相对缓慢的原因之一

从行业上看，国内独角兽企业多分布在互联网服务、电子商务、互联网金融、文化娱乐等领域，以商业模式创新为主，技术壁垒相对较低，与科创板技术创新的定位有所偏差。因此，当前符合科创板行业定位的创新型独角兽企业数量相对较少，导致申报科创板企业数量偏少。

以胡润独角兽榜单为例，截至 2018 年末，胡润大中华区的独角兽企业数量最为集中的行业为互联网服务行业，共 45 家，占比 24.19%。排名二、三的行业是互联网金融以及电子商务，分别有 20、19 家企业，占比分别为 10.75%、10.21%。

图表 10：胡润独角兽榜单所属行业情况



数据来源：Wind, 广证恒生

附录:

图表 11 : 胡润独角兽榜单中符合科创板行业的独角兽企业一览

企业简称	成立时间	企业估值范围 (亿元)	所属行业
九次方大数据	2010 年 8 月	70.00	大数据与云计算
腾云天下	2011 年 7 月	70.00	大数据与云计算
集奥聚合	2012 年 8 月	70.00	大数据与云计算
金山云	2012 年 2 月	100.00	大数据与云计算
云知声	2012 年 6 月	70.00	大数据与云计算
同盾科技	2013 年 10 月	70.00	大数据与云计算
华云数据	2013 年 1 月	70.00	大数据与云计算
零氦科技	2014 年 12 月	70.00	大数据与云计算
数梦工场	2015 年 3 月	70.00	大数据与云计算
Face++	2011 年 10 月	200.00	人工智能
第四范式	2014 年 9 月	70.00	人工智能
Momenta	2016 年 9 月	70.00	人工智能
出门问问	2012 年 10 月	70.00	人工智能
依图科技	2012 年 9 月	100.00	人工智能
奥比中光	2013 年 1 月	70.00	人工智能
商汤科技	2014 年 8 月	400.00	人工智能
云从科技	2015 年 3 月	200.00	人工智能
地平线机器人	2015 年 6 月	200.00	人工智能
甘李药业	1998 年 6 月	100.00	医疗健康
神州细胞工程	2002 年 6 月	70.00	医疗健康
亚洲医疗	2014 年 6 月	70.00	医疗健康
药明明码	2015 年 6 月	100.00	医疗健康
全棉时代	2015 年 7 月	100.00	医疗健康
平安医保科技	2016 年 9 月	500.00	医疗健康
诺禾致源	2011 年 3 月	70.00	医疗健康
联影医疗	2011 年 3 月	300.00	医疗健康
碳云智能	2015 年 10 月	70.00	医疗健康
柔宇科技	2012 年 5 月	300.00	智能硬件
智米科技	2014 年 6 月	70.00	智能硬件
微鲸	2015 年 4 月	100.00	智能硬件
寒武纪科技	2016 年 3 月	150.00	智能硬件
大疆	2006 年 11 月	1000.00	机器人
优必选	2012 年 3 月	300.00	机器人
开沃汽车	2010 年 12 月	100.00	汽车交通
零跑汽车	2015 年 12 月	70.00	汽车交通
爱驰汽车	2017 年 2 月	100.00	汽车交通



威马汽车	2012年5月	300.00	汽车交通
奇点汽车	2014年12月	200.00	汽车交通
游侠汽车	2014年3月	200.00	汽车交通
小鹏汽车	2015年1月	300.00	汽车交通
车和家	2015年4月	100.00	汽车交通
电咖汽车	2015年6月	100.00	汽车交通
拜腾汽车	2016年3月	100.00	汽车交通
辉能科技	2006年9月	70.00	新能源

数据来源：胡润百富，Wind，广证恒生



新三板团队介绍：

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板副团队长）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

司伟（新三板高端装备行业负责人）：中国人民大学管理学硕士，理工与经管复合专业背景，多年公募基金从业经验，在新三板和A股制造业研究上有丰富积累，对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜（新三板TMT行业研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐（新三板医药行业研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉（新三板医药行业研究员）：香港中文大学生物医学工程硕士，华中科技大学生物信息技术学士，拥有海外知名实业工作经历，对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏（新三板教育行业研究员）：新加坡国立大学应用经济学硕士，曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文，具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历，目前重点关注教育领域。

于栋（新三板高端装备行业研究员）：华南理工大学物理学硕士，厦门大学材料学学士，具有丰富的二三级研究经验，重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林（新三板大消费行业研究员）：暨南大学资产评估硕士、经济学学士，重点关注素质教育、早教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文（新三板主题策略研究员）：暨南大学金融学硕士，具有金融学与软件工程复合背景，目前重点关注新三板投资策略，企业资本规划两大方向。

联系我们：

邮箱：li.jiawen1@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832292



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。