

日期: 2019年10月24日

行业: 医药制造业



分析师: 魏雯

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号: S0870119030007

基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	29.85
12mth A 股价格区间 (元)	15.1-30.71
总股本 (百万股)	1,537.44
无限售 A 股/总股本	95%
流通市值 (亿元)	434.17
每股净资产 (元)	3.14
PBR (X)	9.51
DPS (2018, 元)	10 派 0.30

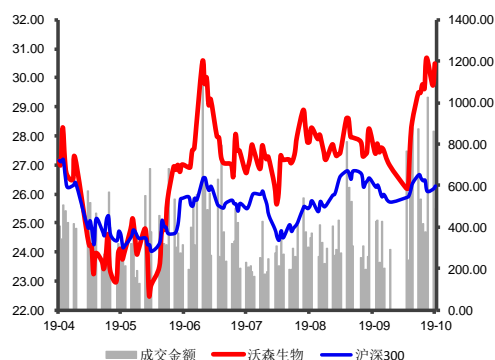
主要股东 (2019Q3)

云南省工业投资控股集团有限责任公司	6.99%
刘俊辉	5.93%
嘉兴裕保投资合伙企业(有限合伙)-无锡中保嘉沃投资合伙企业(有限合伙)	5.0%

收入结构 (2019H1)

自产疫苗	62.4%
其他业务	37.6%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较

上市品种持续增长
新品有望年内上市

■ 公司动态事项

公司发布2019年第三季度报告。

■ 事项点评

营收增长快速, 毛利率持续提升

2019年前三季度, 公司实现营收7.97亿元, 同比增长39.09%; 实现归母净利润1.20亿元, 同比增长32.10%; 实现扣非归母净利润1.14亿元, 同比增长90.00%。其中公司第三季度实现营收2.97亿元, 同比增长49.38%; 实现归母净利润0.35亿元, 同比增长97.29%; 实现扣非归母净利润0.33亿元, 同比增长103.91%。

2019年前三季度, 公司整体毛利率为79.67%, 同比下降0.53pct, 基本持平。期间费用方面, 2019年前三季度, 公司的销售费用和管理费用分别为3.20亿元和1.18亿元, 同比增长51.96%和104.13%, 其中管理费用增长较大的原因主要是公司股票期权激励分摊费用较上年同期增加0.41亿元所致。报告期内, 公司经营活动产生的现金流净额达到0.55亿元, 同比增加166.79%, 主要是公司自主疫苗产品销量和销售收入增长致销售货款回款同向增加所致。

上市品种持续增长, 在研产品稳步推进

截至2019年前三季度, 公司产品的批签总量为2934万支, 同比增长57%, 其中23价肺炎疫苗批签发量达到229万支, 同比增长93%, 提升较快。在研产品中, 公司的13价肺炎球菌多糖结合疫苗已申报生产, 目前处于生产现场检查阶段, 年内有望获批上市。13价肺炎球菌多糖结合疫苗是全球最畅销的疫苗品种之一, 目前全球市场缺口依然较大。已上市的品种中, 辉瑞的13价肺炎球菌多糖结合疫苗在我国的接种年龄段是2月龄、4月龄、6月龄各一针, 12~15月龄加强一针, 但目前进入中国的数量有限。而公司的13价肺炎球菌多糖结合疫苗的受众人群年龄将是6周龄到5岁, 在适用年龄段上较为优势。此外, 公司的二价HPV疫苗目前处于III期临床试验病例收集和最后阶段, 产业化生产车间已建设完成, 九价HPV疫苗目前正在开展I期临床试验。

■ 风险提示

行业监管政策变化风险; 产品推广不及预期风险; 产品研发不及预期风险; 市场竞争加剧风险。

■ 投资建议

给予“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS至0.10、0.33元，以10月22日收盘价30.51元计算，动态PE分别为291.5倍和93.1倍。我们认为，上市品种的持续放量以及产品管线的不断丰富将有望共同驱动公司的业绩成长，我们看好公司未来发展，给予“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	879.04	1,092.05	2,736.48	3,610.40
年增长率	31.54%	24.23%	150.58%	31.94%
归属于母公司的净利润	1,046.20	160.92	503.84	759.31
年增长率	294.77%	-84.62%	213.10%	50.71%
每股收益 (元)	0.68	0.10	0.33	0.49
PER (X)	44.84	291.49	93.10	61.78

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,484	3,414	4,850	5,344
存货	236	336	705	600
应收账款及票据	1,377	1,325	2,020	1,992
其他	42	40	99	71
流动资产合计	4,139	5,115	7,674	8,008
长期股权投资	238	238	238	238
固定资产	746	490	234	(22)
在建工程	554	564	574	574
无形资产	827	814	801	787
其他	732	474	515	568
非流动资产合计	3,098	2,580	2,362	2,146
资产总计	7,237	7,695	10,036	10,154
短期借款	30	30	30	30
应付账款及票据	1,110	1,656	3,375	2,932
其他	396	244	400	341
流动负债合计	1,536	1,931	3,806	3,303
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	445	669	653	589
非流动负债合计	445	669	653	589
负债合计	1,981	2,600	4,458	3,892
少数股东权益	682	633	577	461
股东权益合计	5,256	5,095	5,578	6,261
负债和股东权益总计	7,237	7,695	10,036	10,154

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,046	161	504	759
折旧和摊销	127	269	269	269
营运资本变动	(299)	586	726	(392)
经营活动现金流	(65)	961	1,428	499
资本支出	848	(10)	(10)	0
投资收益	1,193	0	0	0
投资活动现金流	619	261	(55)	(60)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(46)	(2)	(10)	(20)
融资活动现金流	712	(291)	63	55
净现金流	1,266	930	1,436	494

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	879	1,092	2,736	3,610
营业成本	172	221	401	503
营业税金及附加	10	9	26	32
营业费用	349	470	1,231	1,589
管理费用	131	169	424	578
财务费用	16	(7)	(15)	(21)
资产减值损失	38	44	109	144
投资收益	1,193	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,245	187	560	786
营业外收支净额	(62)	(65)	(68)	(72)
利润总额	1,183	122	492	715
所得税	121	10	44	71
净利润	1,063	112	447	643
少数股东损益	16	(48)	(56)	(116)
归属母公司股东净利润	1,046	161	504	759

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	31.54%	24.23%	150.58%	31.94%
EBITDA 增长率	4231.07%	-69.78%	81.05%	27.09%
EBIT 增长率	-1928.10%	-86.87%	202.26%	40.50%
净利润增长率	294.77%	-84.62%	213.10%	50.71%
毛利率	94.30%	96.55%	96.54%	96.51%
EBITDA/总收入	169.25%	41.17%	29.74%	28.65%
EBIT/总收入	156.09%	16.50%	19.90%	21.19%
净利润率	119.02%	14.74%	18.41%	21.03%
资产负债率	27.38%	33.79%	44.42%	38.33%
流动比率	2.69	2.65	2.02	2.42
速动比率	2.54	2.48	1.83	2.24
总资产回报率 (ROA)	14.68%	1.46%	4.46%	6.33%
净资产收益率 (ROE)	22.87%	3.61%	10.07%	13.09%
EV/营业收入	40.8	30.7	39.0	15.0
EV/EBITDA	18.1	94.8	50.5	39.1
PE	44.8	291.5	93.1	61.8
PB	10.0	10.3	9.1	7.9

分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。