

日期: 2019年10月29日

行业: 医药制造业



分析师: 魏燮

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)	82.51
12mth A 股价格区间 (元)	28.19-83.9
总股本 (百万股)	645.22
无限售 A 股/总股本	41%
流通市值 (亿元)	216.41
每股净资产 (元)	3.79
PBR (X)	21.75
DPS (2018, 元)	10 派 2.50

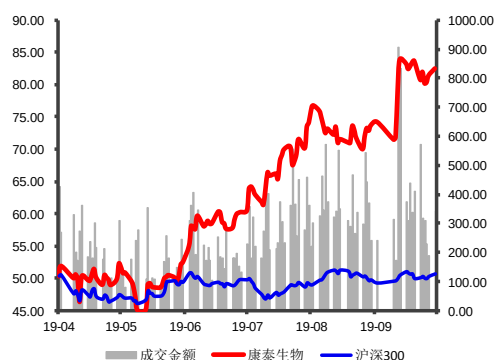
主要股东 (2019Q3)

杜伟民	53.43%
郑海发	2.51%
招银国际资本管理(深圳)有限公司	1.71%

收入结构 (2019H1)

自主产品-二类疫苗	94.5%
自主产品-一类疫苗	5.1%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



四联苗销量提升 在研产品稳步推进

■ 公司动态事项

公司发布2019年第三季度报告。

■ 事项点评

Q3 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13.94亿元, 同比下降7.05%; 实现归母净利润4.31亿元, 同比增长14.53%; 实现扣非归母净利润4.16亿元, 同比增长16.07%。其中公司第三季度实现营收5.87亿元, 同比增长34.46%; 实现归母净利润1.73亿元, 同比增长92.21%; 实现扣非归母净利润1.71亿元, 同比增长98.99%, 单季度增长较快的原因主要是去年基数较低所致。

2019年前三季度, 公司整体毛利率为91.89%, 同比提升1.22pct。期间费用率方面, 2019年前三季度, 公司的销售费用率和管理费用率为39.50%和16.90%, 分别同比下降10.50pct和提升5.36pct, 销售费用率显著降低。报告期内, 公司经营活动产生的现金流净额达到2.68亿元, 同比增加68.91%, 主要是本期销售回款增加所致, 现金流好转。

四联苗批签发恢复, 在研产品稳步推进

截至2019年前三季度, 公司的核心品种批签发情况良好, 四联苗批签发252万支, 其中第三季度批签发达到162万支; 23价肺炎疫苗于2019年8月获得批签发证明, 批签发89万支。研发管线方面, 公司的冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)已完成临床试验, 并已向NMPA递交药品生产注册申请。狂犬病疫苗在国内属于大品种, 近两年年均批签发量约1300-1500万人份, 具有较大市场空间。目前在售的大多为vero细胞狂犬病疫苗, 其他多家公司也有研制人二倍体细胞狂犬病疫苗, 公司的研发进度靠前, 具备先发优势。此外, 公司的13价肺炎球菌结合疫苗也已完成III期临床试验, 上市后将进一步增厚公司业绩。

■ 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; 产品质量风险。

■ 投资建议

给予“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS至0.85、1.17元, 以10月28日收盘价82.51

元计算，动态PE分别为97.1倍和70.2倍。我们认为，伴随公司产品的不断放量以及在研产品的陆续上市，公司业绩有望持续增长，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	2,016.90	2,251.12	2,759.21	3,979.93
年增长率	73.69%	11.61%	22.57%	44.24%
归属于母公司的净利润	435.69	548.24	757.72	1,162.09
年增长率	102.92%	25.83%	38.21%	53.37%
每股收益 (元)	0.68	0.85	1.17	1.80
PER (X)	122.19	97.10	70.26	45.81

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	635	959	1,427	2,104
存货	196	183	247	335
应收账款及票据	899	712	1,263	1,586
其他	11	47	59	41
流动资产合计	1,740	1,901	2,996	4,065
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	551	412	274	136
在建工程	616	626	636	636
无形资产	204	194	184	173
其他	226	154	165	162
非流动资产合计	1,596	1,386	1,259	1,107
资产总计	3,336	3,287	4,254	5,172
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	836	526	1,018	1,072
其他	138	146	156	198
流动负债合计	974	673	1,174	1,270
长期借款和应付债券	413	158	105	140
其他	117	143	132	130
非流动负债合计	530	300	237	271
负债合计	1,504	973	1,410	1,541
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,833	2,314	2,844	3,631
负债和股东权益总计	3,336	3,287	4,254	5,172

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	436	548	758	1,162
折旧和摊销	59	149	149	149
营运资本变动	(131)	(39)	(148)	(293)
经营活动现金流	336	665	751	1,007
资本支出	(301)	(10)	(10)	0
投资收益	7	0	0	0
投资活动现金流	(236)	(10)	(10)	0
股权融资	224	0	0	0
负债变化	28	(255)	0	0
股息支出	(161)	(163)	(228)	(375)
融资活动现金流	332	(331)	(273)	(330)
净现金流	432	324	468	677

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	2,017	2,251	2,759	3,980
营业成本	179	180	204	277
营业税金及附加	11	18	19	28
营业费用	1,005	1,171	1,407	1,970
管理费用	155	248	276	398
财务费用	18	8	(7)	(11)
资产减值损失	10	24	21	36
投资收益	7	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	481	603	839	1,282
营业外收支净额	8	8	9	9
利润总额	489	612	848	1,291
所得税	53	63	90	129
净利润	436	548	758	1,162
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	436	548	758	1,162

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	73.69%	11.61%	22.57%	44.24%
EBITDA 增长率	175.69%	5.34%	29.10%	44.81%
EBIT 增长率	225.59%	-7.86%	36.18%	52.81%
净利润增长率	102.92%	25.83%	38.21%	53.37%
毛利率	94.30%	96.55%	96.54%	96.51%
EBITDA/总收入	35.75%	33.74%	35.54%	35.68%
EBIT/总收入	32.88%	27.14%	30.16%	31.95%
净利润率	21.60%	24.35%	27.46%	29.20%
资产负债率	45.07%	29.60%	33.15%	29.80%
流动比率	1.79	2.83	2.55	3.20
速动比率	1.59	2.55	2.34	2.94
总资产回报率 (ROA)	13.06%	16.68%	17.81%	22.47%
净资产收益率 (ROE)	23.77%	23.69%	26.64%	32.01%
EV/营业收入	17.1	11.2	22.9	18.5
EV/EBITDA	31.5	68.0	52.1	35.5
PE	122.2	97.1	70.3	45.8
PB	28.7	22.7	18.5	14.5

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。