

日期：2020年03月25日

行业：医药制造业



分析师：魏贊

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 (2020Q1)

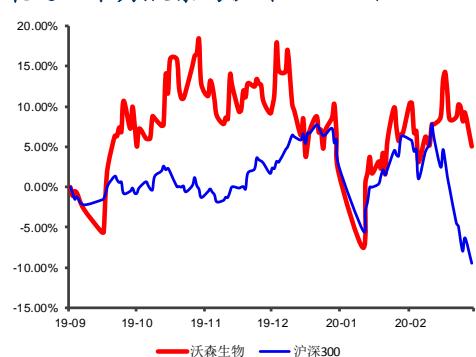
报告日股价 (元)	29.14
12mth A 股价格区间 (元)	16.16-33.57
总股本 (百万股)	1,537.44
无限售 A 股/总股本	95%
流通市值 (亿元)	424
每股净资产 (元)	3.16
PBR (X)	9.21
DPS (2018, 元)	10 派 0.30

主要股东 (2019Y)

云南省工业投资控股集团有限责任公司	6.99%
刘俊辉	5.69%
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)	5.00%

收入结构 (2019Y)

自产疫苗	97.6%
其他业务	2.4%

最近6个月股票与沪深300比较

上市品种持续增长 研发梯队有序推进

■ 公司动态事项

公司发布2019年年度报告。

■ 事项点评**年报营收稳步提升，疫情影响一季度业绩**

2019年，公司实现营收11.21亿元，同比增长27.55%；实现归母净利润1.42亿元，同比下降86.43%，主要是18年年报包含了公司处置嘉和生物的投资收益造成；实现扣非归母净利润1.28亿元，同比增长90.00%。此外，公司公布了2020年一季度的业绩预告，报告期内公司归母净利润亏损0.18-0.23亿元，主要是受到绝大部分疫苗接种门诊因新冠疫情防控要求而暂停接种疫苗的影响，但由于需求仍然存在，因此在疫情结束后，我们认为疫苗接种需求将会逐步释放。

2019年，公司整体毛利率为79.75%，同比下降0.64pct，基本持平。期间费用方面，2019年，公司的销售费用和管理费用分别为4.99亿元和1.75亿元，同比增长42.83%和53.44%。报告期内，公司经营活动产生的现金流净额达到0.62亿元，同比增加195.08%，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。

上市品种批签发量保持增长，13价肺炎疫苗即将放量

截至2019年，公司产品的批签总量为3974.65万支，同比增长37.64%，其中23价肺炎疫苗批签发量达到357.83万支，百白破疫苗批签发量达到1206.33万支，分别同比增长121.50%和181.96%，批签发数量提升较快。从收入来看，目前公司的主要收入来源于23价肺炎疫苗的销售，2019年该品种实现收入5.21亿元，同比增长65.01%。此外，公司的13价肺炎球菌多糖结合疫苗已于2020年1月10日收到了国家药监局颁发的《药品注册批件》，目前正在进行13价肺炎结合疫苗的生产和批签发工作。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，全球销售额超过50亿美元，并且存在较大市场缺口。在已上市的品种中，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月龄到5岁，在适用年龄段上存在差异，大龄市场将由公司独享。

在研管线有序推进，拓展国际化业务市场

2019年，公司持续推进各重磅在研产品的研究进度。在研管线中，公司的二价HPV疫苗目前处于III期临床试验病例收集和分析的最后阶

段，产业化生产车间已建设完成，即将申报生产，有望在2021年上市；九价HPV疫苗目前正在开展I期临床试验；重组EV71疫苗已获得国家药监局颁发的《临床试验通知书》，目前已进入临床研究阶段。另外，公司尚有四价脑膜炎球菌多糖结合疫苗等多个疫苗产品处于临床研究或临床前研究的不同阶段。随着各产品研发进度和注册申报工作的不断推进，未来实现上市后将为公司的业绩持续增长提供稳定的支撑。除丰富研发管线外，公司也在持续拓展全球市场。截至2019年，公司产品已出口至12个国家，公司2019年海外销售收入同比增长63.60%，产品出口创汇再创新高。其中，子公司玉溪沃森获得埃及卫生部720万剂AC多糖疫苗、60万剂ACYW135多糖疫苗的增发采购订单用于其2019年的扩大免疫规划接种，玉溪沃森已按照订单约定完成了供货。此外，ACYW135多糖疫苗申报WHO预认证也已获得受理，并完成初步评审意见回复及样品送检。

■ 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；疫情加剧风险。

■ 投资建议

给予“谨慎增持”评级

预计公司20、21年EPS至0.18、0.25元，以3月24日收盘价29.14元计算，动态PE分别为160.1倍和115.4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)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,121.22	1,666.06	2,174.92	2,721.07
年增长率	27.55%	48.59%	30.54%	25.11%
归属于母公司的净利润	141.97	279.80	388.21	491.26
年增长率	-86.43%	97.08%	38.75%	26.54%
每股收益 (元)	0.09	0.18	0.25	0.32
PER (X)	315.56	160.12	115.40	91.20

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	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,381	3,260	3,426	4,176
存货	313	379	624	545
应收账款及票据	706	1,145	1,574	1,571
其他	43	66	84	90
流动资产合计	3,444	4,849	5,707	6,383
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	689	468	248	27
在建工程	699	709	719	719
无形资产	1,003	978	952	927
其他	1,162	1,160	1,157	1,273
非流动资产合计	3,574	3,335	3,096	2,966
资产总计	7,018	8,184	8,804	9,350
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	726	1,382	1,710	1,717
其他	363	337	349	404
流动负债合计	1,088	1,719	2,059	2,121
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	263	517	409	396
非流动负债合计	263	517	409	396
负债合计	1,352	2,237	2,468	2,517
少数股东权益	801	807	814	824
股东权益合计	5,666	5,948	6,336	6,832
负债和股东权益总计	7,018	8,184	8,804	9,350

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	142	280	389	492
折旧和摊销	82	246	246	246
营运资本变动	(1,130)	361	(459)	9
经营活动现金流	62	877	163	734
资本支出	(264)	(10)	(10)	0
投资收益	6	0	0	0
投资活动现金流	193	(10)	(10)	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	(4)	(8)	(6)
融资活动现金流	(361)	12	13	17
净现金流	(106)	878	166	751

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,121	1,666	2,175	2,721
营业成本	227	311	392	468
营业税金及附加	9	16	19	24
营业费用	499	750	1,000	1,279
管理费用	175	150	174	218
财务费用	(4)	(16)	(20)	(23)
资产减值损失	(11)	67	87	109
投资收益	6	0	0	0
公允价值变动损益	14	0	0	0
营业利润	233	317	444	561
营业外收支净额	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	229	314	440	558
所得税	35	28	44	56
净利润	194	286	396	501
少数股东损益	52	6	8	10
归属母公司股东净利润	142	280	388	491

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	27.55%	48.59%	30.54%	25.11%
EBITDA 增长率	-78.64%	94.73%	20.90%	16.32%
EBIT 增长率	-82.42%	54.57%	34.69%	24.31%
净利润增长率	86.43%	97.18%	38.78%	26.57%
毛利率	94.30%	96.55%	96.54%	96.51%
EBITDA/总收入	28.35%	37.15%	34.41%	31.99%
EBIT/总收入	21.52%	22.38%	23.09%	22.94%
净利润率	12.66%	16.80%	17.86%	18.07%
资产负债率	19.26%	27.33%	28.03%	26.92%
流动比率	3.16	2.82	2.77	3.01
速动比率	2.88	2.60	2.47	2.75
总资产回报率(ROA)	2.77%	3.49%	4.50%	5.37%
净资产收益率(ROE)	2.92%	5.45%	7.04%	8.18%
EV/营业收入	30.7	42.1	25.8	19.7
EV/EBITDA	148.4	69.5	57.2	48.2
PE	315.6	160.1	115.4	91.2
PB	9.6	9.1	8.4	7.8

分析师承诺

魏贊 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±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±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。