

日期: 2020年07月22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 (2019Y)

报告日股价 (元)	204.56
12mth A 股价格区间 (元)	57.4-214.0
总股本 (百万股)	672.49
无限售 A 股/总股本	67%
流通市值 (亿元)	916.43
每股净资产 (元)	9.62
PBR (X)	21.32
DPS (2019, 元)	无

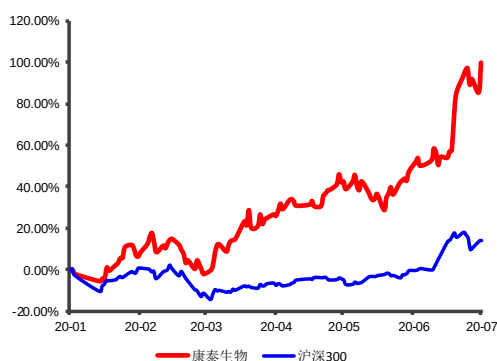
主要股东 (2020H1)

杜伟民	27.27%
袁莉萍	23.99%
香港中央结算有限公司 (陆股通)	2.85%

收入结构 (2020H1)

自主产品-二类疫苗	98.0%
自主产品-一类疫苗	2.0%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



二季度业绩恢复快速增长 在研产品逐步迎来收获期

■ 公司动态事项

公司发布2020年半年度业绩报告。

■ 事项点评

Q2 营收恢复快速增长, 毛利率持续提升

2020H1, 公司实现营收8.70亿元, 同比增长7.71%; 实现归母净利润2.60亿元, 同比增长0.63%; 实现扣非归母净利润2.54亿元, 同比增长3.53%, 利润端增速较低主要是由于公司股权激励确认0.69亿元摊销额所致。公司Q2实现营收6.93亿元, 同比增长48.63%; 实现归母净利润2.57亿元, 同比增长62.44%; 实现扣非归母净利润2.52亿元, 同比增长68.80%, 二季度业绩实现较快增长主要是由于疫情平稳后疫苗补种需求放量导致。

2020H1, 公司整体毛利率为92.88%, 同比提升1.59pct。期间费用率方面, 公司的销售费用率和管理费用率为39.64%和9.21%, 分别同比增长1.76pct和0.38pct, 主要与股权激励摊销费用确认相关。报告期内, 公司经营活动产生的现金流净额为0.26亿元, 同比下降79.15%, 主要是受新型冠状病毒肺炎疫情影响, 上半年销售回款减少所致。

核心品种批签发保持增长, 在研产品逐步迎来收获期

截至2020H1, 公司的核心品种批签发情况良好, 四联苗批签发数量达到312.19万支, 实现销售收入6.18亿元, 同比增长30.66%。23价肺炎球菌多糖疫苗与2019年8月获得批签发证明, 2020H1批签发数量为167.63万支, 实现销售收入0.77亿元。Hib疫苗批签发数量为122.88万支。乙肝疫苗由于生产线搬迁停止生产, 2020H1无批签发, 目前乙肝疫苗生产场地变更已与6月获得批准, 预计下半年将恢复生产。研发管线方面, 公司逐步迎来收获期, 重磅品种13价肺炎球菌结合疫苗目前已被纳入优先审评; 冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞) 已拿到临床总结报告, 准备递交药品生产注册申请; 吸附无细胞百白破联合疫苗已获得药品注册批件; ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗已递交注册申请目前处于审评中。伴随上市品种的持续放量以及研发管线的逐步推进, 公司业绩未来有望得到进一步增厚。

新冠项目丰富研发技术, 产能持续拓展

由于目前疫情仍在全球肆虐, 且国内仍存在局部爆发的情况, 为控制疫情加速疫苗研发, 公司于2月与艾棣维欣签署了战略合作协议, 共同推动新冠DNA疫苗研发, 此次合作有望助力公司布局DNA疫苗研

发，丰富公司研发技术，保持壁垒。此外，为加快新冠疫苗上市，公司于7月发布公告，宣布投资10亿元实施百旺信应急工程建设项目，目的是建设新冠肺炎疫苗等新型疫苗生产车间和生命科学研究院及相关配套设施。除新冠疫苗外，公司此前非公开募集约30亿元用于建设民海生物新型疫苗国际化产业基地，持续提升产能规模。

■ 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

维持“谨慎增持”评级

预计公司20、21年EPS至1.12、1.80元，以7月21日收盘价204.56元计算，动态PE分别为182.4倍和113.4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，维持“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	1,943.33	2,451.57	3,645.41	5,442.43
年增长率	-3.65%	26.15%	48.70%	49.30%
归属于母公司的净利润	574.51	754.12	1,212.94	1,910.10
年增长率	31.86%	31.26%	60.84%	57.48%
每股收益 (元)	0.85	1.12	1.80	2.84
PER (X)	239.45	182.42	113.41	72.02

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	505	1,038	2,004	3,710
存货	229	274	439	597
应收账款及票据	1,058	1,533	2,219	2,869
其他	36	26	41	46
流动资产合计	1,828	2,871	4,703	7,222
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	905	742	579	416
在建工程	462	472	482	482
无形资产	365	341	318	294
其他	392	363	334	306
非流动资产合计	2,124	1,919	1,713	1,498
资产总计	3,952	4,790	6,417	8,720
短期借款	1	1	1	1
应付账款及票据	734	1,027	1,607	2,243
其他	135	164	179	218
流动负债合计	870	1,192	1,787	2,462
长期借款和应付债券	195	0	53	18
其他	133	129	126	129
非流动负债合计	328	129	179	147
负债合计	1,198	1,321	1,966	2,609
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,754	3,469	4,451	6,111
负债和股东权益总计	3,952	4,790	6,417	8,720

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	575	754	1,213	1,910
折旧和摊销	84	187	187	187
营运资本变动	(439)	(164)	(244)	(106)
经营活动现金流	506	776	1,146	1,973
资本支出	(362)	(10)	(10)	0
投资收益	7	0	0	0
投资活动现金流	(380)	(10)	(10)	0
股权融资	34	0	0	0
负债变化	(60)	(195)	0	0
股息支出	0	(152)	(231)	(250)
融资活动现金流	(227)	(234)	(170)	(268)
净现金流	(101)	532	967	1,705

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	1,943	2,452	3,645	5,442
营业成本	164	194	275	399
营业税金及附加	10	14	20	30
营业费用	785	932	1,385	2,068
管理费用	171	221	328	490
财务费用	5	(0)	(9)	(17)
资产减值损失	(1)	17	13	18
投资收益	7	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	658	848	1,371	2,154
营业外收支净额	6	3	6	5
利润总额	663	851	1,377	2,158
所得税	89	97	164	248
净利润	575	754	1,213	1,910
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	575	754	1,213	1,910

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	-3.65%	26.15%	48.70%	49.30%
EBITDA 增长率	25.53%	39.43%	43.50%	44.93%
EBIT 增长率	23.98%	30.80%	51.05%	50.09%
净利润增长率	31.86%	31.26%	60.84%	57.48%
毛利率	91.58%	92.10%	92.47%	92.67%
EBITDA/总收入	46.58%	51.48%	49.68%	48.23%
EBIT/总收入	42.31%	43.86%	44.56%	44.79%
净利润率	29.56%	30.76%	33.27%	35.10%
资产负债率	30.32%	27.57%	30.64%	29.92%
流动比率	2.10	2.41	2.63	2.93
速动比率	1.84	2.18	2.39	2.69
总资产回报率 (ROA)	14.54%	15.74%	18.90%	21.91%
净资产收益率 (ROE)	20.86%	21.74%	27.25%	31.26%
EV/营业收入	11.1	30.0	55.6	37.1
EV/EBITDA	64.5	107.9	74.7	50.9
PE	239.4	182.4	113.4	72.0
PB	49.9	39.7	30.9	22.5

分析师声明

魏贇 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。