

日期：2020年08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 (2020H1)

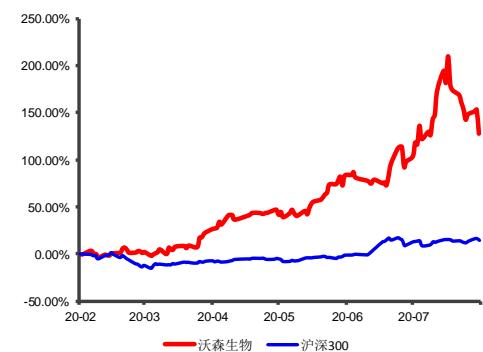
报告日股价 (元)	64.70
12mth A 股价格区间 (元)	25.38-95.90
总股本 (百万股)	1,537.44
无限售 A 股/总股本	95%
流通市值 (亿元)	956
每股净资产 (元)	3.31
PBR (X)	22.68
DPS (2019, 元)	无

主要股东 (2020H1)

香港中央结算有限公司 (陆股通)	5.93%
云南省工业投资控股集团有限责任公司	4.99%
刘俊辉	4.98%

收入结构 (2020H1)

自产疫苗	65.5%
其他业务	34.5%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较

13 价肺炎疫苗有望快速放量 研发梯队有序推进

■ 公司动态事项

公司发布2020半年度业绩报告。

■ 事项点评**年报营收稳步提升，疫情影响一季度业绩**

2020H1，公司实现营收5.73亿元，同比增长14.57%；实现归母净利润0.61亿元，同比下降27.60%；实现扣非归母净利润0.57亿元，同比下降29.32%。从单季度来看，2020Q2，公司实现营收4.61亿元，同比增长42.24%；实现归母净利润0.80亿元，同比增长72.31%，二季度业绩恢复情况较好。

2020H1，公司整体毛利率为79.15%，同比增长0.36pp，基本持平。期间费用率方面，报告期内，公司的销售费用率和管理费用率分别为38.97%和23.37%，其中管理费用率增长3.73pp，主要是由于报告期内公司员工股票期权激励分摊费用较上年同期增加0.11亿元所致。上半年公司集中优势资源，推进已处于临床研究和产业化关键阶段的各在研产品的研究和产业化进度，研发费用达到0.49亿元，同比增长67.9%。

上市品种批签发量保持增长，13价肺炎疫苗即将放量

2020H1，公司产品的批签总量为2,214.5万支，同比增长25.58%，其中百白破疫苗实现批签发854.9万支，同比增长121.0%。公司的13价肺炎结合疫苗于今年1月10日受到《药品注册批件》，并于3月30日首批产品获得批签发，4月22日实现首针接种。上半年该品种实现批签发120.1万支，目前已经准入全国大部分省份。随着补种需求逐步释放以及省份招标的持续推进，13价肺炎球菌多糖结合疫苗下半年有望实现加速放量，全年批签发有望超过400万剂，带动公司整体业绩成长。

在研管线有序推进，未来有望贡献业绩

2020H1，公司持续推进各重磅在研产品的研究进度。其中，公司二价HPV疫苗于2020年4月完成了III期临床研究并获得了《临床试验报告》，6月15日收到二价HPV疫苗申报生产的《受理通知书》。目前，该疫苗申报生产的相关评审工作正在进行中，预计明年年底前有望获得上市批准。九价HPV疫苗目前正在开展I期临床试验，伴随研发进度持续推进，未来有望进一步增厚公司业绩。新冠疫苗方面，公司与苏州艾博共同合作开发的新型冠状病毒mRNA疫苗于2020年6月收到国家药品监督管理局批准的《药物临床试验批件》，目前正在开展I期临床试验。此外，公司还自主研发布局了重组蛋白路径，目前处于临床前

阶段，考虑到新冠疫苗的需求较大，有望为公司业绩带来积极影响。

■ 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

维持“谨慎增持”评级

预计公司20、21年EPS至0.60、0.80元，以8月20日收盘价64.70元计算，动态PE分别为107倍和80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，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	1,121.22	3,666.06	4,969.92	6,380.92
年增长率	27.55%	226.97%	35.57%	28.39%
归属于母公司的净利润	141.97	928.93	1,234.01	1,563.79
年增长率	-86.43%	554.29%	32.84%	26.72%
每股收益 (元)	0.09	0.60	0.80	1.02
PER (X)	700.63	107.08	80.61	63.61

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	2,330	2,405	2,719
存货	313	783	829	968
应收账款及票据	706	4,997	4,668	8,804
其他	43	106	72	145
流动资产合计	3,444	8,216	7,973	12,636
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	228	226	223
非流动资产合计	3,574	2,404	2,165	1,916
资产总计	7,018	10,620	10,138	14,552
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	726	3,265	1,571	4,267
其他	363	455	396	573
流动负债合计	1,088	3,720	1,967	4,840
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	263	300	336	300
非流动负债合计	263	300	336	300
负债合计	1,352	4,020	2,303	5,140
少数股东权益	801	820	845	877
股东权益合计	5,666	6,600	7,835	9,412
负债和股东权益总计	7,018	10,620	10,138	14,552

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	142	929	1,234	1,564
折旧和摊销	82	246	246	246
营运资本变动	(1,130)	(1,222)	(1,396)	(1,510)
经营活动现金流	62	(41)	95	317
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	(14)	(24)	(18)
融资活动现金流	(361)	(0)	(10)	(2)
净现金流	(106)	(51)	76	314

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	3,666	4,970	6,381
营业成本	227	493	645	808
营业税金及附加	9	37	49	65
营业费用	499	1,430	1,938	2,552
管理费用	175	550	795	1,021
财务费用	(4)	(13)	(14)	(15)
资产减值损失	(11)	73	99	128
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	1,024	1,379	1,736
营业外收支净额	(3)	(4)	(4)	(4)
利润总额	229	1,021	1,375	1,731
所得税	35	73	116	136
净利润	194	948	1,259	1,596
少数股东损益	52	19	25	32
归属母公司股东净利润	142	929	1,234	1,564

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	27.55%	226.97%	35.57%	28.39%
EBITDA 增长率	-78.64%	317.96%	27.16%	21.51%
EBIT 增长率	-82.42%	348.70%	33.34%	25.17%
净利润增长率	86.43%	554.29%	32.84%	26.72%
毛利率	79.75%	86.54%	87.03%	87.33%
EBITDA/总收入	28.35%	36.24%	33.99%	32.17%
EBIT/总收入	21.52%	29.53%	29.04%	28.31%
净利润率	12.66%	25.34%	24.83%	24.51%
资产负债率	19.26%	37.85%	22.72%	35.32%
流动比率	3.16	2.21	4.05	2.61
速动比率	2.88	2.00	3.63	2.41
总资产回报率(ROA)	2.77%	8.93%	12.42%	10.96%
净资产收益率(ROE)	2.92%	16.07%	17.65%	18.32%
EV/营业收入	30.7	42.1	26.7	19.7
EV/EBITDA	148.4	73.6	57.8	47.5
PE	700.6	107.1	80.6	63.6
PB	20.4	17.2	14.2	11.7

分析师声明

魏巍 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±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。