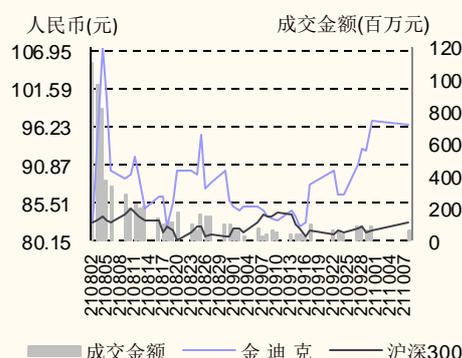


市场价格(人民币): 96.64元

目标价格(人民币): 127.70元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	0.88
已上市流通 A 股(亿股)	0.18
总市值(亿元)	85.04
年内股价最高最低(元)	107.53/82.14
沪深 300 指数	4930
上证指数	3592



四价流感疫苗快速放量，品种不断丰富

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	67	589	944	1,151	2,051
营业收入增长率	N/A	777.27%	60.17%	21.98%	78.19%
归母净利润(百万元)	-19	155	310	405	704
归母净利润增长率	-32.04%	N/A	100.33%	30.41%	73.89%
摊薄每股收益(元)	-0.214	2.348	3.528	4.601	8.001
每股经营性现金流净额	-0.87	1.39	7.36	5.28	10.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.57%	63.91%	17.84%	18.95%	24.86%
P/E	N/A	0.00	24.57	18.84	10.84
P/B	N/A	0.00	4.38	3.57	2.69

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司专注四价流感疫苗，创新技术工艺保障高品质。**公司专注传统疫苗的升级换代与创新疫苗研发，技术创新能力优异。核心品种四价流感疫苗于2019年获批，自主创新三步纯化工艺，杂质含量更低。2019-2020年实现批签发135万剂和424万剂，分别位居行业第二、三位。公司注重质量管理，经营稳健，现已建立四大核心技术平台，在研产品管线主要覆盖面向成人的大品种，成长性良好。
- **疫情推动与政策支持共同助力流感疫苗接种率提升，四价流感疫苗强势替代三价。**后疫情时代，民众对呼吸道传染病的预防意识提高，叠加政策推动重点人群免费接种流感疫苗工作在多地相继开展，我国流感疫苗市场具备广阔的渗透率提升空间。四价疫苗具备更广的覆盖范围，在美国2013年上市后已实现对传统三价疫苗的快速替代，2019年占比超80%。2020年我国四价流感疫苗批签发占流感疫苗的58%，批签发同比增长2.5倍。公司作为四价流感疫苗领先企业之一，有望受益于四价流感疫苗渗透率的快速提升趋势。
- **产能扩充奠定快速成长基础，股权激励彰显高速发展信心。**目前国产四价流感疫苗的放量主要受制于产能，产能是当前行业的关键竞争力。公司现有产能1000万剂，释放快速，2020年产销率高达113%。2021年8月，公司以55.18元/股的价格发行2200万股实现IPO，上市募投资金拟计划投入6亿元用于筹建3000万剂新产能，将显著提升公司核心竞争力。上市后公司发布股权激励计划，激励对象约占公司员工总数的93%，考核目标为营收相对于2020年增长率，2021-2023年目标值分别为50%、80%和100%。

投资建议和盈利预测

- 公司是国内四价流感疫苗头部企业，产能建设保障未来快速增长，我们选用相对估值法对公司进行估值，预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.10/4.05/7.04亿元，分别同比增长100%/30%/74%。给予公司2022年预测归母净利润28倍市盈率，对应目标市值113亿元，对应目标价为127.7元。给予“买入”评级。

风险

- 市场推广及销售不达预期；新增产能消化不及预期；市场竞争加剧；产品结构单一；研发进展不及预期。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

vuan_wei@qiza.com.cn

zhaoby@gjqz.com.cn

内容目录

金迪克生物：国内四价流感疫苗头部企业	4
四价流感疫苗市场空间巨大，公司产品有望持续快速放量	5
疫情推动与政策支持共同助力流感疫苗接种率提升，四价疫苗渐成主流	5
高品质创新四价流感疫苗，新产能建设保障未来快速成长	9
自研技术平台全面均衡，在研产品管线丰富	14
狂犬疫苗处于临床 III 期，有望贡献稳定增量	14
发布股权激励，彰显快速发展信心	16
盈利预测与投资建议	17
风险提示	18
附件	19

图表目录

图表 1：公司上市疫苗产品	4
图表 2：2019-2021H1 公司营业收入及归母净利润情况	4
图表 3：2019-2020 公司主营业务毛利情况	4
图表 4：2019-2020 主营业务区域收入构成情况	5
图表 5：2019-2021H1 公司主要费用率情况	5
图表 6：流感病毒主要类型及特点	5
图表 7：2013-2020 年间我国流感发病人数变化	6
图表 8：2013-2020 年间我国流感死亡人数变化	6
图表 9：我国甲型流感的区域季节性分布与流感疫苗生产销售周期	6
图表 10：流感病毒疫苗的主要作用机制	7
图表 11：美国流感疫苗成人覆盖率（%）	7
图表 12：美国流感疫苗儿童覆盖率（%）	7
图表 13：我国各地流感疫苗接种相关政策	8
图表 14：2016-2020 年流感疫苗批签发量	8
图表 15：2016-2020 年流感疫苗批签发量结构占比	8
图表 16：四价流感疫苗覆盖范围	8
图表 17：四价流感疫苗的保护效果	8
图表 18：四价流感病毒疫苗市场空间测算	9
图表 19：2020 年我国流感疫苗批签发竞争格局	10
图表 20：目前已上市四价流感病毒裂解疫苗	10
图表 21：四价流感疫苗研发进展	10
图表 22：公司四价疫苗卵清蛋白含量	11
图表 23：公司四价疫苗蛋白质含量/血凝素含量	11
图表 24：公司四价流感疫苗不良反应临床评估	11
图表 25：公司四价流感疫苗免疫原性临床评估	12

图表 26: 公司产能利用率及产销率情况.....	13
图表 27: 公司募集资金项目投入规划 (万元)	13
图表 28: 公司扩充四价流感裂解疫苗产能项目计划.....	13
图表 29: 流感疫苗行业部分公司历年产能利用情况.....	14
图表 30: 四价流感疫苗行业计划建设产能情况.....	14
图表 31: 公司研发管线.....	14
图表 32: 中国人用狂犬病疫苗市场空间.....	15
图表 33: 2018 年中国人用狂犬病疫苗市场结构.....	15
图表 34: 2018-2020 我国人用狂犬疫苗批签发 (万剂)	15
图表 35: 我国冻干狂犬疫苗 (Vero 细胞) 中标价 (元)	15
图表 36: 我国狂犬疫苗研发进展.....	16
图表 37: 公司股权激励方案业绩考核目标.....	16
图表 38: 公司股权激励首次授予部分的摊销费用 (万元)	16
图表 39: 2021-2023 年公司收入及毛利预测.....	18
图表 40: 可比公司估值情况 (截止 2021/10/08)	18
图表 41: 公司历史沿革.....	19
图表 42: 公司股权结构 (发行后)	20
图表 43: 流感病毒结构特点.....	20

金迪克生物：国内四价流感疫苗头部企业

- **公司专注疫苗行业，核心管理层行业经验丰富。**公司于2008年12月，是一家集人用疫苗的研发、生产、经营、服务为一体的生物制药企业，专注传统疫苗的升级换代与创新疫苗研发。公司主要管理人员在疫苗及生物制药行业均有几十年的从业经验。以董事长余军先生为首，多名核心管理人员为资深研发专家。此外，公司于2019年引入杨骏宇先生作为研发总监，负责在研疫苗的研发和质量控制工作，进一步增强研发实力。
- **主营四价流感疫苗，高品质疫苗快速渗透市场。**目前，公司主要商业化产品为四价流感疫苗，于2019年11月上市，至2020年底已覆盖全国28个省（直辖市、自治区）1300余家区县疾控中心。

图表 1：公司上市疫苗产品

药品名称	商品名	规格	主要成分	图示
四价流感病毒裂解疫苗	迪福赛尔	0.5mL/瓶/盒	当年使用的各型流感病毒株血凝素，每0.5mL含四型流感病毒株血凝素各15μg	

来源：公司招股书，国金证券研究所

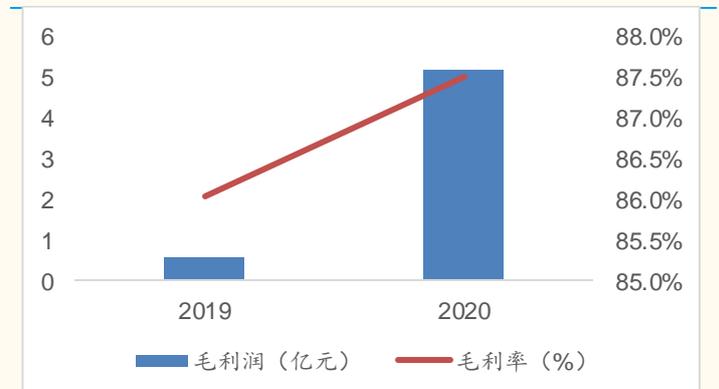
- **业绩快速增长。毛利率水平较高。**公司在2019-2020年间实现营收0.67、5.89亿元，2020年同比增长777%，归母净利润分别达到-0.19、1.55亿元，2020年扭亏为盈。由于流感疫苗放量集中在下半年，公司2021年上半年业绩贡献不多。公司四价流感病毒裂解疫苗毛利润在2019-2020年分别达到0.57、5.15亿元，毛利率分别为86.04%、87.49%。

图表 2：2019-2021H1 公司营业收入及归母净利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

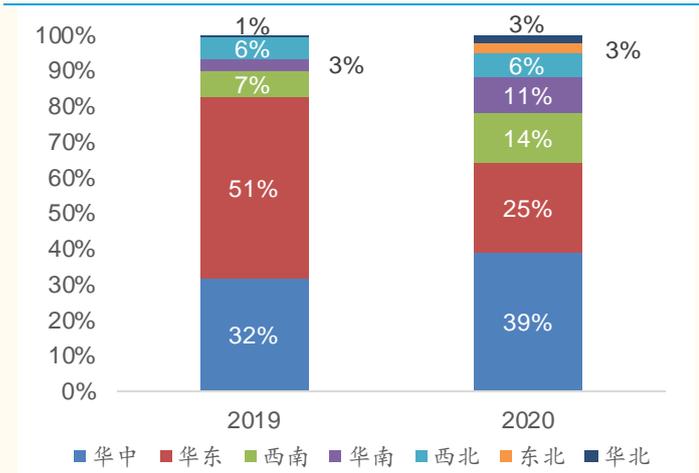
图表 3：2019-2020 公司主营业务毛利情况



来源：公司公告，国金证券研究所

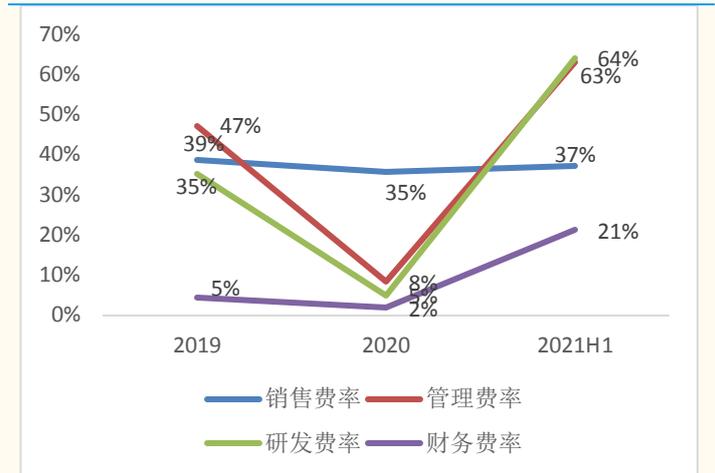
- **公司以华中、华东为基础，快速布局全国市场。**2019年因产品上市较晚，按照流感疫苗从北向南接种的规律，公司产品11月份上市后以湖北、湖南、江西、安徽等地为主要市场开展销售，并组建营销团队、聘请第三方服务商进行专业化推广，向全国范围布局销售网络，在2020-2021流感季中，实现了从东北向南方多地区的市场覆盖。
- **大力开展销售推广及研发投入，逐步优化各项成本支出。**上市初期，为快速推广产品、建立品牌，公司销售投入占比较高。并不断投入研发，以加快在研产品进程，丰富产品结构。而随着产品销售及生产规模的不断扩大，成本支出将不断优化。

图表 4: 2019-2020 主营业务区域收入构成情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 5: 2019-2021H1 公司主要费用率情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

四价流感疫苗市场空间巨大, 公司产品有望持续快速放量

疫情推动与政策支持共同助力流感疫苗接种率提升, 四价疫苗渐成主流

- 流行性感冒是由流感病毒引起的急性呼吸道传染病, 会引起急性起病、发热、咳嗽、头痛、乏力、肌肉酸痛等症状, 严重者甚至出现休克、肺炎等严重并发症。流感病毒主要分为四大类, 其中甲型和乙型为主要传播类型, 危害较大。

图表 6: 流感病毒主要类型及特点

流感病毒分类	主要亚型	特点
甲型	H1N1	常在人群中暴发式流行传播, 有导致全球流感大流行风险
	H3N2	
乙型	Victoria	流行规模较小
	Yamagata	
丙型		极少引起流行
丁型		尚未出现人群感染

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

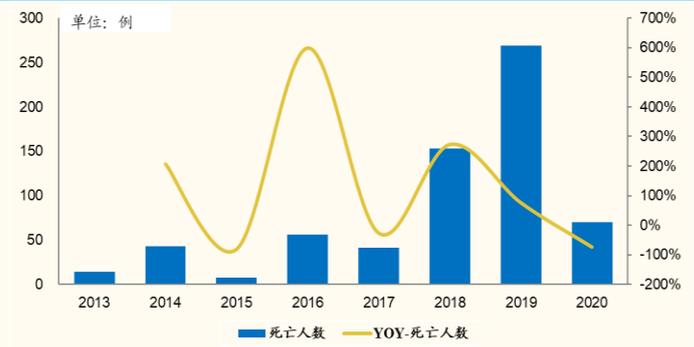
- 我国流感防控形势严峻, 全国呈区域季节性分布。近年来, 我国流感发病率及死亡率快速提升, 2019 年流感发病人数 354 万, 死亡 269 人, 分别同比增长 362% 和 76%。2020 年受疫情影响, 政府传染病防控措施加强, 同时民众佩戴口罩、接种疫苗等健康防护意识提高, 流感疫苗发病人数和死亡人数呈现回落, 分别为 115 万人和 70 人。
- 我国甲型流感的发病区域呈季节性分布, 大致可分为三个区域。北方省份主要呈冬季流行模式, 南部几个省份的流感高发期主要集中在春季, 而在两者之间的中部省份, 流感以半年双周期模式循环发生传播, 流行高峰分别在 1-2 月和 6-8 月。
- 对应流感病毒的暴发周期, WHO 于 2-3 月公布当年流行毒株, 流感疫苗厂商 3-4 月开始生产流感疫苗, 9-12 月进入销售旺季。

图表 7: 2013-2020 年间我国流感发病人数变化



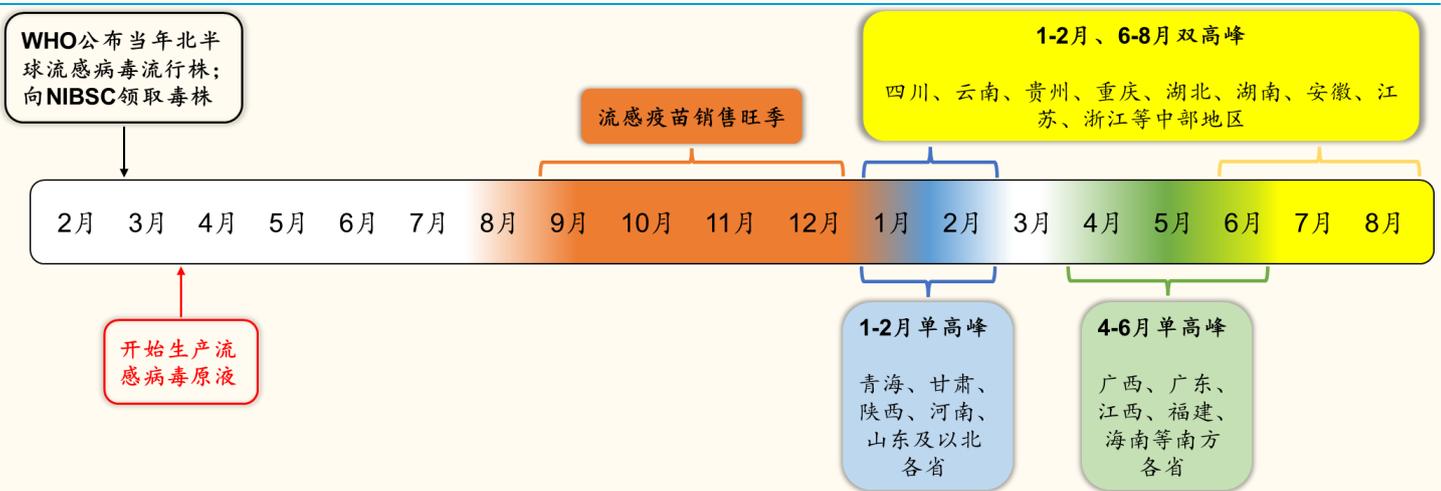
来源: 国家疾控中心, 国金证券研究所

图表 8: 2013-2020 年间我国流感死亡人数变化



来源: 国家疾控中心, 国金证券研究所

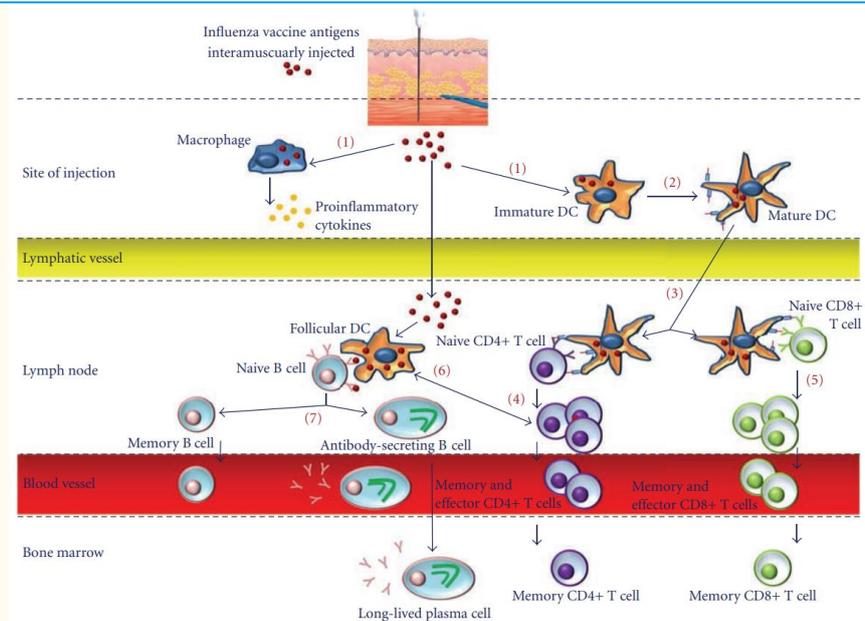
图表 9: 我国甲型流感的区域季节性分布与流感疫苗生产销售周期



来源: 金迪克招股书, PLoS Med, 国金证券研究所

- 流感疫苗是目前流感病毒防控的有效措施。流感疫苗主要由病毒特异性抗原成分组成，在注射到体内后，通过激活机体的免疫系统，产生可以长期存在的记忆细胞，从而在后续感染时可以立刻起到保护作用，是目前流感病毒防控的最主要、有效手段。

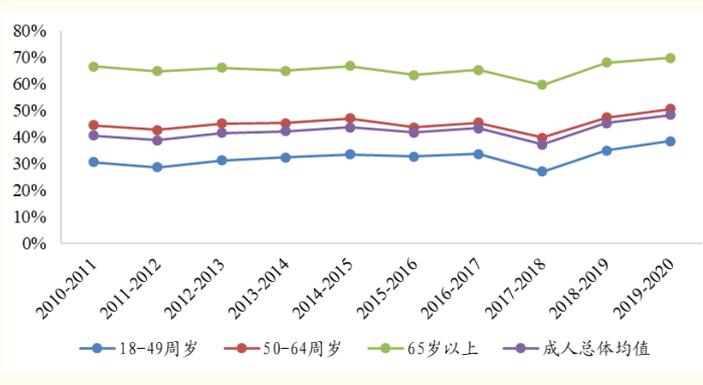
图表 10: 流感病毒疫苗的主要作用机制



来源: Journal of Aging Research, 国金证券研究所

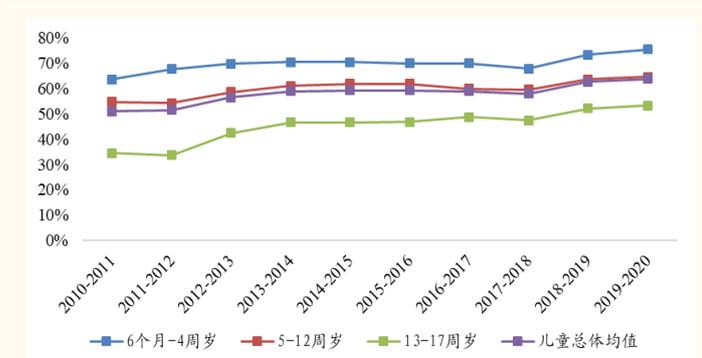
- 相较于发达国家,我国流感疫苗覆盖率仍有广阔提升空间。根据美国 CDC 数据,在 2019-2020 年度,美国接种比例最高的为 6 个月-4 周岁的儿童,渗透率为 75.5%,其次为 65 周岁以上老人,渗透率为 69.8%;成年各年龄段总流感疫苗渗透率为 48.4%,儿童各年龄段总流感疫苗渗透率为 64%。而根据中检院统计,2020 年度我国流感疫苗批签发量为 0.58 亿剂,总体接种率不足 4.2%。

图表 11: 美国流感疫苗成人覆盖率 (%)



来源: 美国 CDC, 国金证券研究所

图表 12: 美国流感疫苗儿童覆盖率 (%)



来源: 美国 CDC, 国金证券研究所

- 各地政府陆续出台政策,推动流感疫苗普及。流感疫苗在我国大多地区不实行免费接种或纳入医保范围。近年来,为提高疫苗接种率,尤其是对重点人群的渗透,各地陆续出台免费接种相关政策。
- 新冠疫情大大加强流感防控意识,流感疫苗渗透率有望不断提升。疫情期间,中国疾控中心先后发布《中国流感疫苗预防接种技术指南(2019-2020)》及《中国流感疫苗预防接种技术指南(2020-2021)》,呼吁 6 月龄以上人群接种流感疫苗,避免新冠肺炎和流感叠加流行情况。并在 2020 年 9 月出台的《全国流行性感冒防控工作(2020 年版)》中强调重点人群疫苗接种,进一步推动流感疫苗的渗透。

图表 13: 我国各地流感疫苗接种相关政策

省市	开始时间	免费接种流感疫苗政策
北京市	2007年	60岁以上户籍老人、在校中小学生和中等专业学校学生实施流感疫苗免费接种
上海市	2009年	中小学校学生、教师, 及医疗卫生机构一线人员、60岁以上老年人等重点人群
郑州上街区	2012年	60岁以上老年人免费接种流感疫苗
深圳市	2016年	60岁及以上老年人免费接种流感疫苗
台州椒江区	2017年	60岁以上老年人免费接种流感疫苗
新乡	2017年	65岁以上老年人免费接种流感疫苗, 3~15岁幼儿和学生优惠接种
绍兴越城区	2020年	65岁以上越城区户籍人群自愿免费接种流感疫苗

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **我国流感疫苗批签发高速增长。**近年来, 我国流感疫苗批签发总量呈快速增长趋势, 2018 年总量下滑主要为长生生物、科兴及上海所三家停产导致。2019-2020 年间, 批签发总量增至 5752 万剂, 同比增长 87%。随着新疫苗管理法的逐步落地以及需求端不断增加, 全国流感疫苗批签发持续高速增长。
- **流感疫苗更新换代, 四价渐呈主流趋势。**自 2018 年华兰疫苗上市国产首个四价流感病毒疫苗以来, 四价疫苗快速放量, 同时随着其他疫苗企业陆续上市四价流感疫苗, 其批签发于 2020 年达到 3358 万剂, 占流感疫苗批签发总量的 58%, 2018 年以来年复合增长 156%, 强势取代传统三价流感疫苗、成为市场主流。

图表 14: 2016-2020 年流感疫苗批签发量



来源: 中检院及各地方检验所, 国金证券研究所

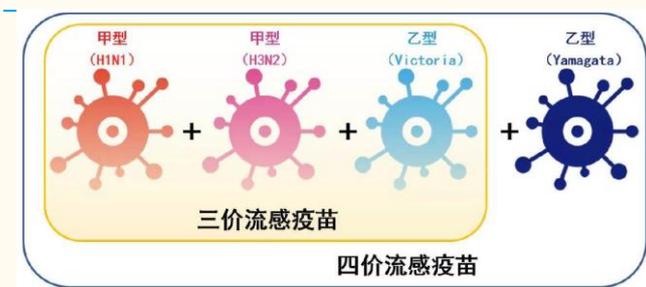
图表 15: 2016-2020 年流感疫苗批签发量结构占比



来源: 中检院及各地方检验所, 国金证券研究所

- **四价流感疫苗保护范围更广, 受到 WHO 强力推荐。**相较于三价流感疫苗覆盖甲型 H1N1、甲型 H3N2 以及 Victoria 或 Yamagata 中一种乙型流感病毒分型, 四价疫苗同时包含了乙型流感病毒中两种 Victoria 及 Yamagata 分型, 具有更广的覆盖率, 实现了技术的升级。更全面、高效的保护效果受到 WHO 的大力推荐。

图表 16: 四价流感疫苗覆盖范围



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 17: 四价流感疫苗的保护效果

流感病毒类型		流感病例检测阳性占比		
主型	亚型	2017年第52周	2018年第52周	2019年第52周
甲型	H1N1	24.81%	89.30%	4.23%
	H3N2	13.27%	9.99%	72.83%
	合计	38.08%	99.30%	77.06%
乙型	Victoria	7.02%	0.57%	22.60%
	Yamagata	53.65%	0.04%	0.04%
	合计	60.66%	0.62%	22.65%
甲型或乙型	未分型合计	1.26%	0.09%	0.30%
当年WHO推荐三价流感疫苗保护占比		45.09%	99.87%	99.66%
当年WHO推荐四价流感疫苗保护占比		98.74%	99.91%	99.70%

来源: 中国国家流感中心, 国金证券研究所

- **流感疫苗市场空间巨大, 四价疫苗前景广阔。**若未来五年我国流感疫苗在 0-14 岁、15-59 岁及 60 岁以上人群的接种率分别达到 20%、10%和 20%, 同时四价流感疫苗持续增加在流感疫苗中的市场份额, 渗透率提升至 70%。

我们测算，不同年龄段人群合计市场空间中性估计有望达 159 亿元。核心假设如下：

- 根据《中国流感疫苗预防接种技术指南（2020-2021）》，首次接种流感疫苗的 6 月龄-8 岁儿童应接种两剂次，间隔 ≥ 4 周；9 岁及以上儿童和成人仅需接种 1 剂。同时《促进老年人季节性流感疫苗接种专家共识》，我国老年人的流感疫苗接种率仍远低于 WHO 推荐的老年人群接种率为 75% 的目标值。儿童和老年人为国家推荐的流感疫苗优先接种的重点人群，因此假设四价流感疫苗在 0-14 岁儿童和 60 岁以上老年人中具有相对更高的渗透率。
- 根据华兰疫苗招股书，我国流感病毒裂解疫苗（三价儿童型）的价格为 21-46 元，流感病毒裂解疫苗（三价成人型）的价格为 36-65 元，流感病毒裂解疫苗（四价）的价格为 108-150 元，我们分别取三价疫苗和四价疫苗的中位数 40 元和 120 元进行空间测算。

图表 18：四价流感病毒疫苗市场空间测算

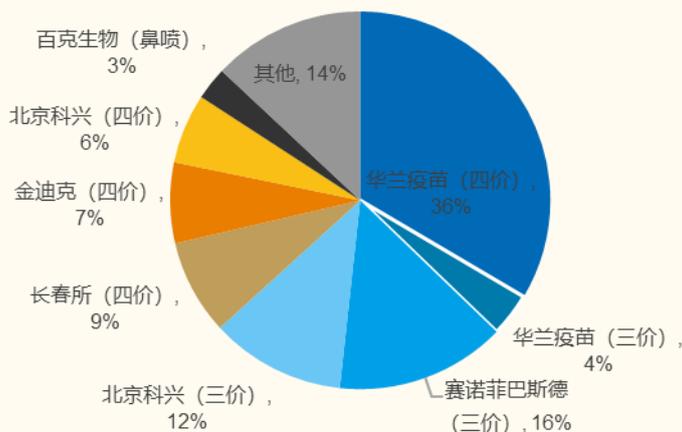
	保守	中性	乐观
0-14 岁（万人）		23492	
流感疫苗接种率	15%	20%	25%
四价流感疫苗渗透率	60%	70%	80%
15-59 岁（万人）		91125	
流感疫苗接种率	8%	10%	12%
四价流感疫苗渗透率	60%	70%	80%
60 岁以上（万人）		25388	
流感疫苗接种率	15%	20%	25%
四价流感疫苗渗透率	60%	70%	80%
流感疫苗中标价（元）		40	
四价流感疫苗中标价（元）		120	
流感疫苗市场空间（亿元）	58	76	93
四价流感疫苗市场规模（亿元）	105	159	222

来源：国金证券研究所

高品质创新四价流感疫苗，新产能建设保障未来快速成长

- 国内四价流感疫苗陆续上市，公司抢占先头行列快速放量。国内目前上市的四价流感病毒疫苗均为裂解疫苗，由华兰生物、长春所、金迪克生物、科兴生物和武汉所提供，包装方式大多采用预灌封，价格相近，公司目前主要为西林瓶。2020 年，华兰生物获取批签发 2020 万支，长春所取得 502 万支批签发，公司以 424 万支批签发量居第三位，2020 年占流感疫苗批签发总量的 7%，约占四价批签发疫苗的 13%。

图表 19: 2020 年我国流感疫苗批签发竞争格局



来源: 中检院及各地方检验所, 国金证券研究所

图表 20: 目前已上市四价流感病毒裂解疫苗

疫苗名称	企业	规格	包装	价格 (元)	2020年批签发量 (万支)
四价流感病毒裂解疫苗	华兰生物	0.5ml/支	西林瓶	108	2062
			预充式	128	
四价流感病毒裂解疫苗	长春所	0.5ml/支	西林瓶	108	502
			预充式	128	
四价流感病毒裂解疫苗	金迪克生物	0.5ml/支	西林瓶	125	424
四价流感病毒裂解疫苗	科兴生物	0.5ml/支	预充式	128	366
四价流感病毒裂解疫苗	武汉所	0.5ml/支	西林瓶	108	3

来源: Wind, 国金证券研究所

- 我国四价疫苗在研产品丰富, 多处于临床 III 期。目前已上市四价疫苗的企业有华兰疫苗、金迪克、长春所、武汉所和北京科兴生物。在研产品中, 智飞、国光、赛诺菲、雅立峰及中慧元通均已进入临床 III 期试验阶段, 有望在近年陆续进入市场。

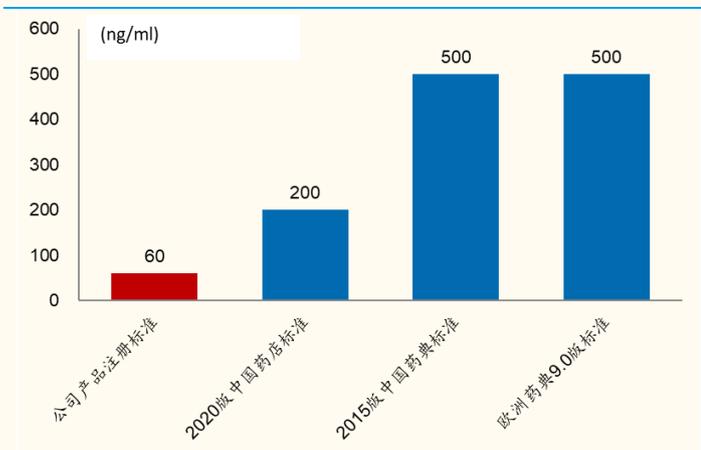
图表 21: 四价流感疫苗研发进展

生产厂商	批准文号/受理号/登记号	药品名称	注册申请	批准日/受理日/受试者入组日	产品状态
华兰疫苗	国药准字S20180006	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品6类	2018.06.08	已批准上市
金迪克	国药准字S20190026	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品1类	2019.05.21	已批准上市
长春所	国药准字S20200003	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品15类	2020.03.11	已批准上市
武汉所	国药准字S20200007	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品6类	2020.04.23	已批准上市
北京科兴	国药准字S20200010	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品15类	2020.06.17	已批准上市
上海所	CXSS2000007	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品6类	2021.03.02	已批准上市
智飞龙科马	CTR20180918	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品6类	2019.05.10	临床III期试验进行中
国光生科	CTR20190913	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品进口	2019.05.10	临床III期试验进行中
赛诺菲巴斯德	CTR20191861	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品6类	2020.01.09	临床III期试验进行中
大连雅立峰	CTR20200715	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品1类	2020.07.16	临床III期试验进行中
中慧元通	CTR20200971	四价流感病毒亚单位疫苗	预防用生物制品16类	2020.05.17	临床III期试验进行中

来源: 公司公告, 国金证券研究所

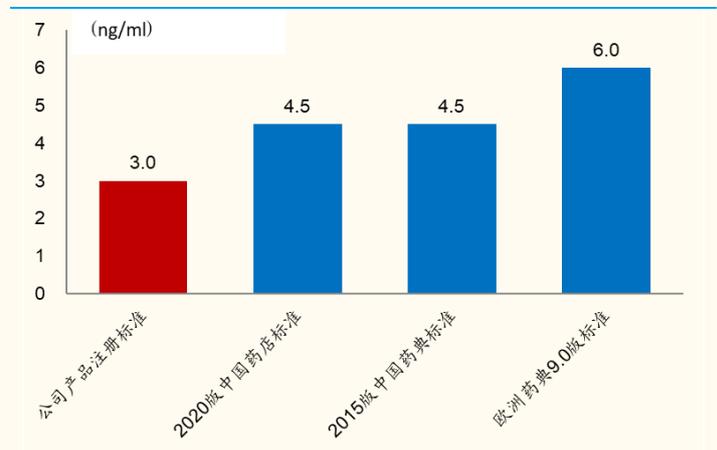
- 公司采用创新工艺，高品质疫苗产品赋予强竞争力。在四价流感病毒裂解疫苗生产中，公司采用创新的三步纯化工艺，相较于常用的两步纯化方法具有技术上的提升，有效地去除了卵清蛋白杂质以及小分子和裂解后大颗粒杂质，显著提高了疫苗关键成分血凝素的纯度，保障了产品在卵清蛋白含量及蛋白质含量/血凝素含量两项主要指标中均明显优于国家药典标准。高安全性及高效的产品质量赋予了公司强大的核心竞争力。

图表 22: 公司四价疫苗卵清蛋白含量



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 23: 公司四价疫苗蛋白质含量/血凝素含量



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 公司的四价流感裂解疫苗在满 3 周岁以上健康人群中表现出良好的安全性及免疫原性。
 - 在临床试验中，免疫后 6 个月内，公司的疫苗产品相对对照疫苗未发现不良反应增加的风险。
 - 免疫后 28 天对 H1N1 型、H3N2 型、Victoria 系和 Yamagata 系四种主要流感病毒株的抗体 4 倍增长率 (GMT)、抗体阳转率、抗体阳性率和抗体水平 (GMI) 均较高，表现出良好的接种后免疫原性。

图表 24: 公司四价流感疫苗不良反应临床评估

项目	实验疫苗组	对照疫苗1组	对照疫苗2组	统计学差异
免疫第0-7天征集性不良反应	16.02%	14.41%	16.48%	无差异
免疫第0-28天非征集性不良反应	5.96%	5.02%	6.66%	无差异
免疫第0-6月严重不良反应	0.98%	1.42%	0.66%	无差异

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

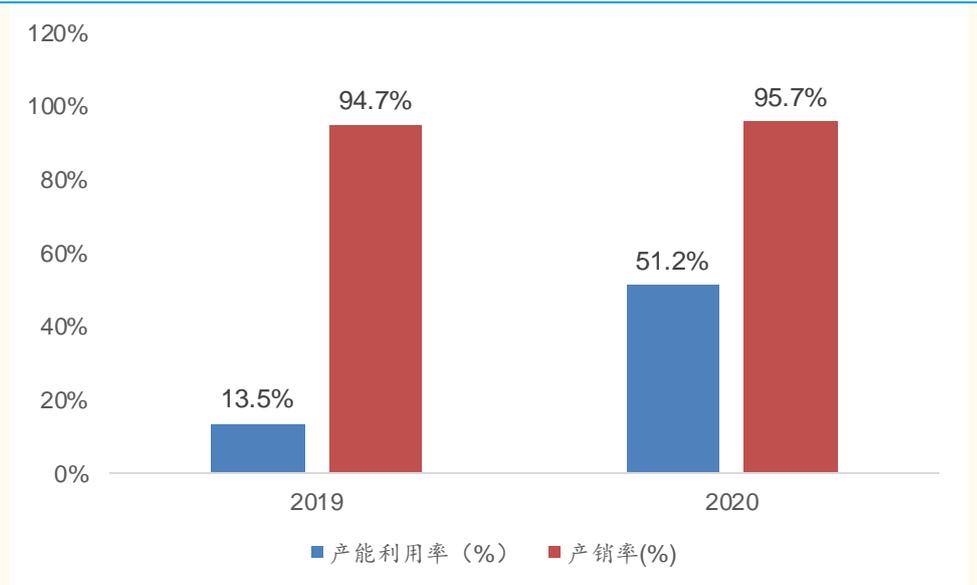
图表 25: 公司四价流感疫苗免疫原性临床评估

			全分析 (FAS) 集 受试人群免后 28 天	符合方案 (PPS) 集 受试人群免后 28 天	
主要联合终点指标	对照疫苗组与试验疫苗组抗体 GMT 比值	H1N1 型	0.95	0.92	
		H3N2 型	1.00	0.98	
		Victoria 型	0.75	0.75	
		Yamagata 型	0.85	0.82	
	对照疫苗组与试验疫苗组抗体 GMT 比值	H1N1 型	-0.25%	-0.80%	
		H3N2 型	-2.42%	-3.00%	
		Victoria 型	-9.88%	-10.13%	
		Yamagata 型	-8.48%	-9.90%	
次要研究终点指标	试验疫苗组抗体阳转率	H1N1 型	3-59 岁组	85.06%	88.95%
			≥60 岁组	82.71%	84.19%
		H3N2 型	3-59 岁组	74.71%	78.13%
			≥60 岁组	86.65%	88.20%
		Victoria 型	3-59 岁组	69.90%	73.09%
			≥60 岁组	69.15%	70.38%
		Yamagata 型	3-59 岁组	79.30%	82.93%
			≥60 岁组	82.93%	84.41%
	试验疫苗组抗体阳性率	H1N1 型	3-59 岁组	92.78%	95.88%
			≥60 岁组	86.87%	88.42%
		H3N2 型	3-59 岁组	96.72%	99.01%
			≥60 岁组	98.03%	99.11%
		Victoria 型	3-59 岁组	74.78%	77.90%
			≥60 岁组	74.18%	75.50%
		Yamagata 型	3-59 岁组	92.57%	94.44%
			≥60 岁组	94.53%	95.77%
	试验疫苗组抗体 GMI	H1N1 型	3-59 岁组	21.63	24.90
			≥60 岁组	19.70	20.77
		H3N2 型	3-59 岁组	8.80	9.72
			≥60 岁组	14.11	14.79
		Victoria 型	3-59 岁组	8.94	9.89
			≥60 岁组	7.29	7.56
		Yamagata 型	3-59 岁组	8.30	9.15
			≥60 岁组	7.76	8.05

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 现有产能快速释放, 新建产能着眼未来。自 2019 年公司四价流感疫苗上市以来, 现有 1000 万剂/年的产线快速释放, 于 2020 年达到 51% 的利用率, 且每年的产销率均在 94% 以上。

图表 26: 公司产能利用率及产销率情况



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 公司计划投入募集资金 6 亿元, 增建 3000 万剂产能的四价流感病毒疫苗生产车间。2021 年 8 月, 公司发行上市, 以 55.18 元/股的价格发行 2200 万股, IPO 募集资金净额约 11.36 亿元, 预计其中 6 亿元用于产能扩张项目。公司 2020 年开始新建的四价流感疫苗车间项目包括 2250 万剂成人型疫苗及 750 万剂儿童型疫苗, 预计三年内完成建设与 GMP 验收。在销售网络不断开拓、现有产能快速放量的基础上, 新产能将大力支持现有四价疫苗产品的生产及后续儿童/高剂量四价疫苗的生产工作, 促进公司在未来快速成长。

图表 27: 公司募集资金项目投入规划 (万元)

项目名称	投资总额	预计募集资金投入金额
新建新型四价流感病毒裂解疫苗车间建设项目	84,500	60,000
创新疫苗研发项目	42,010	40,000
补充流动资金及偿还银行贷款项目	60,000	60,000
合计	186,510	160,000

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

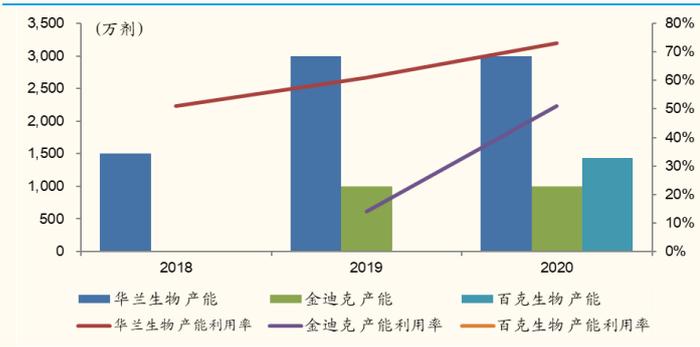
图表 28: 公司扩充四价流感裂解疫苗产能项目计划

建设内容	建设计划 (月)											
	1-3	4-6	7-9	10-12	13-15	16-18	19-21	22-24	25-27	28-30	31-33	34-36
初步设计	*	*										
土建施工			*	*								
净化施工					*	*						
设备购置与安装					*	*	*	*	*			
竣工验收							*	*	*			
设备验证										*	*	
GMP 验收												*

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 行业产能利用率逐年提升, 领先公司加强产能建设。从已披露产能及产能利用率的流感疫苗同行业公司看, 2020 年华兰、金迪克的流感疫苗产能分别为 3000 万剂和 1000 万剂, 百克生物为 1440 万剂, 产能利用率呈逐年上升的态势, 但目前仍处于相对较低的水平。目前, 领先公司均计划在未来进行产能扩产以保障未来产品的供应, 华兰计划建设目标为 1 亿剂产能, 公司建设目标为 3000 万剂产能。相比国内目前较低的流感疫苗渗透率, 预计未来流感疫苗产能释放及消化仍有较大空间。

图表 29: 流感疫苗行业部分公司历年产能利用情况



来源: 华兰疫苗招股书, 国金证券研究所

图表 30: 四价流感疫苗行业计划建设产能情况

	华兰疫苗	金迪克
投资总额 (亿元)	13.75	8.45
上市募集资金拟投入 (亿元)	10.84	6
建设目标 (万剂/年)	10000	3000。含: 2250 (成人)、750 (儿童)
建筑面积 (平方米)	90000	7200
项目建设期 (年)	3	3
厂房建设地	河南省新乡市高新技术产业集聚区	江苏省泰州医药高新技术开发区医药园区
新增用地情况	现有厂区内, 不涉及新增用地	现有厂区内, 不涉及新增用地

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

自研技术平台全面均衡, 在研产品管线丰富

- **在研产品管线丰富, 覆盖 5 大主要传染性疾**。公司在研管线中, 覆盖人用的四价流感疫苗 (儿童/高剂量)、冻干狂犬病疫苗 (Vero 细胞/MRC-5 细胞)、带状疱疹疫苗、水痘疫苗及 23 价/13 价肺炎球菌疫苗。其中冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞) 及四价流感病毒裂解疫苗 (儿童) 已分别进展至临床 III 期、临床 I 期, 有望在 2021 年、2023 年陆续申请注册。多品类疫苗产品将极大丰富公司产品结构, 增强公司竞争力。

图表 31: 公司研发管线

序号	产品名称	(拟) 适用人群	(拟) 注册分类	适应症	研发上市进展	未来计划
1	四价流感病毒裂解疫苗	3 岁以上	预防用生物制品	流行性感冒	2019 年 11 月上市	-
2	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	狂犬病毒暴露人群	预防用生物制品 3 类	狂犬病	已完成临床 III 期	预计 2021 年申报注册
3	四价流感病毒裂解疫苗 (儿童)	6~35 月儿童	预防用生物制品 3 类	流行性感冒	临床 I 期进行中	预计 2023 年申报注册
4	四价流感病毒裂解疫苗 (高剂量)	65 岁以上	预防用生物制品 3 类	流行性感冒	临床前	预计 2022 年申报临床、2025 年申报注册
5	23 价肺炎球菌多糖疫苗	50 岁以上	预防用生物制品 3 类	肺炎疾病	临床前	预计 2023 年申报临床、2026 年申报注册
6	13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	2~15 月儿童	预防用生物制品 3 类	肺炎疾病	临床前	预计 2024 年申报临床、2027 年申报注册
7	冻干带状疱疹减毒活疫苗	50 岁以上	预防用生物制品 2 类	带状疱疹	临床前	预计 2022 年申报临床、2025 年申报注册
8	重组带状疱疹疫苗	50 岁以上	预防用生物制品 1 类	带状疱疹	临床前	预计 2023 年申报临床、2026 年申报注册
9	冻干水痘减毒活疫苗	6 月以上	预防用生物制品 3 类	水痘	临床前	预计 2022 年申报临床、2025 年申报注册
10	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	狂犬病毒暴露人群	预防用生物制品 3 类	狂犬病	临床前	预计 2023 年申报临床、2026 年申报注册

来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- **先进技术平台构建全面的疫苗研发技术基础及强大的自主研发实力**。通过多年的沉淀积累, 公司构建起了“鸡胚基质疫苗制备生产技术”、“细胞基质病毒培养与疫苗制备技术”、“多糖纯化与蛋白偶联技术”和“规模化制剂生产技术”, 覆盖疫苗研发、生产过程, 全力支持公司在研所有疫苗品类。
- 依托四大技术平台, 公司不断进行在研疫苗产品相关的技术创新, 2017 年以来, 共授权或申请专利技术 21 项, 彰显强大的自主研发实力。

狂犬疫苗处于临床 III 期, 有望贡献稳定增量

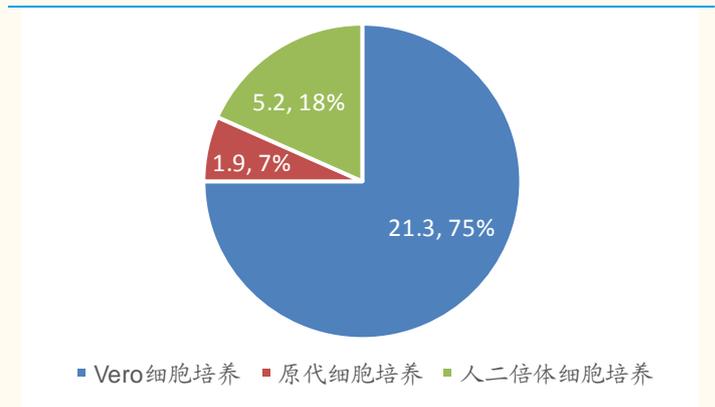
- 狂犬病是致死人数最多的动物源传染性疾, 全球每年约导致 6 万人死亡。除感染狂犬病毒的动物抓伤外, 特定条件下呼吸道气溶胶也可导致传染。狂犬病在发作后的死亡率近 100%, 目前主要集中在亚洲、非洲和拉丁美洲等发展中国家, 其中印度和中国的发生率居前两位。
- 狂犬病尚缺有效治疗手段, 接种疫苗或使用抗狂犬病毒血清是目前的主要预防手段。狂犬病疫苗即刻为已接触病毒者接种, 亦可作为暴露后的预防措施。

- **中国是狂犬疫苗销售最大市场，人用狂犬疫苗市场空间稳定增长。**据弗若斯特沙利文统计，2018年中国狂犬疫苗销售额占全球规模30.5%。2015-2018年间，我国人用狂犬疫苗营收增至28.4亿元，CAGR为19.2%，且有望保持稳定增速继续扩容。狂犬疫苗属刚性疫苗，随着人们饲养宠物习惯的逐渐兴起，我国宠物数量呈逐年增长趋势，未来随宠物市场规模的扩大、暴露前免疫知识的普及，人用狂犬疫苗仍有需求增长的空间。
- 中国人用狂犬疫苗市场主要涵盖Vero细胞、原代细胞和人二倍体细胞三大类。

图表 32：中国人用狂犬病疫苗市场空间



图表 33：2018年中国人用狂犬病疫苗市场结构



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

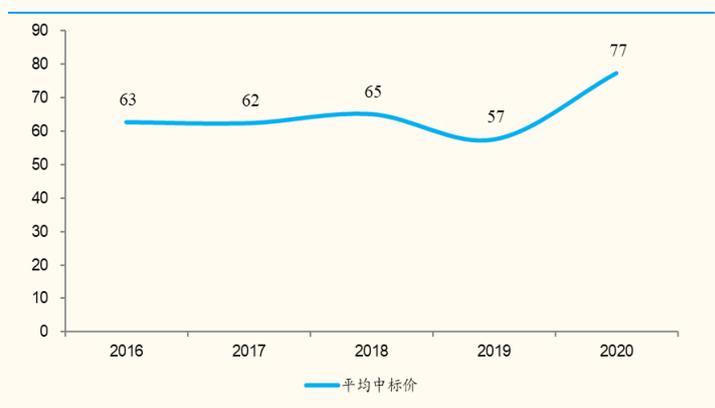
来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

- **我国狂犬疫苗批签发体量整体呈增长趋势，平均中标价格稳中有升。**2018-2020年，批签发量增至7860.37万剂，2019和2020年的同比增速分别为-10.53%和33.61%。目前成大生物占据主要市场份额。根据药智网数据，2016年以来，我国0.5ml冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）的平均中标价格总体稳定，2020年全国平均中标价格增长较多预计主要由于疫情影响带来国内狂犬疫苗供应偏紧。

图表 34：2018-2020 我国人用狂犬疫苗批签发 (万剂)



图表 35：我国冻干狂犬疫苗 (Vero 细胞) 中标价 (元)



来源：中检院，国金证券研究所

来源：药智网，国金证券研究所

- **国内目前有 17 家企业将于近年陆续推出狂犬疫苗产品。**华兰疫苗和康泰生物即将报产，进度较快。公司研发的冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）也已完成III期临床，计划2021年申请注册，这将打破公司单一产品结构现状，并有望提供可观营收增量。

图表 36: 我国狂犬疫苗研发进展

产品名称	企业	研发/申请注册进展
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	康泰生物	准备报产
人用狂犬病纯化疫苗(Vero细胞)	华兰疫苗	准备报产
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	亦度生物	已完成III期临床
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	金迪克	III期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(2BS细胞)	成都所	III期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	迈丰生物	III期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	诺诚生物	III期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5细胞)	智飞生物	III期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(无血清Vero细胞)	茂康源生物	III期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	大连雅立峰	III期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	卓谊生物	III期临床进行中
冻干人用皮卡狂犬病疫苗(Vero细胞)	依生生物	I期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(鸡胚成纤维细胞)	青峰药业	I期临床进行中
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	辽宁成大	获批临床
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	施耐克	获批临床
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	浙江普康	获批临床
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	昆明所	获批临床

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司着眼国内主流狂犬疫苗品种, 有望年内申报注册提供增量。公司自主研发的冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)已完成临床III期试验, 取得了良好免疫原性、免疫持久性及安全性的验证结果, 首针免疫后14天和42天, 中和抗体阳转率达100%, 第5针免疫后第12个月的中和抗体阳转率仍保持96%以上, 且无严重不良反应。
- 公司已具备完善的狂犬病疫苗生产车间, 年产能1500万剂, 预计2021年提交注册后, 有望快速提供业绩增量。

发布股权激励, 彰显快速发展信心

- 2021年8月, 公司发布《2021年限制性股票激励计划(草案)》, 拟授予限制性股票数量80万股, 约占激励计划草案公告时公司股本总额8,800万股的0.91%。其中, 首次授予限制性股票65.20万股, 预留14.80万股。激励对象总人数为369人, 约占公司员工总数395人的93%。授予价格(含预留授予)为55.18元/股。公司层面的业绩考核目标为营收相对于2020年增长率, 2021-2023年目标值分别为50%、80%和100%。

图表 37: 公司股权激励方案业绩考核目标

归属期	对应考核年度	年度营收相对于2020年增长率	
		目标值	触发值
首次授予第一个归属期	2021年度	50%	40%
首次授予第二个归属期	2022年度	80%	64%
首次授予第三个归属期	2023年度	100%	80%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 公司股权激励首次授予部分的摊销费用(万元)

需摊销的总费用	2021年	2022年	2023年	2024年
2165.94	315.87	1101.02	532.46	216.59

来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 9.44 亿元、11.51 亿元、20.51 亿元，分别同比增长 60%、22%、78%。分产品看：
 - 公司四价流感疫苗新产能项目已于 2020 年 9 月取得泰州医药高新技术产业开发区管委会出具的环境影响报告书的批复，公司计划四价流感疫苗新建车间建设期为 3 年，同时参考行业可比公司华兰生物等产能扩建计划，我们预计公司新建车间有望于 2023 年投产，建设完成后公司将具备年产 2,250 万人份成人型疫苗和 750 万人份儿童型疫苗的生产能力。预计 2021-2023 年公司四价流感疫苗销量分别为 765/934/1494 万支，对应收入分别为 9.43/11.50/18.40 亿元。
 - 冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）预计于 2021 年申报注册，预计 2023 年逐步贡献业绩。目前公司冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）产能为 1500 万支，我们预计 2023 年销量为 300 万支；考虑到 2020 年受疫情影响，狂犬行业供应偏紧带来平均中标价格略有上行，我们预计随着疫情影响逐步消除，2023 年平均销售单价为 70 元/支，对应公司 2023 年冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）收入为 2.1 亿元。
 - 四价流感疫苗具备较强技术壁垒且公司技术水平较为领先，具备较强定价权，我们预计随着公司四价流感疫苗快速放量，2021-2022 年毛利率将平稳略有增长，预计 2021-2022 年公司综合毛利率水平为 87%，88%，2023 年考虑到冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）的上市及新建产能转固等因素，毛利率预计略有下降至 87%。费用端方面，随着公司产能投放及收入扩张带来的规模效应凸显，我们预计整体将稳中有降。

图表 39: 2021-2023 年公司收入及毛利预测

(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	-	67	589	944	1,151	2,051
YoY			777%	60%	22%	78%
营业成本	-	10	74	124	144	272
毛利	-	57	515	820	1,007	1,779
毛利率		84%	87%	87%	88%	87%
四价流感疫苗	收入 %					
收入	-	67	589	943	1,150	1,840
YoY			778%	60%	22%	60%
产能 (万支)	-	1000	1000	1000	1000	4000
产量 (万支)	-	135	512	819	983	1523
YoY			278%	60%	20%	55%
批签发量 (万支)	-	135	424	793	952	1475
YoY			214%	87%	20%	55%
销量 (万支)	-	55	478	765	934	1494
YoY			765%	60%	22%	60%
单价 (元/支)	-	121	123	123	123	123
成本	-	10	74	123	143	239
毛利	-	57	515	820	1,007	1,601
毛利率		84%	87%	87%	88%	87%
狂犬疫苗 (Vero 细胞)	收入 %					
收入						10%
产能 (万支)						1500
销量 (万支)						300
单价 (元/支)						70
成本						32
毛利						179
毛利率						85%
其他业务	收入 %					
收入	-	0	-	1	1	1
YoY			-100%		0%	0%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 我们选用相对估值法对公司进行估值, 选取疫苗行业华兰生物、百克生物、康华生物作为可比公司, 2021-2023 年行业平均市盈率分别为 38 倍、28 倍、20 倍。参考行业可比公司市盈率, 给予公司 2022 年预测归母净利润 28 倍市盈率, 对应上市公司 12 个月内目标市值 113 亿元, 对应目标价为 127.7 元, 给予“买入”评级。

图表 40: 可比公司估值情况 (截止 2021/10/08)

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	2020年归母净利润 (亿元)	对应2020年归母净利润 市盈率	2020年扣非归母净利润 (亿元)	对应2020年扣非归母净利润 市盈率	Wind一致预期PE		
							2021E	2022E	2023E
002007.SZ	华兰生物	520.86	16.13	32.29	14.78	35.25	27.13	22.44	18.87
688276.SH	百克生物	391.04	4.18	93.50	4.02	97.30	68.60	48.79	32.05
300841.SZ	康华生物	152.87	4.08	37.46	4.03	37.94	23.61	16.56	12.19
	算术平均			54.42		56.83	39.78	29.26	21.04
688670.SH	金迪克	85.04	1.55	54.87	1.62	52.53	27.78	22.49	10.80

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

- 市场推广及销售不达预期：流感疫苗接种受政策、疫情、居民接种意识等多重因素影响，若未来相关因素发生变化，可能导致流感疫苗渗透率提升不达预期，进而导致四价流感疫苗市场推广及销售不达预期。
- 新增产能消化不及预期：公司募投资金主要用于扩大四价流感疫苗生产产能，若项目顺利建成，但因公司开拓市场不力，市场销售不达预期可能导致新增产能无法及时消化同时相关折旧影响业绩表现。
- 市场竞争加剧：目前国内已取得四价流感疫苗药品注册批件的厂家共有 5 家，已申报注册的生产厂家 1 家，处于 III 期临床阶段的生产厂家共有 5 家，已上市厂商均在实施产能扩产，同时若未来相关在研产品顺利获批上市，可能带来行业竞争加剧，四价流感疫苗单价下降，压缩公司产品市场空间的风险；
- 流感疫苗纳入免疫规划地区增多的风险：目前流感疫苗不属于国家一类苗品种，仅有部分经济较发达的地区将其纳入地方免疫规划目录为部分重点人群进行免费接种，若未来纳入免疫规划目录的地区增多，可能带来流感疫苗单价下降，影响公司收入体量的风险。
- 产品结构单一：目前公司收入几乎全部由核心产品四价流感疫苗贡献，若未来在研产品管线研发进度、产业化及商业化进度不达预期，可能导致公司收入来源持续单一，持续受到流感疫苗放量的季节性因素影响。
- 研发进展不及预期：公司在研产品管线有 7 个在研产品处于临床前研究阶段、2 个在研产品处于临床试验阶段，疫苗临床试验开发周期较长，临床试验进展存在较大的不确定性；

附件

- 公司成立以来，经过多年研发积累，成为国内首个申请临床试验、首批提交注册、唯一以预防用生物制品 1 类向 CDE 申报的四价流感病毒裂解疫苗生产企业，以及最早获取批签发、上市销售的两家企业之一。2019-2020 年，公司实现了四价流感疫苗批签发 134.96 万剂和 424.03 万剂，快速放量，一举跻身四价流感疫苗龙头行列。
- 为进一步扩大产能、支持在研管线、丰富产品结构，2021 年 8 月，公司于科创板上市。

图表 41：公司历史沿革

时间	事件
2008年12月	金迪克公司成立
2010年3月	四价流感病毒裂解疫苗研发项目立项
2011年1月	冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）研发项目立项
2014-2016年	独立承担“新型四价流感病毒裂解疫苗的研制”的“重大新药创制”国家科技重大专项课题
2018年12月	四价流感病毒裂解疫苗（儿童）研发项目立项
2019年5-10月	先后取得四价流感疫苗药品注册申请批准及生产的GMP认证，开始上市销售
2019年9月	冻干水痘减毒活疫苗、冻干带状疱疹减毒活疫苗研发项目立项
2019年11月	23价肺炎球菌多糖疫苗、13价肺炎球菌多糖结合疫苗研发项目立项
2020年3月	四价流感病毒裂解疫苗（高剂量）研发项目立项
2020年5月	设立泰州同泽、泰州同人2个员工持股平台，实施股权激励
2020年6月	公司整体变更为股份有限公司
2020年6月	重组带状疱疹疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5细胞）研发项目立项
2021年4月	注册全资子公司泰州金迪克禽业有限公司，为母公司提供产品原料
2021年8月	金迪克IPO上市科创板

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司股权集中，大股东一致行动。**目前，公司余军和张良斌先生分别持股30.74%、合计61.48%，均为公司第一大直接股东。自2015年任职起，二者在重大决策上始终保持一致，并于2020年签署《关于江苏金迪克生物技术股份有限公司共同控制暨一致行动协议》，在公司上市之日起36个月内作为一致行动人共同决策控制。
- **公司股权激励到位。**公司设立泰州同泽和泰州同人两大员工持股平台，分别由余军和张良斌先生担任普通合伙人外，其余71人均为公司核心骨干员工，总计持股2.7%，充分落实股权激励。

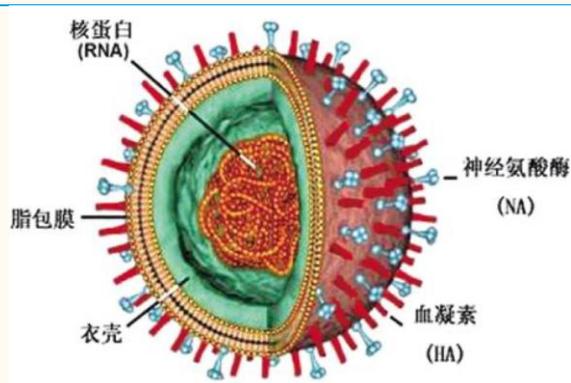
图表 42：公司股权结构（发行后）



来源：公司招股书，国金证券研究所

- **流感病毒表面包膜上含有的血凝素具有极强免疫原性。**流感病毒从内而外由核心、基质蛋白及包膜组成，其中包膜上有血凝素（HA）和神经氨酸酶（NA）两种重要糖蛋白。血凝素蛋白水解成的轻链协助病毒包膜与宿主细胞膜融合、重链则与宿主细胞膜上的唾液酸受体结合，其在病毒侵入中起着重要作用，是流感病毒表面免疫原性最强的抗原，也是病毒抗原变异的主要来源。

图表 43：流感病毒结构特点



来源：公司招股书，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	0	67	589	944	1,151	2,051	货币资金	4	8	88	1,284	1,312	1,411
增长率		N/A	777.3%	60.2%	22.0%	78.2%	应收款项	0	60	355	362	426	732
主营业务成本	0	-10	-74	-124	-144	-272	存货	3	18	33	41	47	82
%销售收入	n.a	15.6%	12.5%	13.1%	12.5%	13.2%	其他流动资产	7	10	46	44	44	48
毛利	0	57	515	820	1,007	1,779	流动资产	13	95	523	1,730	1,830	2,273
%销售收入	n.a	84.4%	87.5%	86.9%	87.5%	86.8%	%总资产	4.2%	24.0%	67.2%	74.2%	65.6%	57.0%
营业税金及附加	-1	-2	-4	-5	-6	-10	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	n.a	2.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	205	193	193	531	868	1,602
销售费用	0	-26	-209	-330	-402	-710	%总资产	66.0%	48.5%	24.8%	22.8%	31.1%	40.2%
%销售收入	n.a	38.7%	35.5%	35.0%	35.0%	34.6%	无形资产	44	49	51	72	91	110
管理费用	-27	-32	-48	-76	-93	-164	非流动资产	298	302	255	603	959	1,713
%销售收入	n.a	47.3%	8.1%	8.1%	8.1%	8.0%	%总资产	95.8%	76.0%	32.8%	25.8%	34.4%	43.0%
研发费用	-12	-24	-29	-45	-54	-94	资产总计	311	397	778	2,333	2,789	3,986
%销售收入	n.a	35.4%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	短期借款	30	57	297	53	0	0
息税前利润 (EBIT)	-41	-27	226	363	452	801	应付款项	349	423	192	501	600	1,074
%销售收入	n.a	n.a	38.4%	38.5%	39.3%	39.1%	其他流动负债	4	8	20	18	22	39
财务费用	-3	-3	-9	3	25	28	流动负债	383	489	509	572	622	1,113
%销售收入	n.a	4.5%	1.6%	-0.3%	-2.2%	-1.4%	长期贷款	0	0	0	1	1	1
资产减值损失	0	3	17	0	0	0	其他长期负债	18	17	26	20	30	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	401	506	535	593	653	1,154
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	-89	-108	243	1,740	2,136	2,832
%税前利润	-0.2%	-0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	50	50	66	88	88	88
营业利润	-41	-31	212	366	477	829	未分配利润	-139	-158	126	428	824	1,519
营业利润率	n.a	n.a	35.9%	38.8%	41.5%	40.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	-1	-1	-1	-1	负债股东权益合计	311	397	778	2,333	2,789	3,986
税前利润	-41	-31	211	365	476	828	比率分析						
利润率	n.a	n.a	35.8%	38.7%	41.4%	40.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	13	12	-56	-55	-71	-124	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	26.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	-0.424	-0.288	2.348	3.528	4.601	8.001
净利润	-28	-19	155	310	405	704	每股净资产	-1.354	-1.642	3.674	19.776	24.277	32.177
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.537	-0.866	1.388	7.363	5.282	10.462
归属于母公司的净利润	-28	-19	155	310	405	704	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	n.a	n.a	26.3%	32.9%	35.2%	34.3%	回报率						
							净资产收益率	31.35%	17.57%	63.91%	17.84%	18.95%	24.86%
							总资产收益率	-9.00%	-4.79%	19.92%	13.31%	14.52%	17.67%
							投入资本收益率	46.49%	31.50%	30.83%	17.02%	17.73%	23.70%
							增长率						
							主营业务收入增长率	n.a	n.a	777.27%	60.17%	21.98%	78.19%
							EBIT增长率	-9.55%	-34.68%	#####	60.59%	24.40%	77.19%
							净利润增长率	-14.23%	-32.04%	#####	100.33%	30.41%	73.89%
							总资产增长率	4.47%	27.59%	95.82%	199.90%	19.55%	42.89%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	n.a	161.8	128.4	140.0	135.0	130.0
							存货周转天数	n.a	370.6	128.0	120.0	120.0	110.0
							应付账款周转天数	n.a	1,100.5	126.7	120.0	115.0	110.0
							固定资产周转天数	n.a	1,048.2	110.3	64.2	48.5	140.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-29.47%	-37.12%	69.58%	-71.81%	-61.84%	-49.80%
							EBIT利息保障倍数	-15.3	-8.8	24.1	-134.1	-18.0	-28.4
							资产负债率	128.69%	127.28%	68.83%	25.41%	23.41%	28.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402