

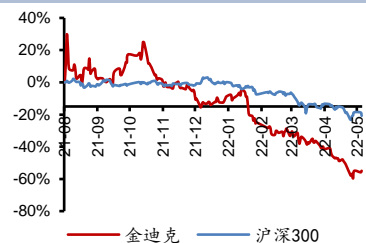
疫情扰动下业绩增长受限，看好三四季度流感疫苗放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-07

| | |
|---------------|------------------|
| 收盘价(元) | 37.35 |
| 近12个月最高/最低(元) | 111.19/ 33.06 |
| 总股本(百万股) | 88 |
| 流通股本(百万股) | 19 |
| 流通股比例(%) | 21.59 |
| 总市值(亿元) | 33 |
| 流通市值(亿元) | 7.1 |

公司价格与沪深300走势比较


分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任雯莹

执业证书号：S0010121080050

邮箱：renwx@hazq.com

相关报告

1. 公司深度金迪克(688670.SH):《专而精、小而美,借四价流感疫苗放量乘行业东风》

主要观点：

● **事件：金迪克发布2022年一季度报，营业收入负增长，亏损同比收窄**
 2022年4月29日，金迪克发布2022年一季度报，营收负增长。营业收入1247万元(-58.50%)，归母净利润-264万元(2021Q1为-529.47万元)，扣非归母净利润-685.05万元(2021Q1为-663.86万元)，EPS为-0.03元。

● **点评：疫情影响仍压制公司经营，除管理费用外支出结构较为稳定。**

公司营业收入同比减少，主要系：1)受新冠疫情影响，公司四价流感疫苗销售量同比下滑；2)公司计提预计10%销售退货率冲减销售收入所致。费用支出方面，2022Q1公司的研发费用/销售费用/财务费用/管理费用占营业收入的比重分别为22.66%/40.90%/-2.46%/93.64%，相比2021Q1变化1.2/53.63/4.3/-13.12pct，其中研发费用支出下降主要系公司本期部分项目研发投入同比减少及冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)项目投入全部资本化所致。

公司一季度收入在全年占比较小，三四季度业绩增长可期。

国内流感疫苗的销售旺季集中在9-12月。2021年流感疫苗销售下滑主要在四季度，这与新冠疫苗加强针在四季度密集接种时间冲突相关。接种新冠疫苗占用了大量疾控中心接种资源，同时新冠疫苗接种需与其他疫苗接种间隔14天，更加影响了流感疫苗的接种，故流感疫苗销售下滑。进入2022年一季度后，疫情防控压力较大，但随着新冠疫情防控常态化，国家依旧重视流感疫苗在重点人群中的接种工作，流感疫苗接种有望回归常态。

2022年，公司继续深耕四价流感疫苗，研发销售同步发力。

四价流感疫苗将享受渗透率提升+替代三价市场双重红利，因此专注四价流感疫苗的开发和生产是未来国内流感疫苗市场的长期发展趋势。公司生产的四价流感疫苗采取三步纯化工艺，与国家标准和欧盟标准比，公司产品杂质更低、纯度更高，不良反应率远低于行业平均水平。在产品竞争优势的基础上，公司在产业化和商业化方面就进一步提升竞争优势全面开展工作。一方面，深度聚焦开发四价流感疫苗系列产品，产品管线设计实现全年龄段覆盖。除已上市的适用于3岁以上人群的成人型四价流感疫苗外，公司还正在研发用于6月至3岁以下儿童接种的儿童型四价流感疫苗，以及用于65岁以上老年人接种的高剂量型四价流感疫苗。另一方面，公司发力提升流感疫苗销售工作，逐步扩大公司销售团队规模。下半年，随着疫情得到控制、新冠疫苗大规模集中接种工作进入尾声，疫情带来的短期负面影响将逐渐消失。预计公司流感疫苗系列产品整体收入规模有望在2025年超过20亿元。

未来，公司在研管线多维发力大单品+新型疫苗，乘行业东风共成长

公司有 7 款在研产品，覆盖几类当前最有潜力的疫苗大单品：①狂犬疫苗系列产品：公司狂犬系列产品覆盖高市占率+高价双品种。在研的冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）已完成临床 III 期试验，目前正在申报注册中。另有冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)正处于临床前研究阶段，预计于 2023 年申报临床。②水痘-带状疱疹疫苗系列产品：双路线同步开展带状疱疹疫苗研发。公司冻干水痘减毒活疫苗以及冻干带状疱疹减毒活疫苗的研发项目均预计 2022 年可申报临床。另外公司开展了重组带状疱疹疫苗的研发项目，预计 2023 年可申报临床。③肺炎疫苗系列产品：公司 23 价肺炎球菌多糖疫苗以及 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的研发项目分别预计于 2023 年和 2024 年可申报临床。

● **投资建议：维持“买入”评级**

我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 9.67/ 12.68/ 15.78 亿元，同比增长 146.6%/ 31.1%/ 24.5%；归母净利润分别为 2.32/ 3.50/ 4.89 亿元，同比增长 181.5%/ 50.7%/ 39.9%；公司 2022~2024 年 PE 分别为：14X/ 9X/ 7X。考虑疫苗行业的持续快速发展、公司流感疫苗的差异化优势、产能扩张建设以及公司在研的管线布局，我们维持“买入”评级。

● **风险提示**

新冠肺炎疫情对公司正常生产经营造成不利影响；临床试验不及预期的风险；主营产品单一的风险；产品推广不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 392 | 967 | 1268 | 1578 |
| 收入同比 (%) | -33.4% | 146.6% | 31.1% | 24.5% |
| 归属母公司净利润 | 82 | 232 | 350 | 489 |
| 净利润同比 (%) | -46.8% | 181.5% | 50.7% | 39.9% |
| 毛利率 (%) | 85.4% | 87.6% | 88.0% | 88.5% |
| ROE (%) | 5.6% | 8.3% | 11.1% | 13.4% |
| 每股收益 (元) | 1.10 | 2.64 | 3.97 | 5.56 |
| P/E | 68.80 | 14.16 | 9.40 | 6.72 |
| P/B | 4.56 | 1.17 | 1.04 | 0.90 |
| EV/EBITDA | 56.77 | 6.61 | 4.12 | 2.38 |

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 1070 | 2372 | 3003 | 3575 | 营业收入 | 392 | 967 | 1268 | 1578 |
| 现金 | 37 | 1035 | 1437 | 1776 | 营业成本 | 57 | 120 | 152 | 181 |
| 应收账款 | 343 | 583 | 764 | 951 | 营业税金及附加 | 4 | 19 | 25 | 32 |
| 其他应收款 | 1 | 1 | 1 | 1 | 销售费用 | 116 | 348 | 444 | 536 |
| 预付账款 | 3 | 10 | 13 | 15 | 管理费用 | 50 | 92 | 101 | 110 |
| 存货 | 28 | 54 | 69 | 82 | 财务费用 | 7 | -1 | -22 | -22 |
| 其他流动资产 | 658 | 689 | 720 | 751 | 资产减值损失 | -58 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 685 | 687 | 689 | 690 | 公允价值变动收益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 5 | 12 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 182 | 182 | 182 | 182 | 营业利润 | 84 | 317 | 477 | 667 |
| 无形资产 | 45 | 45 | 45 | 45 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 457 | 459 | 461 | 463 | 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 1754 | 3059 | 3691 | 4266 | 利润总额 | 84 | 316 | 476 | 666 |
| 流动负债 | 222 | 176 | 459 | 544 | 所得税 | 2 | 84 | 126 | 177 |
| 短期借款 | 10 | -190 | 0 | 0 | 净利润 | 82 | 232 | 350 | 489 |
| 应付账款 | 58 | 41 | 52 | 62 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 153 | 325 | 407 | 482 | 归属母公司净利润 | 82 | 232 | 350 | 489 |
| 非流动负债 | 71 | 74 | 74 | 74 | EBITDA | 117 | 315 | 454 | 644 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.10 | 2.64 | 3.97 | 5.56 |
| 其他非流动负债 | 71 | 74 | 74 | 74 | | | | | |
| 负债合计 | 293 | 250 | 533 | 618 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股本 | 88 | 88 | 88 | 88 | | | | | |
| 资本公积 | 1151 | 2263 | 2263 | 2263 | | | | | |
| 留存收益 | 223 | 458 | 808 | 1297 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1461 | 2808 | 3158 | 3647 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1754 | 3059 | 3691 | 4266 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 104 | 82 | 241 | 372 |
| 净利润 | 82 | 232 | 350 | 489 |
| 折旧摊销 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 10 | -4 | -4 | 0 |
| 投资损失 | -5 | -12 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | -55 | -138 | -105 | -118 |
| 其他经营现金流 | 180 | 374 | 456 | 608 |
| 投资活动现金流 | -996 | -22 | -33 | -33 |
| 资本支出 | -386 | -1 | -1 | -1 |
| 长期投资 | 0 | -31 | -31 | -31 |
| 其他投资现金流 | -610 | 10 | -1 | -1 |
| 筹资活动现金流 | 841 | 939 | 194 | 0 |
| 短期借款 | -287 | -200 | 190 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1114 | 1112 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -9 | 27 | 4 | 0 |
| 现金净增加额 | -51 | 999 | 402 | 339 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -33.4% | 146.6% | 31.1% | 24.5% |
| 营业利润 | -60.3% | 277.5% | 50.5% | 39.8% |
| 归属于母公司净利 | -46.8% | 181.5% | 50.7% | 39.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 85.4% | 87.6% | 88.0% | 88.5% |
| 净利率 (%) | 21.0% | 24.0% | 27.6% | 31.0% |
| ROE (%) | 5.6% | 8.3% | 11.1% | 13.4% |
| ROIC (%) | 5.8% | 8.8% | 10.5% | 12.9% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 16.7% | 8.2% | 14.4% | 14.5% |
| 净负债比率 (%) | 20.1% | 8.9% | 16.9% | 16.9% |
| 流动比率 | 4.83 | 13.48 | 6.54 | 6.57 |
| 速动比率 | 4.68 | 13.11 | 6.36 | 6.39 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.22 | 0.32 | 0.34 | 0.37 |
| 应收账款周转率 | 1.14 | 1.66 | 1.66 | 1.66 |
| 应付账款周转率 | 0.98 | 2.94 | 2.94 | 2.94 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.10 | 2.64 | 3.97 | 5.56 |
| 每股经营现金流 | 1.18 | 0.93 | 2.74 | 4.22 |
| 每股净资产 | 16.61 | 31.91 | 35.89 | 41.45 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 68.80 | 14.16 | 9.40 | 6.72 |
| P/B | 4.56 | 1.17 | 1.04 | 0.90 |
| EV/EBITDA | 56.77 | 6.61 | 4.12 | 2.38 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 任雯萱, 研究助理, 主要负责生物制品(疫苗+血液制品)行业研究。上海财经大学金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。