国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

农业/必需消费

海利生物（603718）

布局疫苗 CDMO 服务，向全球疫苗市场迈进

	钟凯锋（分析师）	李晓渊（分析师）	鲁家瑞（分析师）
	021-38674876	021-38674936	021-38677618
	zhongkaifeng@gtjas.com	lixiaoyuan@gtjas.com	lujiarui@gtjas.com
证书编号	S0880517030005	S0880518070003	S0880518070001

本报告导读：

公司与药明生物拟设立新“药明海德”将为药明生物战略合作伙伴独家生产一款创新性疫苗，有望驱动业绩进入新的增长期。

投资要点：

公司与药明生物拟设立新“药明海德”将为药明生物战略合作伙伴（一家全球疫苗巨头）独家生产一款创新性疫苗，该生产合同总金额预计将超过 30 亿美元，有望驱动公司业绩快速增长。短期受非洲猪瘟影响，调整公司 2019EPS 至 0.08 元，预测 2020-2021EPS 为 0.12 元和 0.15 元，但随着后续猪价好转及存栏恢复，公司业绩有望改善，而随着公司人保业务布局，有望驱动公司业绩增长，给予公司高于行业平均 PE，上调目标价至 20 元。

合作再深入，有望推动公司人保布局进入快车道。新药明海德致力于打造全球疫苗行业领先的一体化能力和技术平台，提供疫苗合同定制研发生产（CDMO）服务，目前其他相关项目也在有序推进中。根据药明生物公告，此次新药明海德将新建一座集疫苗原液（DS）及制剂（DP）生产、质量控制（QC）实验室于一体的综合疫苗生产基地来提供相应服务，这项长达二十年的生产合同总金额预计超过 30 亿美元。我们认为，未来随着合作意向的正式落地，有望驱动公司业绩快速增长，并推动公司人保布局进入快车道。

新总裁上任，释放公司长期增长活力。刘渝先生上任公司新总裁，我们认为，凭借新总裁 15 年以上中大型动保企业高层管理工作经验的优势，以及极强的企业战略规划、资源整合、组织架构建立、人员管理优化能力和丰富的市场营销经验，将驱动公司动保业务发展和公司整体战略落地。

“动保+人保”双轮驱动，公司业务多点开花。公司未来多品种上市有望驱动公司动保业绩增长；同时，公司落实人保布局：2018 年全资收购上海捷门、与药明生物合作，构建全生物产业链布局，在更广阔的平台上实现升级。

风险提示：人用疫苗项目落地进展不达预期，研发进度不达预期。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	304	255	268	296	339
(+/-)%	*-12%*	*-16%*	*5%*	*10%*	*15%*
经营利润（EBIT）	65	-7	29	46	65
(+/-)%	*4%*	*-111%*	*518%*	*61%*	*39%*
净利润（归母）	114	21	53	75	96
(+/-)%	*33%*	*-81%*	*149%*	*42%*	*27%*
每股净收益（元）	0.18	0.03	0.08	0.12	0.15
每股股利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率(%)	21.5%	-2.7%	10.8%	15.7%	19.0%
净资产收益率(%)	10.6%	2.0%	4.8%	6.4%	7.5%
投入资本回报率(%)	5.1%	-7.7%	2.3%	3.6%	5.0%
EV/EBITDA	58.24	148.85	351.88	218.18	155.98
市盈率	81.65	436.02	175.12	123.01	96.75
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	20.00
上次预测：	16.89
当前价格：	15.86

2019.05.22

交易数据

52 周内股价区间（元）	7.02-17.25
总市值（百万元）	10,214
总股本/流通 A 股（百万股）	644/644
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	8.39
日均成交值（百万元）	121.79

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	1,062
每股净资产	1.65
市净率	9.6
净负债率	-36.81%

EPS（元）	2018A	2019E
Q1	0.03	0.01
Q2	0.02	0.02
Q3	0.02	0.02
Q4	-0.04	0.03
全年	0.03	0.08

52周内股价走势图

升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	26%	5%
相对指数	24%	20%	15%

相关报告

《动保、人保交谊舞，整装待发新征程》2018.04.02

《拐点已现，加速前行》2017.08.27

模型更新时间：2019.05.22

股票研究

必需消费

农业

海利生物（603718）

评级:		**增持**
	上次评级:	增持
目标价格:		**20.00**
	上次预测:	16.89
当前价格:		15.86

公司网址

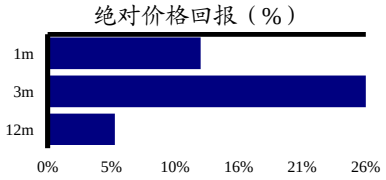
www.hile-bio.com

公司简介

公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业化兽用生物制品生产企业。

公司成立于 1981 年，其前身为上海松江生物药品厂。

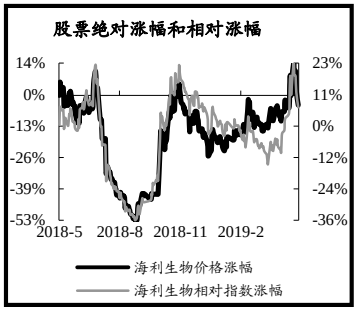
绝对价格回报（%）

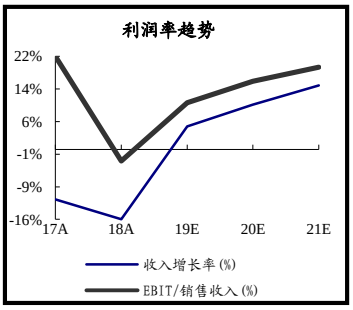


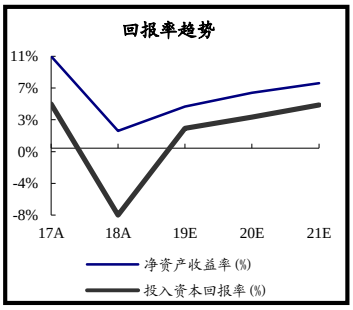
52 周价格范围	7.02-17.25
市值（百万）	10,214

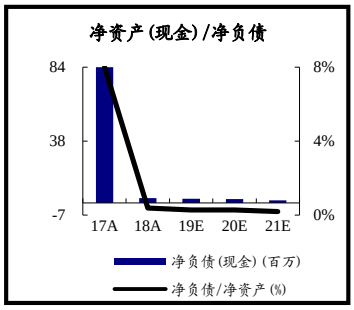
财务预测（单位：百万元）

损益表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**304**	**255**	**268**	**296**	**339**
营业成本	69	112	85	79	79
税金及附加	2	3	2	2	3
销售费用	97	70	81	88	100
管理费用	50	49	51	55	64
EBIT	**65**	**-7**	**29**	**46**	**65**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	34	21	25	28
财务费用	9	14	1	0	-1
营业利润	**105**	**22**	**54**	**76**	**97**
所得税	12	12	11	16	20
少数股东损益	-18	-35	-9	-13	-16
归母净利润	**114**	**21**	**53**	**75**	**96**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	96	47	43	78	152
其他流动资产	722	740	647	654	660
长期投资	105	0	0	0	0
固定资产合计	381	409	409	409	409
无形及其他资产	298	552	563	574	589
资产合计	**1,602**	**1,749**	**1,662**	**1,715**	**1,810**
流动负债	457	657	527	517	531
非流动负债	70	66	66	66	66
股东权益	1,075	1,026	1,070	1,133	1,213
投入资本(IC)	**1,149**	**1,004**	**1,002**	**1,030**	**1,037**
现金流量表					
NOPLAT	58	-77	23	37	52
折旧与摊销	58	62	0	0	0
流动资金增量	-29	-252	-13	17	-9
资本支出	-86	-112	-9	-9	-12
自由现金流	**2**	**-380**	**2**	**45**	**31**
经营现金流	35	19	35	19	57
投资现金流	-276	-104	12	16	17
融资现金流	53	36	-51	0	0
现金流净增加额	**-188**	**-49**	**-4**	**35**	**74**
财务指标					
成长性					
收入增长率	-11.6%	-16.2%	5.3%	10.3%	14.8%
EBIT 增长率	3.5%	-110.6%	517.9%	60.7%	38.9%
净利润增长率	33.0%	-81.3%	149.0%	42.4%	27.1%
利润率					
毛利率	77.2%	55.8%	68.1%	73.2%	76.6%
EBIT 率	21.5%	-2.7%	10.8%	15.7%	19.0%
归母净利润率	37.5%	8.4%	19.8%	25.5%	28.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.6%	2.0%	4.8%	6.4%	7.5%
总资产收益率(ROA)	7.1%	1.2%	3.2%	4.4%	5.3%
投入资本回报率(ROIC)	5.1%	-7.7%	2.3%	3.6%	5.0%
运营能力					
存货周转天数	369	371	323	346	343
应收账款周转天数	17	56	35	39	40
总资产周转天数	1,852	2,402	2,322	2,084	1,895
净利润现金含量	30.7%	88.8%	66.0%	24.8%	59.5%
资本支出/收入	28.3%	44.0%	3.4%	3.1%	3.4%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	41.3%	35.6%	33.9%	33.0%
净负债率	7.8%	0.3%	-3.9%	-6.6%	-11.9%
估值比率					
PE(现价)	81.65	436.02	175.12	123.01	96.75
PB	6.65	7.72	9.21	8.63	7.98
EV/EBITDA	58.24	148.85	351.88	218.18	155.98
P/S	30.58	36.48	34.64	31.40	27.36
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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、意见及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、价值及投资收入可升可跌。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、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com