

业绩略超预期, 四联苗呈高速增长态势

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 公司2017年上半年实现营收4.7亿元, 同比+128.7%; 归母净利润7054.7万元, 同比+25.8%; 扣非后归母净利润6375.6万元, 同比+35.1%; 经营性现金流量净额-4935.7万元, 同比-719.2%。
- **业绩略超预期, 四联苗呈高速增长态势。** 公司2017年上半年实现营收4.7亿元, 同比+128.7%; 归母净利润7054.7万元, 同比+25.8%; 从单季度看, 公司第二季实现收入3.3亿, 同比449%, 净利润4242万元, 同比+800%, 收入和利润呈现高速增长态势的主要原因有: 1) 疫苗流通改革后变为一票制, 疫苗出厂高开且普遍提价, 导致收入和公司盈利能力大幅提升; 2) 山东疫苗事件导致去年基数较低, 同比增长显著。分产品看: 1) 百白破-Hib四联苗: 公司独家产品, 上半年实现销售收入1.77亿元, 同比+139.8%, 根据中标价275-300元测算, 我们预计上半年销售近70万支, 全年有望达到170万支, 呈高速增长态势; 2) Hib疫苗: 上半年实现销售收入1.32亿元, 同比+254.2%; 3) 乙肝疫苗: 上半年实现销售收入1.41亿元, 同比+138.6%。我们认为随着行业回暖和一票制推行, 公司下半年业绩将有更好表现。
- **在研产品梯队丰富, 2018-2019年将陆续上市, 中长期发展动力十足。** 公司中报披露公司目前自主在研项目20项, 合作开发和技术合作各2项, 专利许可1项。从进度上看, 23价肺炎多糖疫苗、四价脑膜炎多糖疫苗、吸附无细胞百白破联苗和冻干狂犬疫苗(MRC-5)即将获批, 冻干Hib、四价脑膜炎结合疫苗和甲肝灭活疫苗即将报生产。后续产品梯队中还有13价肺炎、HPV、sIPV(Vero细胞)、EV71和五联苗等重磅产品。我们认为公司短期主要靠独家的四联苗和60ug乙肝疫苗爆发, 中期看独家三代狂犬疫苗(MRC-5)(技术授权自巴斯德)发力, 长期看13价肺炎、五联苗等重磅产品。公司是国内为数不多短中长期均有重磅产品支撑的疫苗公司。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.36元、0.60元、0.86元, 未来三年归母净利率将保持60%的复合增长率。我们认为公司四联苗爆发力强, 在研产品梯队强大, 中长期成长动力十足。考虑到生物药的估值溢价, 我们给予公司2018年50倍估值, 对应目标价30元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业出现群体性疫苗事件或导致行业收入下滑的风险; 重磅产品上市或低于预期的风险; 四联苗等销售上量或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	551.94	1047.05	1430.20	1899.56
增长率	21.91%	89.70%	36.59%	32.82%
归属母公司净利润(百万元)	86.21	148.99	248.49	355.40
增长率	37.24%	72.81%	66.79%	43.03%
每股收益EPS(元)	0.21	0.36	0.60	0.86
净资产收益率ROE	11.73%	14.58%	19.56%	21.86%
PE	118	68	41	29
PB	13.80	9.92	7.98	6.24

数据来源: Wind, 西南证券

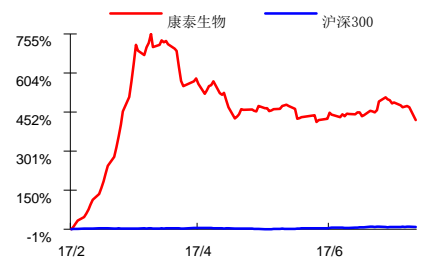
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.11
流通A股(亿股)	0.42
52周内股价区间(元)	4.74-40.51
总市值(亿元)	101.43
总资产(亿元)	17.37
每股净资产(元)	2.13

相关研究

关键假设：

假设 1：二类苗主要为乙肝、Hib 和百白破-Hib 四联苗，受高开票和低基数影响，我们预计 2017-2019 年公司出货增速分别为 130%、40%和 35%，毛利率延续上半年态势，维持在 93%左右；

假设 2：一类苗主要为 10ug 乙肝和麻风二联苗，我们预计 2017-2019 年公司出货增速分别为 -30%、0%和 0%，毛利率方面维持 55%左右；

假设 3：公司三费率：受高开影响，我们预计 2017-2019 年销售费用率维持 52%左右，与 2016 年相比，上升 12%；管理费用率和财务费用率则分别维持 17%-18%和 -0.5%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	551.94	1,047.05	1,430.20	1,899.56
yoy	21.91%	89.70%	36.59%	32.82%
合计：营业成本	118.29	107.18	134.00	166.85
毛利率	78.57%	89.76%	90.63%	91.22%
二类苗				
收入	416.47	957.88	1,341.03	1,810.40
yoy	20.7%	130.00%	40.00%	35.00%
成本	59.13	67.05	93.87	126.73
毛利率	85.80%	93.00%	93.00%	93.00%
一类苗				
收入	127.38	89.17	89.17	89.17
yoy	28.3%	-30.00%	0.00%	0.00%
成本	57.8	40.12	40.12	40.12
毛利率	54.62%	55.00%	55.00%	55.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	551.94	1047.05	1430.20	1899.56	净利润	86.21	148.99	248.49	355.40
营业成本	118.29	107.18	134.00	166.85	折旧与摊销	48.12	82.64	82.64	82.64
营业税金及附加	4.60	8.72	11.91	15.82	财务费用	1.83	20.68	19.59	18.85
销售费用	219.74	544.46	743.70	987.77	资产减值损失	19.60	25.00	10.00	10.00
管理费用	102.97	178.00	235.98	303.93	经营营运资本变动	-52.87	-180.63	-129.97	-171.50
财务费用	1.83	20.68	19.59	18.85	其他	-24.57	-26.32	-11.95	-12.97
资产减值损失	19.60	25.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	78.32	70.36	218.80	282.42
投资收益	0.77	1.00	2.00	3.00	资本支出	-391.02	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	213.36	1.00	2.00	3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-177.67	1.00	2.00	3.00
营业利润	85.68	164.00	277.01	399.33	短期借款	33.50	-33.50	0.00	0.00
其他非经营损益	13.30	7.04	8.28	8.70	长期借款	93.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	98.98	171.05	285.28	408.03	股权融资	1.67	138.18	0.00	0.00
所得税	12.77	22.06	36.80	52.63	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	86.21	148.99	248.49	355.40	其他	-72.50	-55.04	-19.59	-18.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	56.17	49.64	-19.59	-18.85
归属母公司股东净利润	86.21	148.99	248.49	355.40	现金流量净额	-43.17	121.01	201.21	266.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	110.88	231.89	433.10	699.67	成长能力				
应收和预付款项	301.03	494.16	678.03	916.22	销售收入增长率	21.91%	89.70%	36.59%	32.82%
存货	141.10	128.09	160.17	199.51	营业利润增长率	23.89%	91.42%	68.90%	44.16%
其他流动资产	26.80	50.84	69.44	92.23	净利润增长率	37.24%	72.81%	66.79%	43.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.77%	97.11%	41.86%	32.06%
投资性房地产	0.48	0.48	0.48	0.48	获利能力				
固定资产和在建工程	752.09	690.44	628.78	567.13	毛利率	78.57%	89.76%	90.63%	91.22%
无形资产和开发支出	191.29	170.92	150.55	130.18	三费率	58.80%	70.98%	69.87%	68.99%
其他非流动资产	77.23	76.61	75.99	75.38	净利率	15.62%	14.23%	17.37%	18.71%
资产总计	1600.90	1843.43	2196.56	2680.80	ROE	11.73%	14.58%	19.56%	21.86%
短期借款	33.50	0.00	0.00	0.00	ROA	5.39%	8.08%	11.31%	13.26%
应付和预收款项	106.26	151.59	202.90	266.41	ROIC	9.09%	15.60%	22.49%	28.91%
长期借款	281.36	281.36	281.36	281.36	EBITDA/销售收入	24.57%	25.53%	26.52%	26.37%
其他负债	444.77	388.31	441.64	506.97	营运能力				
负债合计	865.90	821.26	925.91	1054.75	总资产周转率	0.38	0.61	0.71	0.78
股本	369.00	411.00	411.00	411.00	固定资产周转率	1.97	4.44	8.21	16.89
资本公积	197.28	293.46	293.46	293.46	应收账款周转率	2.55	2.81	2.59	2.52
留存收益	168.72	317.71	566.20	921.60	存货周转率	0.94	0.79	0.93	0.93
归属母公司股东权益	735.00	1022.16	1270.65	1626.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.23%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	735.00	1022.16	1270.65	1626.06	资产负债率	54.09%	44.55%	42.15%	39.34%
负债和股东权益合计	1600.90	1843.43	2196.56	2680.80	带息债务/总负债	36.36%	34.26%	30.39%	26.68%
					流动比率	1.42	2.48	2.86	3.19
					速动比率	1.07	2.13	2.52	2.86
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.36	0.60	0.86
					每股净资产	1.79	2.49	3.09	3.96
					每股经营现金	0.19	0.17	0.53	0.69
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	135.62	267.33	379.24	500.82					
PE	117.66	68.08	40.82	28.54					
PB	13.80	9.92	7.98	6.24					
PS	18.38	9.69	7.09	5.34					
EV/EBITDA	68.37	37.86	26.16	19.27					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn