

中报符合预期, 疫苗研发龙头爆发在即

投资要点

- **事件:** 公司上半年实现收入 2.57 亿, 同比-12.39%, 归母净利润-0.43 亿, 同比+73.43%; 扣非归母净利润-0.40 亿, 同比+75.96%, EPS -0.03 元。
- **上半年亏损较去年同期大幅降低, 自主产品业务恢复良好。** 报告期内, 公司大力拓展自主产品业务, 实现自主疫苗产品销售收入 1.76 亿元, 同比增长 88.85%。同时, 公司吸附无细胞百白破联合疫苗和 23 价肺炎球菌多糖疫苗均获得批签发合格证, 已开始正式上市销售。受助于新产品的上市, 预计公司下半年将继续保持自主疫苗产品收入增长的势头。
- **公司将迈入研发收获爆发期, 在研产品梯队储备丰富。** 1) 超级重磅品种 13 价肺炎结合疫苗进入临床申报最后阶段, 目前正在进行 III 期临床研究中血清样本检测和数据统计工作。同类型产品辉瑞 13 价肺炎结合疫苗今年国内上市, 目前多地出现“疫苗荒”, 一定程度上说明该品种社会需求量大。预计沃森 13 价肺炎结合苗 2019 年上市, 销售峰值期每年可贡献 10 亿元以上利润; 2) 二价 HPV 疫苗已经进入 III 期临床研究中收集主要临床终点—癌前病变 II 期 (CIN2) 病例样本阶段, 预计该品种 2019 年上市, 销售峰值期每年可以贡献 5 亿元以上利润; 3) HER-2 单抗和 TNF-alpha 单抗处于临床 III 期病例入组阶段, 预计这两种单抗将会在 2018 年上市, 峰值期每年合计贡献利润超过 5 亿元; 4) 公司另有 PD-1 单抗、IL-6 单抗、新型 HER-2 单抗、RANKL 单抗、ADC 药物、四价脑膜炎球菌多糖结合疫苗、重组手足口病毒疫苗、九价 HPV 疫苗等在研品种, 已形成丰富的后续产品梯队储备。
- **研发实力雄厚, 国资入股提供资金保障。** 1) 公司研发和管理层有四位国家“千人计划”专家领衔, 科研人员在疫苗和单抗产品研发领域经验丰富, 技术平台完备。2) 云南工投的介入, 为公司的研发资金投入提供了保障, 政府支持保证了稳定的研发后方。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.01 元、0.02 元、0.11 元, 对应 PE 2489/654/112 倍。我们预计公司 13 价肺炎疫苗为代表的重磅产品将会在接下来两年内陆续上市, 快速释放利润, 给予 2018 年 PEG 2.8 倍估值, 对应目标价 15.00 元, “买入”评级。
- **风险提示:** 疫苗行业动荡的风险, 研发及新产品上市进展不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	591.00	622.74	842.23	1533.78
增长率	-41.25%	5.37%	35.25%	82.11%
归属母公司净利润(百万元)	70.46	7.72	29.38	170.77
增长率	108.38%	-89.05%	280.70%	481.34%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.01	0.02	0.11
净资产收益率 ROE	0.85%	-0.93%	-0.31%	3.64%
PE	272	2489	654	112
PB	5.98	6.00	5.95	5.66

数据来源: Wind, 西南证券

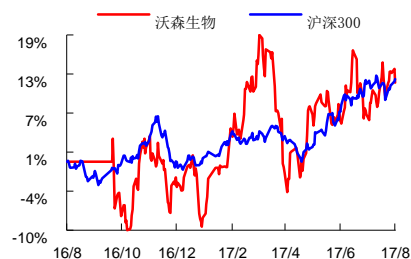
西南证券研究发展中心

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: 张祝源
邮箱: zzy@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)	15.37
流通 A 股(亿股)	11.50
52 周内股价区间(元)	10.01-13.29
总市值(亿元)	192.03
总资产(亿元)	59.46
每股净资产(元)	2.06

相关研究

关键假设:

- 1) 新产品 23 价肺炎疫苗: 该品种 2017 年上市, 我们预测 2017-2019 年销量快速提升, 分别为 10 万、100 万、200 万支, 单价预测为 200 元/支。新产品毛利率高, 我们预计可达 90%。
- 2) 临床后期待上市产品: ①13 价肺炎疫苗, 2019 年上市, 预计当年可以实现 40 万支销售, 单价预测为 500 元/支; ②2 价 HPV 疫苗, 2019 年上市, 预计当年可以实现 20 万支销售, 单价预测为 500 元/支; ③HER-2 与 TNF-alpha 单抗可以在 2018-2019 年上市, 2019 年开始释放销量, 预计 HER-2 单抗 2019 年可实现 1250 名病人用药, 病人年用药花费预计为 8 万元; TNF-alpha 单抗 2019 年可实现 1000 名病人用药, 病人年用药花费预计为 5 万元。新产品毛利率高, 我们预计可达 90%。
- 3) 传统自产疫苗业务: 未来面临较多竞争, 但是受益于疫苗流通政策的改革, 出厂单价上升。我们预计公司此业务将会维持稳定增长。

表 1: 分项收入和成本预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计: 营业收入	1006.0	591.0	622.7	842.2	1533.8
yoy	39.9%	-41.3%	5.4%	35.2%	82.1%
营业成本	574.9	280.7	310.2	351.3	436.9
毛利率	42.9%	52.5%	50.2%	58.3%	71.5%
传统自产疫苗销售收入					
收入	267.66	222.8	232.4	240.6	247.4
yoy	8.0%	-16.8%	4.3%	3.5%	2.8%
成本	68.48	43.1	61.4	64.8	65.5
毛利率	74.4%	80.7%	73.6%	73.1%	73.5%
新产品					
其中: 23 价肺炎疫苗					
收入			20	200	400
yoy				900.0%	100.0%
成本			2.0	20.0	40.0
毛利率			90.0%	90.0%	90.0%
其中: 13 价肺炎疫苗					
收入			0.0	0.0	200.0
yoy					
成本			0.0	0.0	20.0
毛利率					90.0%
其中: 2 价 HPV 疫苗					
收入			0.0	0.0	100.0
yoy					
成本			0.0	0.0	10.0

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率					90.0%
其中: HER-2 单抗					
收入			0.0	0.0	100.0
yoy					
成本			0.0	0.0	10.0
毛利率					90.0%
其中: TNF-alpha 单抗					
收入			0.0	0.0	50.0
yoy					
成本			0.0	0.0	5.0
毛利率					90.0%
代理疫苗产品					
收入	578.92	137.5	144.4	151.6	159.2
yoy	67.4%	-76.2%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	383.28	100.7	101.1	106.1	111.5
毛利率	33.8%	26.8%	30.0%	30.0%	30.0%
代理药品					
收入	115.2	122.4	134.6	148.1	162.9
yoy	34.0%	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	108.8	100.7	120.8	131.5	141.6
毛利率	5.55%	17.76%	10.3%	11.2%	13.1%
服务收入					
收入	23.6	36.1	43.4	52.0	62.4
yoy		53.4%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	7.4	16.2	17.3	20.8	25.0
毛利率	68.70%	55.26%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务收入					
收入	20.7	36.4	38.2	40.1	42.1
yoy	461.0%	75.2%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	7.0	5.4	7.6	8.0	8.4
毛利率	66.20%	85.04%	80.0%	80.0%	80.0%
技术转入收入					
收入	0.0	35.8	9.8	9.8	9.8
yoy			-72.7%	0.0%	0.0%
成本		3.1	1.0	1.0	1.0
毛利率		91.23%	90.0%	90.0%	90.0%

数据来源: Wind, 公司官网, 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	591.00	622.74	842.23	1533.78	净利润	30.02	-32.28	-10.62	130.77
营业成本	280.72	311.16	352.26	437.91	折旧与摊销	123.39	171.27	229.65	257.90
营业税金及附加	6.77	5.50	7.52	10.58	财务费用	120.46	39.19	67.98	100.99
销售费用	150.37	149.89	182.45	299.03	资产减值损失	17.57	30.00	30.00	30.00
管理费用	249.98	249.10	336.89	613.51	经营营运资本变动	218.05	547.92	-144.45	-747.09
财务费用	120.46	39.19	67.98	100.99	其他	-599.44	-53.85	-68.85	-56.60
资产减值损失	17.57	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-89.94	702.25	103.70	-284.04
投资收益	74.51	30.00	30.00	30.00	资本支出	68.15	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	42.42	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	110.56	-270.00	-270.00	-270.00
营业利润	-160.36	-132.10	-104.86	71.76	短期借款	-685.00	-180.00	0.00	0.00
其他非经营损益	195.04	91.75	91.58	91.71	长期借款	0.00	0.00	1000.00	0.00
利润总额	34.68	-40.35	-13.28	163.46	股权融资	852.20	0.00	0.00	0.00
所得税	4.66	-8.07	-2.66	32.69	支付股利	-70.46	-14.09	-1.54	-5.88
净利润	30.02	-32.28	-10.62	130.77	其他	304.84	-552.30	-67.98	-100.99
少数股东损益	-40.44	-40.00	-40.00	-40.00	筹资活动现金流净额	401.58	-746.39	930.48	-106.86
归属母公司股东净利润	70.46	7.72	29.38	170.77	现金流量净额	422.45	-314.15	764.18	-660.90
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	1423.29	1109.15	1873.33	1212.43	成长能力				
应收和预付款项	978.89	990.07	1300.65	2390.24	销售收入增长率	-41.25%	5.37%	35.25%	82.11%
存货	155.04	166.21	198.44	243.78	营业利润增长率	82.15%	17.62%	20.62%	168.43%
其他流动资产	474.88	12.14	16.42	29.91	净利润增长率	103.25%	-207.54%	67.09%	1330.82%
长期股权投资	228.31	228.31	228.31	228.31	EBITDA 增长率	112.56%	-6.16%	146.01%	123.40%
投资性房地产	30.67	30.67	30.67	30.67	获利能力				
固定资产和在建工程	1361.26	1285.18	1174.46	1059.24	毛利率	52.50%	50.03%	58.18%	71.45%
无形资产和开发支出	1369.25	1577.20	1761.39	1921.84	三费率	88.12%	70.36%	69.73%	66.08%
其他非流动资产	302.41	299.29	296.16	293.04	净利率	5.08%	-5.18%	-1.26%	8.53%
资产总计	6324.01	5698.21	6879.84	7409.46	ROE	0.85%	-0.93%	-0.31%	3.64%
短期借款	180.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.47%	-0.57%	-0.15%	1.76%
应付和预收款项	189.99	184.59	217.61	287.28	ROIC	-1.25%	-3.44%	-1.43%	5.37%
长期借款	100.00	100.00	1100.00	1100.00	EBITDA/销售收入	14.13%	12.58%	22.89%	28.08%
其他负债	2330.39	1936.37	2097.13	2432.19	营运能力				
负债合计	2800.38	2220.95	3414.74	3819.47	总资产周转率	0.09	0.10	0.13	0.21
股本	1537.44	1537.44	1537.44	1537.44	固定资产周转率	0.81	0.63	0.68	1.37
资本公积	1707.45	1707.45	1707.45	1707.45	应收账款周转率	1.53	2.45	2.53	2.91
留存收益	-37.64	-44.01	-16.18	148.71	存货周转率	1.72	1.85	1.87	1.95
归属母公司股东权益	3207.25	3200.88	3228.71	3393.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.90%	—	—	—
少数股东权益	316.38	276.38	236.38	196.38	资本结构				
股东权益合计	3523.64	3477.26	3465.09	3589.99	资产负债率	44.28%	38.98%	49.63%	51.55%
负债和股东权益合计	6324.01	5698.21	6879.84	7409.46	带息债务/总负债	10.00%	4.50%	32.21%	28.80%
					流动比率	1.53	1.62	2.12	1.94
					速动比率	1.45	1.51	2.00	1.82
					股利支付率	100.00%	182.63%	5.25%	3.44%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.01	0.02	0.11
					每股净资产	2.09	2.08	2.10	2.21
					每股经营现金	-0.06	0.46	0.07	-0.18
					每股股利	0.05	0.01	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	83.50	78.36	192.77	430.64					
PE	272.32	2488.60	653.70	112.45					
PB	5.98	6.00	5.95	5.66					
PS	32.47	30.84	22.80	12.52					
EV/EBITDA	217.88	227.55	93.72	43.49					
股息率	0.37%	0.07%	0.01%	0.03%					

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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