

日期: 2017 年 6 月 5 日

行业: 医药生物



分析师: 魏贊

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号: S0870115070022

基本数据 (2016Q1)

报告日股价 (元)	12.09
12mth A 股价格区间 (元)	9.95-13.46
总股本 (百万股)	1537
无限售 A 股/总股本	75%
流通市值 (亿元)	139
每股净资产 (元)	2.06
PBR (X)	5.86
DPS (Y2016, 元)	

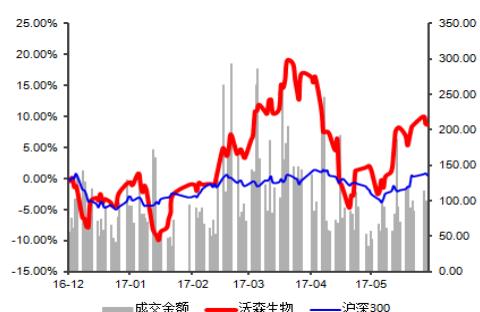
主要股东 (2017Q1)

云南省工业投资控股集团有限	8.07%
李云春	7.91%
刘俊辉	6.75%
陈尔佳	5.05%

收入结构 (Y2016)

自产疫苗销售收入	37.70%
代理疫苗产品	23.27%
代理药品	20.71%
服务收入	6.11%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: DZY17-CR01

首次报告日期: 2017 年 6 月 5 日

相关报告:

沃森生物 (300142)

证券研究报告/公司研究/调研报告

重磅疫苗及单抗药物临床进度领先 业绩反转可期

■ 投资摘要

负面影响基本消除, 政策回暖, 疫苗行业有望恢复快速增长

由于 2016 年山东疫苗事件的负面影响, 以及之后一系列行业政策的变化, 导致 2016 年疫苗行业经历了寒冬。目前, 相关行业负面影响已基本出尽, 政策回暖, 疫苗企业的生产和销售也逐步恢复, 行业有望触底反弹, 恢复快速增长。

多重举措力争实现经营性扭亏

今年公司将采取开源节流的多重举措力争实现经营性扭亏。现有的产品将进一步深度开拓市场; 公司新产品 23 价肺炎疫苗和百白破疫苗上市, 将成为新的收入来源; 上海泽润和嘉和生物等子公司将利用现有平台和团队采取提供技术服务等多种方式增加收入; 公司将严控各项费用支出, 采取多重举措保障业绩目标的实现。云南省国资平台的注入也代表了政府对公司的支持, 未来双方可开展全方位、多层次的合作。

四大重磅品种护航, 业绩反转可期

公司的一系列在研新产品中, 13 价肺炎结合疫苗、HPV 疫苗、曲妥珠单抗生物类似药、英夫利昔单抗生物类似药等 4 个产品已进入了 III 期临床研究阶段, 预计今年开始将陆续揭盲, 并有望在 2018-2020 年上市。这 4 个产品均是全球销售额排名前列的重磅品种, 每个品种都有望为沃森带来超过 10 亿的销售额, 将成为公司未来的业绩爆发点。

风险提示

研发风险; 政策风险; 市场竞争风险; 整合风险。

投资建议

我们预计公司 17、18 年将实现 EPS-0.02 和 0.02 元, 净利润增速分别为-145.63% 和 199.30%。公司是国内疫苗行业龙头企业, 随着行业复苏, 公司的生产和销售也将恢复常态。公司拥有销售额均有望超 10 亿的四大重磅在研产品, 研发进度国内领先, 可能成为公司未来的业绩爆发点, 公司业绩反转可期, 给予“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	591.00	605.98	702.67	858.29
年增长率	-41.25%	2.53%	15.96%	22.15%
归属于母公司的净利润	70.46	-32.15	31.92	131.21
年增长率	108.38%	-145.63%	199.30%	311.05%
每股收益(元)	0.05	-0.02	0.02	0.09
PER (X)	263.81	-578.19	582.29	141.66

注：有关指标按最新股本摊薄

目 录

一、公司是研发能力强劲的疫苗行业龙头	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 国资平台股权注入，未来将开展全方位、多层次合作	5
1.3 多重举措力争今年实现经营性扭亏	7
二、公司疫苗业务情况	8
2.1 疫苗市场情况	8
2.2 公司疫苗产品 2016 年总体批签发数量增长 15.58%	9
2.3 23 价肺炎疫苗将成为公司新的收入增长点	10
2.4 重磅新型疫苗 13 价肺炎结合疫苗及 HPV 疫苗研发进度国 内领先	11
三、公司单抗药物业务情况	11
3.1 单抗药物市场情况	11
3.2 公司曲妥珠单抗和英夫利昔单抗生物类似药均已进入三期 临床阶段	12
四、盈利预测	13
4.1 预测假设	13
4.2 盈利预测	13
五、投资评级	13
六、风险提示	13
6.1 研发风险	13
6.2 政策风险	13
6.3 市场竞争风险	14
6.4 整合风险	14
七、附表	15

一、公司是研发能力强劲的疫苗行业龙头

1.1 公司基本情况

公司成立于 2001 年，是国内生物制药领域集研发、生产、销售为一体并广泛覆盖传统疫苗、新型疫苗、单抗药物和血液制品等诸多领域的创新驱动型生物制药企业。多年来，公司独立承担了数十项国家及省市重大科技专项项目的研究和开发工作，新产品研发和产业化能力居于国内领先水平。自上市以来，公司不断通过内生和外延并举的发展方式，成功实现了从单一传统疫苗领域向全面大生物领域拓展的战略转型，逐步向新型疫苗、单抗及血液制品等生物医药的其他领域扩张布局，未来 3-5 年公司将聚焦单抗、新型疫苗等方向。

目前，公司有 6 个产品 7 个品规获得生产批件，并有数十个产品处于临床研究或临床前研究的不同阶段。公司目前主要生产和销售的自主疫苗产品为：b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（西林瓶型和预灌封型）、冻干 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗。上述疫苗产品主要用于预防由特定病原微生物感染所引起的相关疾病。今年 3 月，公司新产品 23 价肺炎疫苗获得了国家药监总局颁发的生产批件，目前，公司正在积极推进产品生产和批签发工作，实现产品早日上市销售。

表 1 公司主要业务

传统疫苗	Hib 结合疫苗、AC 结合疫苗、AC 多糖疫苗、ACYW135 多糖疫苗、百白破联合疫苗、23 价肺炎多糖疫苗等
新型疫苗	PCV-13、HPV-2 疫苗已进入 III 期临床试验，另有多个品种在研
单抗药物	曲妥珠单抗生物类似药、英夫利昔单抗生物类似药已进入 III 期临床试验，另有多个品种在研

数据来源：公司公告 上海证券研究所

另外，公司的一系列在研新产品中，13 价肺炎结合疫苗、HPV 疫苗、曲妥珠单抗生物类似药、英夫利昔单抗生物类似药等 4 个产品已进入了 III 期临床研究阶段，预计今年开始将陆续揭盲，这 4 个产品年销售额都有可能过 10 亿，并有望在 2018-2020 年上市。

公司以研发起家，研发水平是公司的核心竞争力，传统疫苗的研发中心在昆明，新型疫苗和单抗的研发中心在上海。子公司上海

泽润主要从事HPV疫苗、重组手足口病疫苗等新型疫苗产品的研发和产业化，嘉和生物主要从事注射用重组抗HER-2人源化单克隆抗体、注射用重组抗TNF-alpha人鼠嵌合单克隆抗体、抗PD-1人源化单克隆抗体、抗IL-6人源化单克隆抗体等新型单抗药物的研发和产业化。公司的生产基地主要在玉溪，上述四个处于III期临床研究阶段的产品的生产车间已经基本建成。

图1 公司进入注册申报阶段的产品的注册申报进度（截止2016年底）

	临床批件申请	获得临床批件	I期临床	II期临床	III期临床	生产批件申请	获得批件和GMP证书	产品上市
吸附无细胞百白破联合疫苗								
23价肺炎球菌多糖疫苗								
13价肺炎球菌多糖结合疫苗								
2价HPV疫苗								
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体								
注射用重组抗TNF- α 人鼠嵌合单克隆抗体								
DTaP+Hib四联苗								
四价流脑结合疫苗								
重组抗血管内皮生长因子人源化单克隆抗体注射液								
治疗性HPV16疫苗								
重组抗CD20人鼠嵌合单克隆抗体注射液								
抗PD-1人源化单抗								
重组抗IL-6人源化单克隆抗体								
4价流感病毒裂解疫苗								
9价HPV疫苗								
注射用GB235								
注射用GB251								

数据来源：公司2016年度报告 上海证券研究所

1.2 国资平台股权注入，未来将开展全方位、多层次合作

公司股权较为分散，无控股股东和实际控制人。

表 2 公司十大股东（截止 2017 年一季报）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	云南省工业投资控股集团有限责任公司	123,994,981	8.07
2	李云春	121,577,413	7.91
3	刘俊辉	103,744,183	6.75
4	陈尔佳	77,590,048	5.05
5	创金合信基金-招商银行-创金合信-方略沃森-未来 1 号特定多客户资产管理计划	70,200,000	4.57
6	新余方略知润投资管理中心(有限合伙)	68,577,982	4.46
7	湖州通瑞投资合伙企业(有限合伙)	63,955,500	4.16
8	红塔创新投资股份有限公司	55,970,700	3.64
9	前海开源基金-海通证券-前海开源定增三十号资产管理计划	25,943,600	1.69
10	玉溪高新集团房地产开发有限公司	24,038,398	1.56
合 计		735,592,805	47.86

数据来源：Wind 上海证券研究所

2016 年 9 月 20 日，公司与云南国资委下属的云南省工业投资控股集团有限责任公司（以下简称“工投集团”）签订合作协议，云南省工投集团以 10.04 元/股（停牌前股价的 90%）受让玉溪地产、李云春、刘俊辉、黄镇分别持有的公司 3.06%、2.89%、2.46%、0.35% 股权，合计受让 8.76% 股权，成为公司的第一大股东。

工投集团作为云南省重要的国有资本投资管理平台之一，具有雄厚的资本实力、丰富的产业投资经验与卓越的产业整合能力，业务涵盖生物医药、电子信息、园区产业、现代服务业等战略新兴产业。工投集团依托资源与政策优势，着力培育优质医药产业资源，目前拥有云南医药工业股份有限公司等云南医药工业龙头企业。

工投集团成为公司股东后，将依靠其自身较强的资本实力、资源整合与产业投资管理能力，与公司开展全面、深入的合作并为公司的快速健康发展提供必要支持，包括但不限于：①协助制定企业战略发展规划，拓展、强化在生物医药和大健康领域的产业布局；②积极探索和公司共建海内外专项并购基金，协助寻找、判断境内外并购业务标的，服务于公司长期发展目标；③协助推荐国内外优秀人才；④协助国内外技术引进、消化和吸收；⑤协助公司积极争取政府补贴、税收优惠，以及其他可能的政策支持；⑥根据公司经

营发展需要，依法为其提供全方位、多层次的资金支持，包括但不限于委托借款、融资担保、参与定向增发或向子公司增资等形式，为公司后续产品研发提供充足的资金保障与信用支撑；⑦对于李云春已为公司发展提供的其他担保措施，根据需要依法提供补充担保等增信措施。

1.3 多重举措力争今年实现经营性扭亏

公司的主要业务是自产及代理疫苗产品的销售，自产疫苗产品的销售收入占 2014-2016 年营业收入之比分别为 34.46%、26.61% 和 37.70%，代理疫苗产品的销售收入占 2014-2016 年营业收入之比分别为 48.08%、57.55% 和 23.27%，两者是公司最主要的收入来源。

2014-2016 年级 2017 年 Q1，公司营业总收入分别为 7.19 亿元、10.06 亿元、5.91 亿元和 8617 万元，营业总收入增长率分别为 23.31%、39.92%、-41.25 和 -59.16%；公司净利润分别为 9670 万元、-92465 万元、3002 和 -3532 万元，净利润增长率分别为 1880.93%、-1056.16%、103.25 和 30.64%。

图 2 公司近年营业总收入及增长率

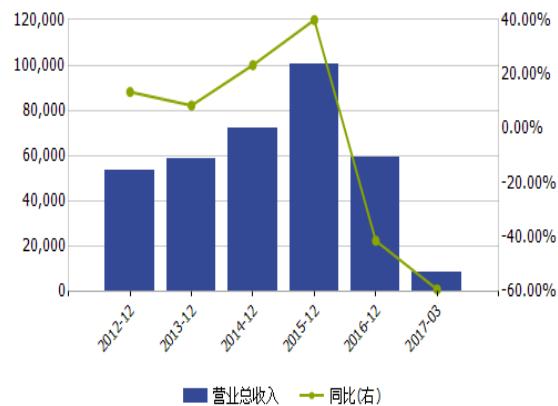


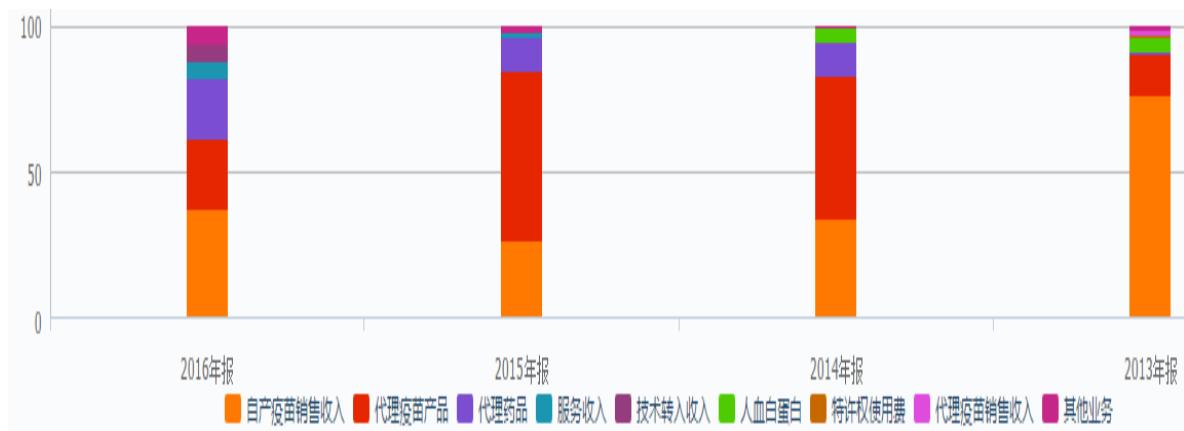
图 3 公司近年归母净利润及增长率



数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

图 4 公司业务结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

今年公司将采取开源节流的多重举措力争实现经营性扭亏。在产品上，现有的产品还会进一步深度开拓市场，除此之外，今年公司将有新产品23价肺炎疫苗和百白破疫苗上市，成为公司新的收入来源。上海泽润和嘉和生物等子公司将利用现有平台和团队采取多种方式增加收入，如提供技术服务等。同时，公司将采取多种措施减少财务费用，通过进一步强化计划预算管理控制管理费用，采取多重举措保障业绩目标的实现。

二、公司疫苗业务情况

2.1 疫苗市场情况

疫苗是预防控制传染病最经济、最有效的手段。全球疫苗消费量增长率约在10%左右，按年销售金额计，全球超过10亿美元的重磅疫苗产品有4个，分别是13价肺炎结合疫苗、HPV疫苗、流感疫苗和水痘带状疱疹疫苗。

我国疫苗年产能超过10亿剂，是全球最大的疫苗生产国之一。2016年，CFDA批准了6个国产疫苗和2个进口疫苗上市，中检院签发了39家企业的38种产品共5.536亿剂疫苗产品供应市场。预计在2015-2020年期间，我国疫苗市场的年化复合增长率将保持在9%左右，到2020年疫苗市场规模将达到310亿人民币，其主要推动力将是13价肺炎结合疫苗与重组HPV疫苗等重磅新型疫苗产品。

2016年由于受到山东毒疫苗事件的影响，全国疫苗产品批签发总量约为5.53亿剂，较2015年下降了3.99%；全国二类疫苗批签发总量为1.818亿剂，较2015年减少5.31%。公司主要产品的全国

批签发数量也有不同程度下降，2016年，全国Hib的批签发数量约为1,576.74万剂，较2015年下降4.33%；AC结合疫苗的批签发数量约为275.47万剂，较2015年下降42.52%；AC多糖疫苗的批签发数量为2,028.44万剂，较2015年下降25.28%；ACYW135多糖疫苗的批签发数量为446.26万剂，较2015年下降31.01%。

2016年4月《国务院关于修改<疫苗流通和预防接种管理条例>的决定（草案）》发布施行。《决定》明确“疫苗的采购全部纳入省级公共资源交易平台，二类疫苗由省级疾病预防控制机构组织在平台上集中采购，由县级疾病预防控制机构向生产企业采购后供应给本行政区域的接种单位”。该政策改革了二类疫苗的流通方式，取消了疫苗批发企业经营疫苗的环节，并延伸出疫苗配送企业和推广企业。在2017年初，国务院办公厅印发了《关于进一步加强疫苗流通和预防接种管理工作的意见》，从整体机制、自主研发、质量监督、规范管理等各个方面对整个疫苗行业进行了规范和指引。这一系列文件，旨在降低负面事件对于行业的影响，对于国产疫苗企业的生产研发进一步提供了支持。疫苗行业整体将逐步复苏，向着更加健康的方向发展。

2.2 公司疫苗产品2016年总体批签发数量增长15.58%

2016年公司已上市销售的自主产品中AC结合疫苗、AC多糖疫苗的批签发数量取得了一定的增长，所有产品总体批签发数量同比增长了15.58%。

表 3 2016年公司产品批签发情况

产品	2016年批签发量（剂/瓶）	2015年批签发量（剂/瓶）	批签发增长率
Hib 疫苗	西林瓶	1401568	-44.82%
	预灌封	2063904	51.55%
AC 结合疫苗	1154811	279457	313.23%
AC 多糖疫苗	5869250	4468270	31.35%
ACYW135 多糖疫苗	342023	721530	-52.60%
合计	10831556	9371198	15.58%

数据来源：中检所 公司公告 上海证券研究所

表 4 2016年Hib疫苗批签发情况

生产厂家	2016年		2015年		批签发量增长率
	批签发量（剂）	占比	批签发量（剂）	占比	
北京民海	4,443,325	28.18%	2,703,564	16.40%	64.35%
兰州所	3,982,030	25.25%	5,284,290	32.06%	-24.64%
玉溪沃森	3,465,472	21.98%	3,901,941	23.68%	-11.19%
巴斯德	1,923,231	12.20%	1,462,636	8.87%	31.49%

北京智飞绿竹	1,535,096	9.74%	894,816	5.43%	71.55%
诺华	418,270	2.65%	2,233,237	13.55%	-81.27%
总计	15,767,424	100%	16,480,484	100%	-4.33%

数据来源：中检所 公司公告 上海证券研究所

表 5 2016 年 AC 结合疫苗批签发情况

生产厂家	2016 年		2015 年		批签发量增长率
	批签发量 (剂)	占比	批签发量 (剂)	占比	
罗益	1,599,850	58.08%	2,918,982	60.91%	-45.19%
玉溪沃森	1,154,811	41.92%	279,457	5.83%	313.23%
北京智飞绿竹	0	-	1,593,781	33.26%	-100.00%
总计	2,754,661	100%	4,792,220	100%	-42.52%

数据来源：中检所 公司公告 上海证券研究所

表 6 2016 年 AC 多糖疫苗批签发情况

生产厂家	2016 年		2015 年		批签发量增长率
	批签发量 (剂)	占比	批签发量 (剂)	占比	
兰州生物	12,914,135	63.67%	19,398,850	71.46%	-33.43%
玉溪沃森	5,869,250	28.93%	4,468,270	16.46%	31.35%
浙江天元	1,500,965	7.40%	3,280,285	12.08%	-54.24%
总计	20,284,350	100%	27,147,405	100%	-25.28%

数据来源：中检所 公司公告 上海证券研究所

表 7 2016 年 ACYW135 多糖疫苗批签发情况

生产厂家	2016 年		2015 年		批签发量增长率
	批签发量 (剂)	占比	批签发量 (剂)	占比	
华兰生物	1,794,810	40.22%	610,481	9.44%	194.00%
北京智飞绿竹	1,178,748	26.41%	1,770,339	27.37%	-33.42%
浙江天元	595,068	13.33%	1,585,979	24.52%	-62.48%
成都康华	477,333	10.70%	629,385	9.73%	-24.16%
玉溪沃森	342,023	7.66%	721,530	11.15%	-52.60%
长春长生	74,666	1.67%	1,150,635	17.79%	-93.51%
总计	4,462,648	100%	6,468,349	100%	-31.01%

数据来源：中检所 公司公告 上海证券研究所

2.3 23 价肺炎疫苗将成为公司新的收入增长点

2017 年，随着整个国内疫苗行业的复苏，我们认为公司主要产品的批签发数量会有不同程度的增长，另外，今年 3 月，公司新产品 23 价肺炎疫苗获得了国家药监总局颁发的生产批件，即将投产上市。多年来，国内 23 价肺炎疫苗一直由成都生物制品研究所和 2

家国外企业供应，2016年仅有2家企业有该产品批签发。随着国内老龄人口的增多和一些地方政府免费为老年人接种肺炎疫苗福利政策的扩大，23价肺炎疫苗的国内市场也将逐步扩大，23价肺炎疫苗将成为公司的新一收入增长点。

2.4 重磅新型疫苗 13价肺炎结合疫苗及 HPV 疫苗研发进度国内领先

公司在研的重磅新型疫苗产品包括13价肺炎结合疫苗及HPV疫苗等，13价肺炎结合疫苗及2价HPV疫苗已进入III期临床试验阶段，进展顺利，今年有望陆续揭盲。

13价肺炎球菌结合疫苗主要用于小儿预防肺炎，是全球销售额最高的疫苗单品。2016年CFDA批准了辉瑞公司的13价肺炎结合疫苗的进口，现已开始供应国内市场，辉瑞公司的13价肺炎结合疫苗2016年的全球销售额达到57.18亿美元。目前国内有3家企业正在开展13价肺炎结合疫苗的临床研究，沃森研发的13价肺炎结合疫苗III期临床试验进展顺利，已完成临床试验血清采集，目前血清样本正在中国食品药品检定研究院进行检测。

HPV疫苗能够有效的预防宫颈癌的发生，目前全球有默沙东和GSK两家生产企业，2015年全球HPV疫苗合计销售额超过20亿美元，是全球销售额第二大的疫苗产品。2016年CFDA批准了GSK公司2价HPV疫苗的进口，填补了国内市场的空白。目前国内有多家企业在开展该疫苗的临床研究，其中沃森的2价HPV疫苗III期临床持续开展妇科随访收集病例的各项工作，目前进展顺利，临床进度在国内企业中领先，有望成为首家产品上市的公司。另外，公司的9价HPV疫苗申报临床研究获得受理，目前正在国家药监总局进行审评。

三、公司单抗药物业务情况

3.1 单抗药物市场情况

在全球生物制药市场，单克隆抗体药物是最重要的一个品类。该类药物具有靶向性强、特异性高和毒副作用低等特点，其代表了药品治疗领域的最新发展方向，尤其在抗肿瘤和自身免疫系统缺陷的治疗领域有着广阔的市场前景。2016年全球销量排名前10位的药物中，有6个是单抗药物。全球在售单抗药物在生物药中的销售占比超过30%，现有55个上市抗体药物产品，2016年全球销售总

额近 1,000 亿美元，是全球医药市场增长最快的领域。

在国家产业政策支持的背景下，近几年我国单抗药物行业呈现高速增长态势，并在研发方面紧跟国际市场。根据米内网“国内重点城市公立医院用药数据”显示，我国单抗药物 TOP5 品种依次是利妥昔单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、雷珠单抗和重组人Ⅱ型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白。2016 年中国的单抗药物市场已经达到约 94 亿元人民币，在新单抗药物不断上市、单抗药物逐步进入国家或省级医保目录以及大病医保全覆盖等政策的推动下，2020 年我国单抗药物市场有望达到 280 亿元。

3.2 公司曲妥珠单抗和英夫利昔单抗生物类似药均已进入三期临床阶段

沃森子公司嘉和生物注射用重组抗 HER-2 人源化单克隆抗体（曲妥珠单抗生物类似药）和注射用重组抗 TNF-alpha 人鼠嵌合单克隆抗体（英夫利昔单抗生物类似药）临床试验目前均已进入三期临床试验阶段，预计 2019 年前后可上市。

曲妥珠单抗原研药赫赛汀的生产商为罗氏旗下的基因泰克，适应症为过表达 HER-2 的乳腺癌和过表达 HER-2 的转移性胃癌和转移性食管胃交界癌，2015 年赫赛汀销售额为 68 亿美元，而我国赫赛汀的使用率还非常低，增速远大于全球水平，未来发展空间巨大。英夫利昔单抗原研药类克是强生旗下 Centocor 开发的抗 TNF- α 嵌合单抗，其适应证有克罗恩氏病、溃疡性结肠炎、和甲胺喋呤联用治疗类风湿性关节炎、强直性脊椎炎、银屑病关节炎、斑块型银屑病（Ps）等自身免疫性疾病，其峰值销售额达到过 92 亿美元。沃森进入三期临床的这两个单抗药物均是销售有可能超过 10 亿的重磅品种。

另外，子公司嘉和生物重组抗肿瘤坏死因子- α 全人源单克隆抗体注射液（阿达木单抗生物类似药）在韩国开展的 I 期临床试验基本完成。嘉和生物创新研发的治疗用生物制品 1 类新药重组抗 PD-1 单抗（杰诺单抗注射液）和重组抗 IL-6 单抗（杰瑞单抗注射液）获得《药物临床试验批件》。嘉和生物研发的重组抗血管内皮生长因子人源化单克隆抗体注射液（安维汀生物类似药）以及合作研发的重组抗 CD20 人鼠嵌合单克隆抗体注射液（利妥昔单抗生物类似药）也获得了《药物临床试验批件》。未来，公司在单抗药物方面的研究储备丰富。

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、公司新产品研发顺利；
- 2、公司各项费用率保持稳定；
- 3、公司毛利率保持稳定。

4.2 盈利预测

我们预计公司 17、18 年将实现 EPS-0.02 和 0.02 元，净利润增速分别为-145.63% 和 199.30%。（按最新股本摊薄）。

五、投资评级

预计公司 17、18 年实现 EPS 为-0.02、0.02 元，以 6 月 2 日收盘价 12.09 元计算，动态 PE 分别为-578.19 倍和 582.29 倍，公司的估值大于生物制药行业的平均值。

公司是国内疫苗行业龙头企业，随着行业复苏，公司的生产和销售也将恢复常态。公司拥有销售额均有望超 10 亿的四大重磅在研产品，研发进度国内领先，可能成为公司未来的业绩爆发点，公司业绩反转可期，给予“谨慎增持”评级。

六、风险提示

6.1 研发风险

药品研发均具有一定的研发风险，随着国家药品注册审批标准和要求的提高，药品研发的风险也会进一步加大，创新度越高的产品，其研发风险也越大。

6.2 政策风险

近年来，国家对制药行业的监管力度不断加强。从药品的研发到临床注册、从生产到流通直至产品上市后的监管要求均在大幅提升，整个行业也在不断进步，企业需要快速达到并适应新的要求，客观上使得政策风险增加。

6.3 市场竞争风险

公司目前上市的产品均非独家品种，每一个品种都有多个竞争厂家，后续还陆续有新厂家加入，传统疫苗市场的竞争日益激烈，这些都将对公司产品的市场占有率和销售价格造成不利影响。

6.4 整合风险

从 2012 年起，公司根据发展战略，加快了外延式发展步伐，在投资并购后，公司的管理范围扩大，管理难度较并购前有较大提高，存在一定的整合风险。

七、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	1,006.03	591.00	605.98	702.67	858.29
二、营业总成本	1,911.92	825.87	676.17	682.77	708.66
营业成本	574.90	280.72	273.19	292.79	318.13
营业税金及附加	4.14	6.77	6.06	7.03	8.58
销售费用	208.17	150.37	127.26	140.53	145.91
管理费用	376.27	249.98	199.97	175.67	171.66
财务费用	147.31	120.46	60.60	56.21	51.50
资产减值损失	601.12	17.57	9.09	10.54	12.87
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.73	74.51	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	-898.16	-160.36	-70.18	19.90	149.64
加: 营业外收入	23.28	203.03	30.00	20.00	20.00
减: 营业外支出	9.79	7.99	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	-884.68	34.68	-40.18	39.90	169.64
减: 所得税	39.97	4.66	0.00	0.00	25.45
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	-924.65	30.02	-40.18	39.90	144.19
减: 少数股东损益	-83.76	-40.44	-8.04	7.98	12.98
归属于母公司所有者的净利润	-840.90	70.46	-32.15	31.92	131.21
七、摊薄每股收益(元)	-0.55	0.05	-0.02	0.02	0.09

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司历年财务指标

指标名称	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31
销售毛利率(%)	88.11	72.28	43.40	42.85	52.50
EBIT/主营业务收入(%)	43.94	9.65	40.32	-73.37	26.25
销售净利率(%)	41.92	0.84	13.45	-91.91	5.08
净资产收益率(全面摊薄)(%)	8.22	1.68	5.10	-32.55	2.57
流动比率	2.34	1.43	1.57	1.08	1.53
速动比率	2.15	1.24	1.46	1.02	1.45
资产负债率(%)	28.78	52.11	46.18	51.68	44.28
存货周转率	0.49	0.57	1.55	3.83	1.87
应收账款周转率	1.43	1.13	1.42	2.08	1.53
总资产周转率	0.14	0.11	0.12	0.16	0.09
净利润同比增长率(%)	12.17	-79.43	199.47	-686.30	108.38
每股收益(全面摊薄)	1.28	0.27	0.61	-0.60	0.05
每股经营性现金流量	0.43	-0.68	-0.28	-0.05	-0.06
每股未分配利润	3.12	3.13	3.02	-0.10	-0.05
每股资本公积金	11.91	10.88	8.14	0.70	1.11

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贊 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。