

艾德生物 (300685)

证券研究报告

2019年10月22日

业绩增长提速，看好公司长期发展逻辑

事件：公司发布三季度报告，前三季度实现营收 4.12 亿元，同比增长 32.84%，归母净利润（剔除激励费用影响）1.31 亿元，同比增长 37.09%，较中报增速数据有所提升。其中 Q3 收入为 1.47 亿元，同比增长 35.70%，归母净利润（剔除激励费用影响）4,390 万元，同比增长 66.92%。

传统产品肺癌保持稳健增长，肺癌 9 基因（PCR）今年以来持续进行进院、报价、推广等市场工作，预计收入占比逐步提升，带来产品结构调整，我们认为未来占比还将持续提升，成为公司肺癌的重要产品；新产品 BRCA 检测试剂盒（NGS）同样处于市场推广早期阶段，作为奥拉帕利 Lynparza 的伴随诊断试剂盒，目前仅有艾德一家获批，独占市场优势明显，公司将其作为妇科肿瘤重要切入点，带动相关产品（HER-2 检测等）进院，为业绩带来增量贡献；同时检测服务端，药厂合作事件影响逐步减弱，预计增速逐步降低。

根据公司三季报，毛利率为 90.32%，较中报的 90.58%略有下降，我们认为主要是 BRCA 试剂盒（NGS）在逐步放量，NGS 检测毛利率较 PCR 低，对毛利率有所影响。

从销售费用率的角度，前三季度销售费用率为 35.67%，较中报的 37.87%有进一步下降，我们认为主要是单位销售费用投入带来的收入产出提升，产品逐步丰富，同时叠加新产品放量，未来预计还有下降空间。

综上所述，我们认为三季报业绩情况有望延续，艾德发展逻辑逐步得到强化。收入端传统产品（肺癌、结直肠癌）由于多基因联检（PCR）占比提升带来一定增长动力，新产品 BRCA 带动科肿瘤相关产品开始贡献业绩增量，收入端仍将具有持续驱动力。

目标价 78.97 元，维持“买入”评级

自 2017 年 10 月以来，我国创新药领域迎来发展新时代，同时衍生的创新药相关产业链也成为了市场关注的重点，艾德生物所处于伴随诊断是创新靶向药的重要环节，赛道景气度高，叠加精准医疗概念渗透到政策、业界、资本、科研等领域，目前正处于发展的黄金阶段。

艾德生物是国内伴随诊断行业龙头企业，核心竞争力强，技术领先竞争对手，PCR 领域基本实现进口替代，200 多人的直销团队，牢牢卡位核心肿瘤医院，研发+渠道双协同，充分享受行业红利。

公司所处赛道景气度高，核心竞争能力强，长期看好公司发展。剔除激励计划摊销费用的影响，我们预计 19-21 年净利润为 1.63/2.20/2.96 亿元，维持目标价 78.97 元，维持“买入”评级。

风险提示：收费目录降价风险、BRCA 推广不及预期、Ioxo 临床推进不及预期等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	330.37	439.03	570.74	758.50	987.65
增长率(%)	30.59	32.89	30.00	32.90	30.21
EBITDA(百万元)	162.99	221.27	188.34	258.71	353.82
净利润(百万元)	94.07	126.74	162.73	219.78	296.34
增长率(%)	40.33	34.73	28.40	35.06	34.83
EPS(元/股)	0.64	0.86	1.11	1.49	2.01
市盈率(P/E)	108.98	80.89	62.99	46.64	34.59
市净率(P/B)	15.79	13.55	11.39	9.49	7.74
市销率(P/S)	31.03	23.35	17.96	13.52	10.38
EV/EBITDA	43.44	25.73	52.95	38.44	27.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	69.64 元
目标价格	78.97 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	147.21
流通 A 股股本(百万股)	91.10
A 股总市值(百万元)	10,251.43
流通 A 股市值(百万元)	6,344.32
每股净资产(元)	5.86
资产负债率(%)	14.32
一年内最高/最低(元)	78.32/36.71

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《艾德生物-公司点评:三季报预告业绩高增长，新产品进入放量周期》2019-10-13
- 《艾德生物-公司深度研究:伴随诊断的领导者，引领药物使用走向精准医学》2019-10-01
- 《艾德生物-半年报点评:半年度业绩稳健增长，国内外合作开拓市场》2019-07-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	167.85	198.24	270.34	415.54	620.06	营业收入	330.37	439.03	570.74	758.50	987.65
应收票据及应收账款	142.69	189.05	247.89	289.67	410.30	营业成本	25.24	39.36	52.51	69.78	88.89
预付账款	0.68	1.08	5.10	1.28	6.25	营业税金及附加	2.34	2.73	3.51	4.92	6.21
存货	9.70	14.07	21.81	25.08	35.46	营业费用	129.77	171.90	222.59	292.02	365.43
其他	188.45	162.51	117.82	156.40	146.49	管理费用	25.89	25.76	22.83	30.34	40.49
流动资产合计	509.36	564.95	662.97	887.97	1,218.55	研发费用	50.83	78.34	91.32	116.05	148.15
长期股权投资	32.51	83.27	83.27	83.27	83.27	财务费用	3.68	(5.18)	(2.81)	0.36	7.59
固定资产	129.87	144.24	160.55	196.94	232.37	资产减值损失	1.73	3.45	3.45	2.88	3.26
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.09	(0.06)	0.01	0.01
无形资产	14.99	15.10	14.56	14.01	13.47	投资净收益	1.19	5.63	5.63	5.63	5.63
其他	8.11	11.18	7.01	7.07	6.90	其他	(16.64)	(26.97)	(11.14)	(11.28)	(11.29)
非流动资产合计	185.48	253.80	301.40	370.89	407.78	营业利润	106.35	143.92	182.91	247.79	333.27
资产总计	694.85	818.75	964.37	1,258.86	1,626.33	营业外收入	0.86	0.11	0.11	0.11	0.11
短期借款	2.00	11.70	0.00	118.29	219.78	营业外支出	0.28	1.66	1.66	1.66	1.66
应付票据及应付账款	9.60	13.02	21.57	23.01	32.46	利润总额	106.93	142.38	181.36	246.24	331.72
其他	27.50	31.90	36.90	33.41	47.12	所得税	12.87	15.64	19.92	27.05	36.43
流动负债合计	39.10	56.62	58.47	174.71	299.36	净利润	94.07	126.74	161.44	219.20	295.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	(1.29)	(0.58)	(1.05)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	94.07	126.74	162.73	219.78	296.34
其他	6.55	5.39	6.85	6.26	6.17	每股收益(元)	0.64	0.86	1.11	1.49	2.01
非流动负债合计	6.55	5.39	6.85	6.26	6.17						
负债合计	45.65	62.01	65.32	180.97	305.52						
少数股东权益	0.00	0.00	(1.23)	(1.80)	(2.82)	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	80.00	144.00	147.21	147.21	147.21	成长能力					
资本公积	396.88	332.88	332.88	332.88	332.88	营业收入	30.59%	32.89%	30.00%	32.90%	30.21%
留存收益	569.20	612.74	753.06	932.48	1,176.42	营业利润	77.41%	35.33%	27.09%	35.47%	34.50%
其他	(396.88)	(332.88)	(332.88)	(332.88)	(332.88)	归属于母公司净利润	40.33%	34.73%	28.40%	35.06%	34.83%
股东权益合计	649.20	756.74	899.04	1,077.89	1,320.81	获利能力					
负债和股东权益总	694.85	818.75	964.37	1,258.86	1,626.33	毛利率	92.36%	91.04%	90.80%	90.80%	91.00%
						净利率	28.47%	28.87%	28.51%	28.98%	30.00%
						ROE	14.49%	16.75%	18.08%	20.36%	22.39%
						ROIC	41.71%	25.99%	28.68%	35.53%	39.23%
						偿债能力					
						资产负债率	6.57%	7.57%	6.77%	14.38%	18.79%
						净负债率	-25.55%	-24.65%	-30.07%	-27.58%	-30.31%
						流动比率	13.03	9.98	11.34	5.08	4.07
						速动比率	12.78	9.73	10.97	4.94	3.95
						营运能力					
						应收账款周转率	2.59	2.65	2.61	2.82	2.82
						存货周转率	35.92	36.94	31.81	32.35	32.63
						总资产周转率	0.63	0.58	0.64	0.68	0.68
						每股指标(元)					
						每股收益	0.64	0.86	1.11	1.49	2.01
						每股经营现金流	0.62	0.63	1.05	0.96	1.41
						每股净资产	4.41	5.14	6.12	7.33	8.99
						估值比率					
						市盈率	108.98	80.89	62.99	46.64	34.59
						市净率	15.79	13.55	11.39	9.49	7.74
						EV/EBITDA	43.44	25.73	52.95	38.44	27.81
						EV/EBIT	48.29	28.25	55.37	40.08	28.87

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	94.07	126.74	162.73	219.78	296.34
折旧摊销	17.36	20.73	8.24	10.56	12.95
财务费用	4.93	(2.71)	(2.81)	0.36	7.59
投资损失	(1.19)	(5.63)	(5.63)	(5.63)	(5.63)
营运资金变动	(216.97)	(20.90)	(6.80)	(82.48)	(102.82)
其它	193.69	(24.77)	(1.35)	(0.57)	(1.04)
经营活动现金流	91.89	93.45	154.38	142.01	207.40
资本支出	51.93	86.12	58.54	80.59	50.09
长期投资	32.51	50.76	0.00	0.00	0.00
其他	(325.08)	(193.15)	(112.78)	(154.98)	(94.49)
投资活动现金流	(240.63)	(56.27)	(54.25)	(74.39)	(44.40)
债权融资	2.00	11.70	0.00	118.29	219.78
股权融资	243.55	5.18	6.02	(0.36)	(7.59)
其他	(6.73)	(26.98)	(34.05)	(40.35)	(170.66)
筹资活动现金流	238.82	(10.11)	(28.03)	77.58	41.53
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	90.08	27.07	72.10	145.20	204.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com