

## 智飞生物(300122)/生物制品

## 代理 4 价 HPV 疫苗顺利获批，分享国内百亿市场

**评级：增持(维持)**

市场价格：18.31

目标价格：19.5—21.45

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

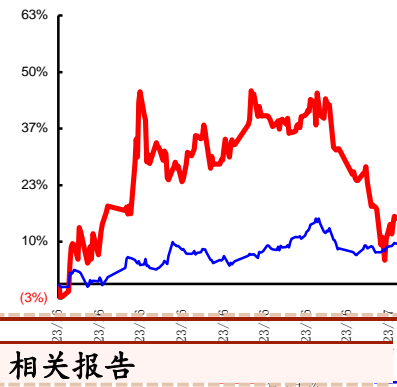
联系人：赵磊

电话：

Email: zhaolei@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,600
流通股本(百万股)	862
市价(元)	18.31
市值(百万元)	29,296
流通市值(百万元)	15,774

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 智飞生物(300122.SZ)-2017 年一季报&非公开发行方案点评：与去年同期持平，山东疫苗事件影响已经过去-增持-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20170424
- 2 公司点评：受益于进口独家代理商政策，续签两疫苗品种
- 3 2016 年年报点评：三季度销售开始恢复，低点后迎来新增长

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	712.74	445.95	1,441.67	2,766.66	4,452.04
增长率 yoy%	-11.01%	-37.43%	223.28%	91.91%	60.92%
净利润	197.40	32.52	562.08	935.61	1,287.53
增长率 yoy%	33.38%	-83.53%	1628.39	66.46%	37.61%
每股收益(元)	0.25	0.02	0.35	0.58	0.80
每股现金流量	0.28	0.06	-0.14	-0.40	1.32
净资产收益率	7.99%	1.29%	18.32%	23.37%	24.34%
P/E	147.44	810.32	52.12	31.31	22.75
PEG	4.42	—	0.03	0.47	0.60
P/B	11.79	10.45	9.55	7.32	5.54

备注：数据截止 2017.05.23，考虑 2018 年 4 价 HPV 疫苗正式销售

**投资要点**

■ **事件：2017 年 5 月 23 日，公司公告协议代理的默沙东 4 价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）获得了国家食品药品监督管理总局的批准，适用人群为 20 至 45 岁的女性，批件号为 2017S00251；2017S00252。**

■ **点评：4 价 HPV 疫苗国内顺利获批，分享国内百亿市场。** HPV 疫苗是人类研发的首个预防癌症疫苗，默沙东 Gardasil 系列（4 价&9 价）2016 年销售额达到 21.73 亿美元，稳居全球疫苗产品销售榜榜眼，2010-2016 年 CAGR 达到 14%。2016 年 7 月 18 日获批的 GSK 2 价 HPV 疫苗希瑞适®是国内首个获批 HPV 疫苗，目前中检院暂无查询到批签发批次，我们预计仍未正式销售。此次默沙东获批 4 价 HPV 疫苗，获批人群为 20-45 岁女性。按照对应群体 2.69 亿人、渗透率 5%、2400 元/3 针售价预测，市场空间可达 323 亿元。2012 年公司与默沙东签订的 4 价 HPV 疫苗的《供应、经销与共同推广协议》包括 3 个完整年度的基础采购计划，分别为 11.4、14.83 和 18.53 亿元。我们认为默沙东 4 价 HPV 疫苗顺利获批，代理商智飞生物受益分享国内百亿市场。按照公告“从获得注册批件到上市销售需要 6 个月左右时间”，我们预计 2018 年起显著增厚公司业绩。

■ **维持智飞生物推荐逻辑：**

➢ **代理的默沙东 4 价 HPV 疫苗 2017 年 5 月 22 日国内获批，代理商智飞生物最为受益，分享国内百亿市场。**

➢ **重磅品种 AC-Hib 疫苗优势明显，2017 年进入放量增长期。** AC-Hib 三联疫苗是智飞生物研发的全球独家产品，可有效降低流脑和 Hib 疫苗接种次数，降低不良反应概率。我们预计公司 AC-Hib 三联苗 2017-2019 年分别贡献 3.3、4.9、5.9 亿净利润。

➢ **预防微卡和代理五价轮状病毒疫苗均有望在 2 年内上市。**

■ **盈利预测与投资建议：考虑代理品种 HPV 疫苗获批上市，我们上调 2017-2019 年公司营业收入为 14.42、27.67、44.52 亿元，同比增长 223.28%、91.91%、60.92%，归母净利润为 5.62、9.36、12.88 亿元，同比增长 1628.39%、66.46%、37.61%，对应 EPS 为 0.35、0.58、0.80 元。目前公司股价对应 2017 年 52 倍 PE，考虑到公司核心产品 AC-Hib 疫苗销售放量且 2018 年 4 价 HPV 疫苗有望国内正式销售，我们给予公司 2017 年 50-55 倍 PE，目标价 19.5-21.45 元，维持“增持”评级。**

■ **风险提示：AC-Hib 疫苗等核心产品销售不及预期风险；新产品获批不及预期的风险；同业产品质量风险。**

**图表 1: 智飞生物财务模型预测 (考虑 2018 年 4 价 HPV 疫苗正式销售)**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>801</b>	<b>713</b>	<b>446</b>	<b>1,442</b>	<b>2,767</b>	<b>4,452</b>	货币资金	1,021	809	658	236	-629	1,266
增长率	2.66%	-11.0%	-37.4%	223.3%	91.9%	60.9%	应收账款	433	434	360	1,138	2,286	3,731
营业成本	-311	-142	-35	-165	-730	-1,472	存货	153	108	104	318	1,555	403
% 销售收入	38.8%	19.9%	7.9%	11.5%	26.4%	33.1%	其他流动资产	13	9	16	36	167	351
毛利	490	571	411	1,277	2,037	2,980	流动资产	1,620	1,359	1,138	1,729	3,379	5,751
% 销售收入	61.2%	80.1%	92.1%	88.5%	73.6%	66.9%	% 总资产	59.7%	50.7%	42.0%	50.0%	64.2%	73.8%
营业税金及附加	-7	-5	-6	-12	-22	-36	长期投资	11	8	17	17	17	17
% 销售收入	0.9%	0.7%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	固定投资	736	915	1,110	1,293	1,466	1,634
营业费用	-211	-239	-202	-360	-498	-801	% 总资产	27.1%	34.1%	41.0%	37.4%	27.8%	21.0%
% 销售收入	26.3%	33.6%	45.2%	25.0%	18.0%	18.0%	无形资产	310	314	322	294	279	263
管理费用	-112	-126	-154	-216	-332	-534	非流动资产	1,095	1,322	1,571	1,727	1,885	2,037
% 销售收入	13.9%	17.7%	34.6%	15.0%	12.0%	12.0%	% 总资产	40.3%	49.3%	58.0%	50.0%	35.8%	26.2%
息税前利润 (EBIT)	161	201	49	688	1,185	1,609	<b>资产总计</b>	<b>2,714</b>	<b>2,682</b>	<b>2,709</b>	<b>3,455</b>	<b>5,264</b>	<b>7,788</b>
% 销售收入	20.1%	28.2%	11.0%	47.7%	42.8%	36.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	25	28	18	12	9	1	应付款项	113	95	76	217	969	2,025
% 销售收入	-3.1%	-3.9%	-4.1%	-0.8%	-0.3%	0.0%	其他流动负债	17	30	24	84	204	385
资产减值损失	-13	-10	-38	-47	-101	-103	流动负债	131	125	101	300	1,174	2,410
公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0	长期贷款	54	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0	其他长期负债	72	87	88	88	88	88
% 税前利润	—	0.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>257</b>	<b>212</b>	<b>188</b>	<b>388</b>	<b>1,261</b>	<b>2,498</b>
营业利润	172	221	29	654	1,093	1,507	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,458</b>	<b>2,469</b>	<b>2,521</b>	<b>3,067</b>	<b>4,003</b>	<b>5,290</b>
营业利润率	21.5%	31.0%	6.5%	45.4%	39.5%	33.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	10	7	7	8	7	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,714</b>	<b>2,682</b>	<b>2,709</b>	<b>3,455</b>	<b>5,264</b>	<b>7,788</b>
税前利润	175	231	36	661	1,101	1,515	<b>比率分析</b>						
利润率	21.9%	32.4%	8.0%	45.9%	39.8%	34.0%							
所得税	-27	-33	-3	-99	-165	-227	<b>每股指标</b>	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	15.5%	14.4%	9.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.185	0.247	0.020	0.351	0.585	0.805
净利润	148	197	33	562	936	1,288	每股净资产 (元)	3.072	3.087	1.576	1.917	2.502	3.307
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.202	0.279	0.056	-0.136	-0.397	1.318
归属于母公司的净利润	148	197	33	562	936	1,288	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.010	0.000	0.000
净利率	18.5%	27.7%	7.3%	39.0%	33.8%	28.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.02%	7.99%	1.29%	18.32%	23.37%	24.34%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.45%	7.36%	1.20%	16.27%	17.77%	16.53%
净利润	148	197	33	562	936	1,288	投入资本收益率	9.15%	10.41%	2.42%	20.77%	21.82%	34.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	48	54	96	104	165	173	营业总收入增长率	2.66%	-11.01%	-37.43%	223.28%	91.91%	60.92%
非经营收益	-1	-9	-11	-8	-8	-8	EBIT增长率	-1.02%	25.14%	-75.55%	1298.67%	72.16%	35.80%
营运资金变动	-34	-19	-27	-875	-1,728	656	净利润增长率	13.55%	33.38%	-83.53%	1628.39%	66.46%	37.61%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>161</b>	<b>223</b>	<b>90</b>	<b>-217</b>	<b>-636</b>	<b>2,109</b>	总资产增长率	4.89%	-1.21%	1.04%	27.53%	52.35%	47.94%
资本开支	277	226	308	205	214	215	<b>资产管理能力</b>						
投资	-10	4	-9	0	0	0	应收账款周转天数	151.1	175.9	283.6	225.6	236.7	240.8
其他	-50	-115	165	0	0	0	存货周转天数	202.6	340.1	1,110.7	702.5	778.1	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-337</b>	<b>-337</b>	<b>-152</b>	<b>-205</b>	<b>-213</b>	<b>-214</b>	应付账款周转天数	33.4	136.0	654.0	377.9	429.7	449.8
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	124.3	250.7	509.1	170.3	100.9	68.6
债权募资	54	-54	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-68	-160	25	0	-16	0	净负债/股东权益	-39.33%	-32.80%	-26.12%	-7.71%	15.70%	-23.93%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-14</b>	<b>-214</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	-6.5	-7.3	-2.7	-57.2	-132.3	-2,978.9
<b>现金净流量</b>	<b>-189</b>	<b>-327</b>	<b>-36</b>	<b>-422</b>	<b>-865</b>	<b>1,894</b>	资产负债率	9.46%	7.92%	6.95%	11.23%	23.96%	32.07%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。