

智飞生物 (300122)

首批4价HPV疫苗获通关单，距上市更进一步

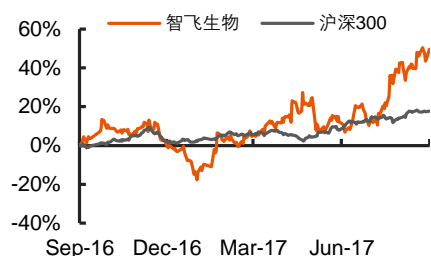
推荐 (维持)

现价: 25.38 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.zhifeishengwu.com
大股东/持股	蒋仁生/54.13%
实际控制人	蒋仁生
总股本(百万股)	1,600
流通 A 股(百万股)	869
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	406.08
流通 A 股市场值(亿元)	220.60
每股净资产(元)	1.67
资产负债率(%)	17.10

行情走势图



相关研究报告

- 《智飞生物*300122* 疫苗销售恢复情况良好，多产品放量可期》 2017-08-15
- 《智飞生物*300122* 代理 HPV 获批，重磅品种终落地》 2017-05-24
- 《智飞生物*300122* 二类苗销售恢复效果初现，定增扩产保障中长期发展》 2017-04-25

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

倪亦道 一般从业资格编号
S1060116040040
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

智飞生物向MSD采购的首批4价HPV疫苗Gardasil获得了北京食药监局签发的《进口药品通关单》，产品即将正式入境。

平安观点:

■ 首批 Gardasil 顺利入关，年末有望上市:

智飞生物独家代理的 MSD4 价 HPV 疫苗 Gardasil 于今年 5 月获得 CFDA 的上市批文。日前，智飞所订购的第一批疫苗已经完成北京药监局的通关备案，即将进入批签发申请。一般情况下，批签发耗时在 3 个月左右，如果顺利的话，Gardasil 有望能够在年末上市。预计第一批疫苗的数量能够优先满足大型城市的需要。

获批后，智飞即展开了 Gardasil 在各地的补标准备工作，目前河南、云南、重庆和黑龙江四省市已经中标，中标价格为 798 元/支，其他地区也在投标或准备投标阶段。待批签发完成可以正式销售时，预计能够完成大部分省市的招标工作。

■ 存量市场巨大，18 年翻倍级业绩可期:

Gardasil 在国内获批的使用范围为 20-45 岁女性，主要针对存量市场。而其竞品 GSK 的 2 价苗 Cervarix 适用范围为 9-25 岁女性，双方在市场分割上侧重点有所不同。

在今年 7 月 Cervarix 上市前国内的 HPV 疫苗一直处于空白状态，因此拥有较大的存量市场：仅考虑国内 20-35 岁女性人群，数量约 1.6 亿人，按 5% 的渗透率及 798 元*3 支的价格保守估计接种人群，存量市场也在 190 亿元以上。

根据智飞与 MSD 的代理协议，前三年基础采购额为 11.40、14.83 和 18.53 亿元。据此估算，如果 Gardasil 能顺利于 17 年末上市，18 年的销售额会在 20 亿元以上，贡献利润 3-4 亿元。考虑到智飞直销队伍的优势、HPV 疫苗在国内的知名度及非一线城市赴港注射的不便，我们认为其实际销售额大概率会明显高于 20 亿元，有望帮助公司实现业绩翻倍。

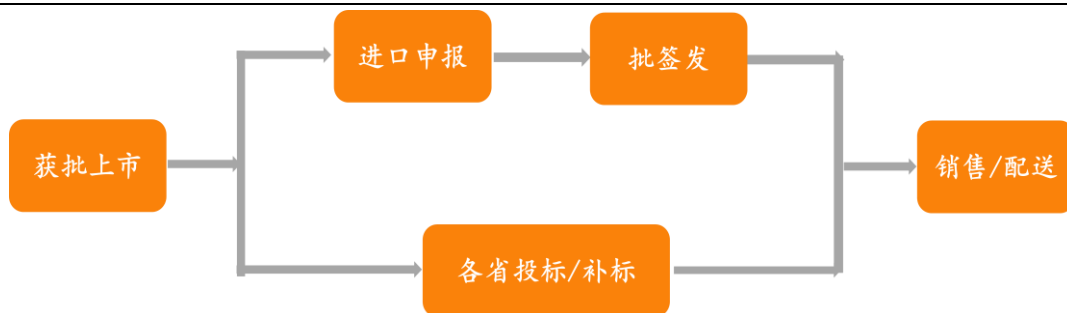
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	713	446	1192	5293	7293
YoY(%)	-11.0	-37.4	167.3	344.1	37.8
净利润(百万元)	197	33	438	1129	1598
YoY(%)	33.4	-83.5	1246.4	157.8	41.6
毛利率(%)	80.1	92.1	94.0	63.7	62.9
净利率(%)	27.7	7.3	36.7	21.3	21.9
ROE(%)	8.0	1.3	14.8	27.6	28.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.02	0.27	0.71	1.00
P/E(倍)	205.7	1248.7	92.7	36.0	25.4
P/B(倍)	16.4	16.1	13.7	9.9	7.1

- **国内优质二类苗龙头企业，重磅品种即将上市，维持“推荐”评级：**公司是国内少数拥有强大研发能力的疫苗公司，其独家品种 AC-Hib 三联苗正在快速放量期，代理 HPV 疫苗有望年底上市，而其研究管线中，预防用微卡及配套试剂、肺炎及肺炎结合疫苗等众多品种分布于不同阶段，为其中长期发展带来保障。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.27、0.71/1.00 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**产品审批进度不达预期，产品推广不达预期。

一、 首批 Gardasil 顺利入关，年末有望上市

智飞生物独家代理的 MSD4 价 HPV 疫苗 Gardasil 于今年 5 月获得 CFDA 的上市批文。日前，智飞所订购的第一批疫苗已经完成北京药监局的通关备案，即将进入批签发申请。一般情况下，批签发耗时在 3 个月左右，如果顺利的话，Gardasil 有望能够在年末上市。预计第一批疫苗的数量能够优先满足大型城市的需要。

图表1 疫苗进口步骤



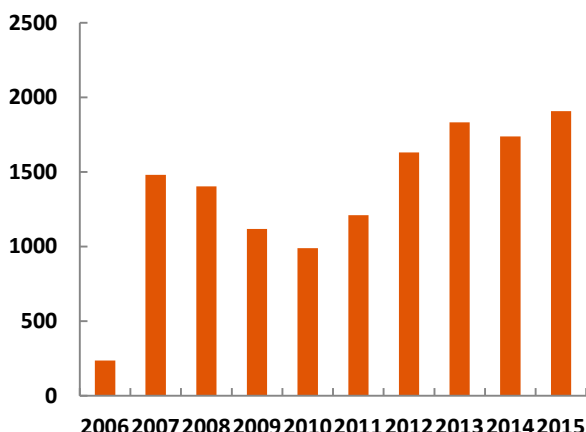
资料来源：平安证券研究所

获批后，智飞即展开了 Gardasil 在各地的补标准备工作，目前河南、云南、重庆和黑龙江四省市已经中标，中标价格为 798 元/支，其他地区也在投标或准备投标阶段。待批签发完成可以正式销售时，预计能够完成大部分省市的招标工作。

二、 存量市场巨大，18 年翻倍级业绩可期

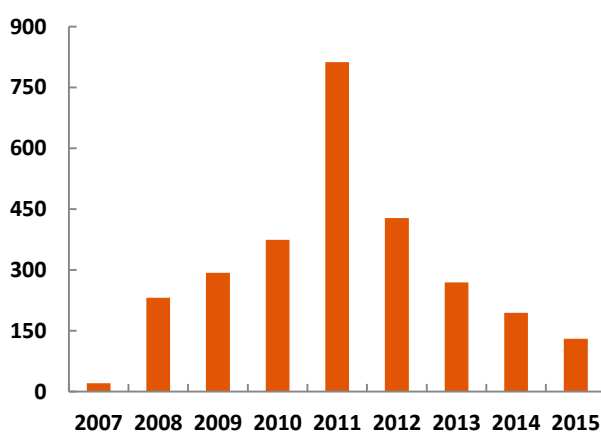
Gardasil 在国内获批的使用范围为 20-45 岁女性，主要针对存量市场。而其竞品 GSK 的 2 价苗 Cervarix 适用范围为 9-25 岁女性，双方在市场分割上侧重点有所不同。

图表2 Gardasil 全球销量（百万美元）



资料来源：彭博咨询，平安证券研究所

图表3 Cervarix 全球销量（百万美元）



资料来源：彭博咨询，平安证券研究所

在今年 7 月 Cervarix 上市前国内的 HPV 疫苗一直处于空白状态，因此拥有较大的存量市场：仅考虑国内 20-35 岁女性人群，数量约 1.6 亿人，按 5% 的渗透率及 798 元*3 支的价格保守估计接种人群，存量市场也在 190 亿元以上。

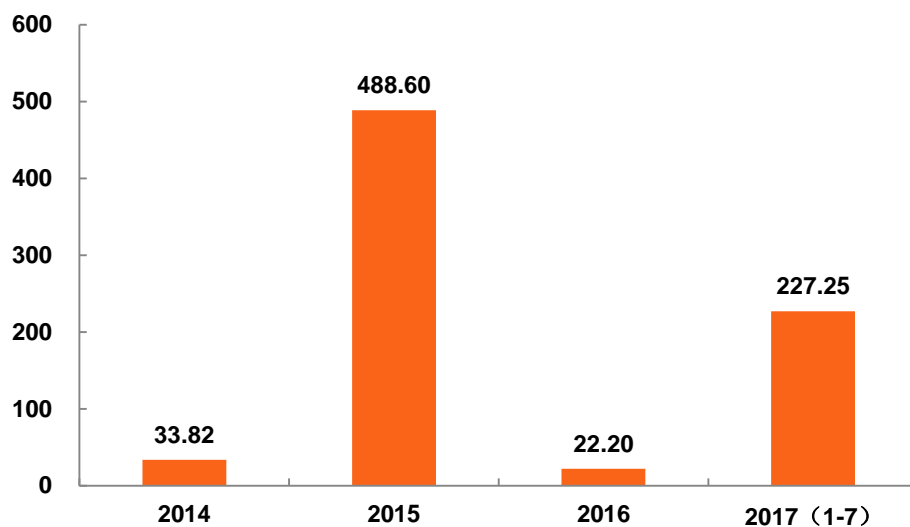
根据智飞与 MSD 的代理协议，前三年基础采购额为 11.40、14.83 和 18.53 亿元。据此估算，如果 Gardasil 能顺利于 17 年末上市，18 年的销售额会在 20 亿元以上，贡献利润 3-4 亿元。考虑到智飞直销队伍的优势、HPV 疫苗在国内的知名度及非一线城市赴港注射的不便，我们认为其实际销售额大概率会明显高于 20 亿元，有望帮助公司实现业绩翻倍。

从接种点的数量考虑，全国共有疫苗接种点 5 万个左右。假设其中 2500 个（主要分布在大型城市）优先成为 Gardasil 的接种点，每个站点每日注射 4 人次，则全国全年（按 250 工作日计）接种 250 万人次，对应 20 亿元销售收入。

三、 三联苗销售恢复良好

智飞生物独家产品 AC-Hib 三联苗在 15 年中推出，后受 16 年山东疫苗案的行业冲击销售停滞，但随着二类苗供应的恢复以及借助该产品二月龄接种的优势，17 年又重回增长轨道。2017Q1 公司三联苗销售约 50-60 万支，2017Q2 的销售则一跃上升至 120 万支左右，预计全年达到销售 400 万支的目标难度不大。

图表4 AC-Hib 批签发情况 单位：万支



资料来源：中检院、平安证券研究所

此外，今年上半年续签的 MSD23 价肺炎疫苗（代理）也已正式上市，7/8 两月共计批签发 47.25 万剂。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1138	1527	8920	4979
现金	658	488	529	729
应收账款	359	965	4916	3187
其他应收款	0	33	114	88
预付账款	12	4	189	82
存货	104	35	3168	889
其他流动资产	108	38	3171	892
非流动资产	1571	1577	1552	1520
长期投资	0	0	0	0
固定资产	622	621	652	717
无形资产	297	285	273	261
其他非流动资产	653	671	627	543
资产总计	2709	3104	10472	6499
流动负债	101	55	3994	723
短期借款	0	0	2358	4
应付账款	53	20	1048	455
其他流动负债	47	35	588	264
非流动负债	88	90	2390	90
长期借款	0	0	2300	0
其他非流动负债	88	90	90	90
负债合计	188	145	6384	813
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1600	1600	1600	1600
资本公积	208	208	208	208
留存收益	713	1151	2280	3878
归属母公司股东权益	2521	2959	4088	5686
负债和股东权益	2709	3104	10472	6499

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	90	-122	-4518	4943
净利润	33	438	1129	1598
折旧摊销	57	57	63	71
财务费用	-1	-11	58	49
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-73	-607	-5768	3225
其他经营现金流	73	0	0	0
投资活动现金流	-152	-59	-41	-41
资本支出	-11	-59	-41	-41
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-141	0	0	0
筹资活动现金流	25	11	4600	-4703
短期借款	0	0	2358	-2354
长期借款	0	0	2300	-2300
普通股增加	800	0	0	0
资本公积增加	-700	0	0	0
其他筹资现金流	-75	11	-58	-49
现金净增加额	-37	-170	41	200

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	446	1192	5293	7293
营业成本	35	72	1922	2705
营业税金及附加	6	12	53	73
营业费用	202	393	1217	1641
管理费用	154	203	715	948
财务费用	-18	-11	58	49
资产减值损失	38	18	15	15
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	29	505	1313	1862
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	36	512	1320	1869
所得税	3	74	191	271
净利润	33	438	1129	1598
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	33	438	1129	1598
EBITDA	65	552	1434	1982
EPS(元)	0.02	0.27	0.71	1.00

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	-37.4	167.3	344.1	37.8
营业利润(%)	-87.0	1654.9	159.9	41.8
归属于母公司净利润(%)	-83.5	1246.4	157.8	41.6
获利能力				
毛利率(%)	92.1	94.0	63.7	62.9
净利率(%)	7.3	36.7	21.3	21.9
ROE(%)	1.3	14.8	27.6	28.1
ROIC(%)	0.6	24.6	50.5	20.2
偿债能力				
资产负债率(%)	6.9	4.7	61.0	12.5
净负债比率(%)	-23.7	-15.9	-8.4	21.0
流动比率	11.3	27.7	2.2	6.9
速动比率	10.3	27.1	1.4	5.7
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.4	0.8	0.9
应收账款周转率	1.1	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	7.1	32.6	9.9	9.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.27	0.71	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-0.08	-2.82	3.09
每股净资产(最新摊薄)	1.6	1.8	2.6	3.6
估值比率				
P/E	1,248.7	92.7	36.0	25.4
P/B	16.1	13.7	9.9	7.1
EV/EBITDA	395.9	72.4	31.1	20.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033