

2018年05月15日

证券研究报告·动态跟踪报告

智飞生物(300122) 医药生物

买入(维持)

当前价: 44.88元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

9价HPV疫苗上市进度超预期, 业绩将大爆发

投资要点

- **事件:** 最近海南省价格谈判, 9价HPV定价为1298元/支, 同时香港多家医疗机构公告默沙东暂停向全港供应9价疫苗, 恢复时间待定。
- **9价HPV疫苗国内定价基本符合预期, 上市进度超预期。** 目前香港9价HPV疫苗1200-1300元/针, 在台湾约1500元/针, 在美国CDC的最新价格为168.1美元(约1100元人民币)/针, 私人部门价格204.87美元(约1300元人民币)/针, 国内定价基本和国际接轨。考虑到4价HPV疫苗定价798元/针, 假设净利率一致, 我们认为9价HPV疫苗对公司贡献的单支净利润是4价的1.5-1.6倍。据IMS数据统计, 香港为9价HPV全球第四大市场, 占比约5%, 主要由大陆过关人群贡献, 此次停止供应, 我们估计是为优先保障大陆供应, 估计6-7月即可上市。根据公司此前公告, 我们预计在9价正式上市前, 公司将与默沙东更新采购计划, 我们判断1-2月内, 公司基础采购额有望大幅上调, 即HPV疫苗将量(基础采购额提升)价(9价盈利能力大于4价)齐升, 公司2018年业绩预期大概率将进一步上调, 对股价形成明显催化。
- **9价与4价HPV疫苗形成良好互补, 公司业绩超级爆发在即:** HPV疫苗是全球首个把癌症作为适应症列入说明书的疫苗, 国际和国内已上市2价、4价和9价三种疫苗: **1) 国内2价HPV疫苗:** 由GSK生产, 可预防70%以上HPV导致的宫颈癌, 覆盖9-25岁女性, 中标价580元; **2) 国内4价HPV疫苗:** 由默沙东生产, 国内智飞生物独家代理推广, 除了对70%以上的宫颈癌有预防保护作用外, 还可预防外阴尖锐湿疣等, 覆盖20-45岁女性, 中标价798元; **3) 国内9价HPV疫苗:** 由默沙东生产, 国内智飞生物独家代理推广, 覆盖16-26岁女性, 可对90%以上的宫颈癌有预防保护作用, 中标价1298元。我们认为**9价上市将形成两方面的互补:** **1) 年龄段:** 目前4价HPV接种和预约的人群主要为30岁以上人群, 即4价后期可主要覆盖26-45岁人群, 9价覆盖16-26岁人群, 对16-45岁人群形成全覆盖; **2) 价格体系:** 9价疫苗针对发达城市的高端人群; 4价疫苗针对其他中端人群。我们简单测算国内16-26岁女性应该合计有9000万人以上, 3针1298元, 假设渗透率10%, 则市场空间为9000万X10%X3针X1298元=350亿元, 5%的渗透率也有175亿元。
- **在研品种储备丰富, 中长期动力十足。** 公司自主研发的冻干Hib疫苗、15价肺炎疫苗和冻干人用狂犬疫苗(MRC-5)等产品相继获得临床批件, 公司后续产品梯队储备丰富。同时公司拥有全国最全, 进度最快的结核病仿制产品梯队, 目前预防用疫苗和第三代EC诊断试剂均正在报生产阶段, 预计2018年底或2019年初获批。结合公司的渠道优势, 公司成长性显著, 行业龙头地位稳固。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为13.4亿元、20.4亿元和26.4亿元, 对应当前估值分别为54倍、35倍和27倍。公司业绩未来三年将呈爆发增长态势, 高增长, 低估值, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AC-Hib疫苗和HPV疫苗推广及销售不及预期的风险; 五价轮状疫苗销售不及预期的风险; 默沙东疫苗供应不足导致缺货的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1342.57	6418.07	10753.55	13558.76
增长率	201.06%	378.04%	67.55%	26.09%
归属母公司净利润(百万元)	432.28	1337.27	2035.48	2643.29
增长率	1229.25%	209.36%	52.21%	29.86%
每股收益EPS(元)	0.27	0.84	1.27	1.65
净资产收益率ROE	14.72%	32.92%	37.42%	37.33%
PE	166	54	35	27
PB	24.45	17.68	13.20	10.14

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: S1250513110001

电话: 021-58351962

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

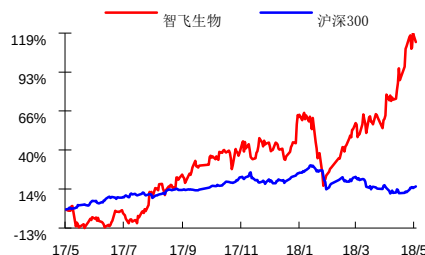
分析师: 陈铁林

执业证号: S1250516100001

电话: 023-67909731

邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.00
流通A股(亿股)	8.69
52周内股价区间(元)	18.08-45.3
总市值(亿元)	718.08
总资产(亿元)	48.48
每股净资产(元)	2.00

相关研究

1. 智飞生物(300122): 代理9价HPV疫苗, 助力公司业绩大爆发 (2018-05-02)
2. 智飞生物(300122): 业绩略超预期, 三联苗和宫颈癌疫苗爆发 (2018-04-26)
3. 智飞生物(300122): 五价口服轮状病毒疫苗获批, 公司再添重磅产品 (2018-04-20)
4. 智飞生物(300122): 一季度业绩略超预期, 三联苗呈高速增长态势 (2018-03-20)
5. 智飞生物(300122): 三联苗+四价HPV, 公司业绩步入爆发时期 (2017-11-03)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1342.57	6418.07	10753.55	13558.76	净利润	432.28	1337.27	2035.48	2643.29
营业成本	288.06	3036.76	5384.81	6808.84	折旧与摊销	63.89	116.00	116.00	116.00
营业税金及附加	12.20	62.79	107.42	132.47	财务费用	-12.09	52.32	117.91	139.38
销售费用	314.34	962.71	1613.03	2033.81	资产减值损失	47.41	50.00	50.00	50.00
管理费用	187.33	705.99	1129.12	1355.88	经营营运资本变动	-221.67	-4093.93	-2206.41	-1629.37
财务费用	-12.09	52.32	117.91	139.38	其他	-106.21	-50.42	-49.94	-49.96
资产减值损失	47.41	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	203.61	-2588.75	63.04	1269.34
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-174.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-75.97	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-250.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	512.24	1547.50	2351.25	3038.38	短期借款	260.00	2621.47	1146.35	152.02
其他非经营损益	-7.56	0.21	-1.25	-1.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	504.68	1547.72	2350.00	3036.57	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	72.41	210.45	314.52	393.28	支付股利	-16.00	-212.68	-657.94	-1001.46
净利润	432.28	1337.27	2035.48	2643.29	其他	-101.78	-52.32	-117.91	-139.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	142.22	2356.46	370.50	-988.82
归属母公司股东净利润	432.28	1337.27	2035.48	2643.29	现金流量净额	93.48	-232.29	433.55	280.52
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	874.10	641.81	1075.36	1355.88	成长能力				
应收和预付款项	780.38	4679.74	7692.21	9597.87	销售收入增长率	201.06%	378.04%	67.55%	26.09%
存货	627.65	6634.11	11764.67	14876.19	营业利润增长率	1679.63%	202.10%	51.94%	29.22%
其他流动资产	3.60	17.23	28.87	36.41	净利润增长率	1229.25%	209.36%	52.21%	29.86%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	732.75%	204.20%	50.67%	27.41%
投资性房地产	0.80	0.80	0.80	0.80	获利能力				
固定资产和在建工程	1262.90	1175.54	1088.19	1000.83	毛利率	78.54%	52.68%	49.93%	49.78%
无形资产和开发支出	318.99	290.71	262.42	234.14	三费率	36.47%	26.82%	26.60%	26.03%
其他非流动资产	237.48	237.12	236.76	236.40	净利率	32.20%	20.84%	18.93%	19.50%
资产总计	4105.90	13677.05	22149.27	27338.51	ROE	14.72%	32.92%	37.42%	37.33%
短期借款	260.00	2881.47	4027.82	4179.83	ROA	10.53%	9.78%	9.19%	9.67%
应付和预收款项	753.09	6040.62	11529.73	14646.62	ROIC	21.47%	30.95%	26.83%	27.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	42.01%	26.73%	24.04%	24.29%
其他负债	155.28	692.85	1152.06	1430.56	营运能力				
负债合计	1168.37	9614.93	16709.60	20257.01	总资产周转率	0.39	0.72	0.60	0.55
股本	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	固定资产周转率	2.00	9.47	18.21	26.95
资本公积	207.96	207.96	207.96	207.96	应收账款周转率	2.68	3.00	2.23	1.99
留存收益	1129.57	2254.16	3631.70	5273.53	存货周转率	0.78	0.84	0.59	0.51
归属母公司股东权益	2937.53	4062.12	5439.67	7081.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2937.53	4062.12	5439.67	7081.50	资产负债率	28.46%	70.30%	75.44%	74.10%
负债和股东权益合计	4105.90	13677.05	22149.27	27338.51	带息债务/总负债	22.25%	29.97%	24.10%	20.63%
					流动比率	2.14	1.26	1.24	1.28
					速动比率	1.55	0.56	0.53	0.55
					股利支付率	3.70%	15.90%	32.32%	37.89%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.84	1.27	1.65
					每股净资产	1.84	2.54	3.40	4.43
					每股经营现金	0.13	-1.62	0.04	0.79
					每股股利	0.01	0.13	0.41	0.63
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	564.04	1715.83	2585.16	3293.76					
PE	166.12	53.70	35.28	27.17					
PB	24.45	17.68	13.20	10.14					
PS	53.49	11.19	6.68	5.30					
EV/EBITDA	125.80	43.02	28.83	22.59					
股息率	0.02%	0.30%	0.92%	1.39%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn