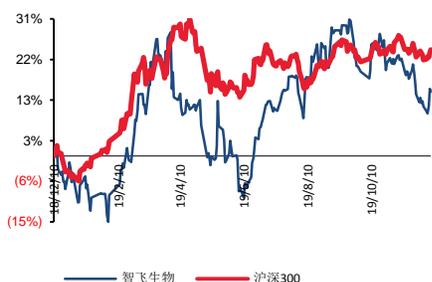


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

重磅产品获批在即，管线价值存预期差

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,600/876
总市值/流通(百万元)	73,024/39,970
12个月最高/最低(元)	52.79/34.30

相关研究报告:

智飞生物(300122)《员工持股计划力度大，充分彰显未来发展信心》

--2019/06/05

智飞生物(300122)《业绩符合预期，管线价值仍存巨大预期差》

--2019/02/27

智飞生物(300122)《HPV基础采购额大幅上调，业绩贡献超预期》

--2018/11/06

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：近日我们与公司管理层深度交流了研发和经营情况：1) 19年自主和代理业务销售良好；2) 20年将加大AC结合、Hib、ACYW135等自主产品的学术推广力度，预计20年自有业务收入仍有增长；3) 超20个品种研发顺利推进，微卡、EC诊断20年一季度有望获批，二倍体狂苗和四价流感疫苗处于临床三期，20年有望报产、15价肺炎即将启动临床3期，ACWY135结合已经完成临床2期，20年有望完成三期。

点评：

自主疫苗品种丰富，可弥补三联苗暂时短缺。受再注册影响，19年三联苗未能持续放量，预计19年销量450万支左右，20年三联苗销量150-200万支。市场担心20年自有产品收入会大幅降低，我们预计自主产品收入有望持续增长，主要原因是20年公司将积极调整销售策略，加大对AC结合、Hib和ACYW135等自主品种的学术推广力度，我们预测20年AC结合、Hib、ACYW135多糖和三联苗20年销售额15-16亿元，预计贡献4-5个亿净利润。若考虑预防用微卡和EC诊断试剂业绩贡献，预计20年自有产品销售额有望大幅提升。冻干三联苗已经申报生产，预计20年底有望获批。

预防用微卡和EC诊断试剂获批在即，市场前景广阔。EC诊断试剂用于结核分支杆菌潜伏感染者(LTBI)筛查，预防用微卡用于15-65岁结核分支杆菌携带者等高危人群肺结核的预防(参考3期临床方案)。我国18%-20%人口，约2.5亿人为结核杆菌携带者，我国向WHO承诺到2035年发病率整体下降90%，即每年约10万左右的发病人数。要降低发病率，筛选结核杆菌携带者，然后对该人群进行疫苗接种是最为行之有效的方法。2018年我国小学、初中、高中以及大学入学人数分别为1867万、1603万、1350万和791万人，合计超5600万人。全国范围内学生入学体检结核杆菌有望陆续成为必查项目，仅考虑新生入学市场，不考虑其他体检人群，假设EC试剂定价50元/剂次，50%执行率，峰值收入可达14亿元，贡献约5亿净利润；高中、大学新生入学数量约2000万人，按照20%感染率计算(全国整体感染率约20%)，大约400万人为携带者，保守以20%渗透率计算约80万人份，按照2000元/人份(6剂次/人份)计算，仅考虑新生入学市场，微卡销售峰值约16亿元，贡献7-8亿元净利润。**我们预测EC诊断和预防用微卡20年一季度有望获批，考虑到市场准入等流程，我们判断EC诊断和微卡有望在20年中实现销售，**

假设 EC 诊断试剂销量 500 万人份，按照 20% 感染率判断，约 100 万携带者，假设 20% 使用微卡，则微卡销量约 20 万人份，按照 EC 诊断 50 元/人份，微卡 2000 元/人份计算，20 年 EC 和微卡销售额 6.5 亿元，贡献 1.5-2 亿净利润。

与默沙东合作顺利，国内 HPV 销售大概率智飞继续代理。公司与默沙东合作已有 7 年多，双方合作顺利，而且我们草根调研双方满意当前合作模式。智飞与默沙东关于 HPV 的采购协议 21 年上半年到期，预计 20 年三季度有望启动新一轮采购谈判，我们判断智飞大概率负责默沙东 HPV 疫苗国内代理，主要原因：1) 默沙东国内销售推广人员仅有 20 人，协助智飞负责国内学术推广，尚未有扩建团队，自己销售的计划(我们判断，建立覆盖全国的销售团队至少 2 年以上时间)；2) 国内疫苗学术推广能力智飞最强，国内其他企业短期内很难追赶，公司拥有 1500 多人，覆盖全国 3 万多接种点的疫苗直销团队，且三联苗、HPV 和五价轮状等品种的成功已证明公司强大学术推广实力。

研发进入收获阶段，自主重磅品种“微卡、三代狂苗和 15 价肺炎”等业绩贡献存预期差。预防用微卡、EC 诊断试剂预计 20 年一季度获批，峰值有望贡献超 20 亿净利润；三代狂苗临床 3 期，有望 21 年底获批，峰值销量约 300 万人份，贡献约 12 亿净利润；15 价肺炎即将启动 3 期临床，有望 22 年获批上市，预期峰值销量约 300 万支，贡献约 10 亿净利润，我们保守测算未来“三联苗&微卡&三代狂苗和 15 价肺炎”峰值可贡献约 50 亿净利润，考虑到代理 HPV 等峰值 30 亿净利润，公司疫苗业务有望突破 80 亿净利润。此外，大股东控股、智飞参股的智睿投资积极布局单抗、CAR-T 和治疗型肿瘤疫苗等生物药，未来生物药若取得突破，公司将打破长期成长天花板。

盈利预测与投资建议。20 年千亿市值，中期看 2000 亿市值。市场对智飞销售能力有认知，却忽视了公司强大的产品线(自有+代理)，疫苗企业当中有望最先突破 50 亿净利润。20/21 年合理估值 1000 亿(30 倍 PE)、1300 亿(28 倍 PE)，中期疫苗业务有望贡献超 80 亿净利润，合理估值 2000 亿，若治疗性生物药取得突破，将打开长期成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：销售低于预期、新品未能获批、行业黑天鹅事件等。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5231	10350	14717	18826
(+/-%)	290%	98%	42%	28%
净利润(百万元)	1449	2495	3496	4633
(+/-%)	235%	72%	40%	33%
摊薄每股收益(元)	0.91	1.56	2.19	2.90
市盈率(PE)	50	29	21	16

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表：智飞生物业绩拆分及盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
1、三联苗									
销量 (万支)	110	400	510	450	150	200	500	600	700
单价 (元/支)	186	212	212	217	221	220	220	220	220
收入 (百万元)	205	848	1081	977	332	440	1100	1320	1540
单支净利润 (元/支)	17	95	95	98	99	99	99	99	99
净利润 (百万元)	19	382	487	439	149	198	495	594	693
2、四价 HPV 疫苗 (代理)									
销量 (万支)		10	410	480	600	600	600	600	600
单价 (元/支)		775	775	775	775	775	775	775	775
收入 (百万元)		77	3177	3719	4649	4649	4649	4649	4649
单支净利润 (元/人份)		0	200	195	195	195	195	195	195
净利润 (百万元)		0	820	936	1170	1170	1170	1170	1170
3、九价 HPV 疫苗 (代理)									
销量 (万支)			25	320	500	700	800	800	800
单价 (元/支)			1260	1260	1260	1260	1260	1260	1260
收入 (百万元)			315	4033	6301	8821	10082	10082	10082
单支净利润 (元/支)			280	280	280	290	290	290	290
净利润 (百万元)			70	896	1400	2030	2320	2320	2320
4、五价轮状病毒疫苗 (代理)									
销量 (万人份)			15	120	170	230	300	300	300
单价 (元/人份)			816	816	816	816	816	816	816
收入 (百万元)			122	979	1386	1876	2447	2447	2447
单人份净利润 (元/人份)			0	106	163	163	163	163	163
净利润 (百万元)			0	127	277	375	489	489	489
5、EC 诊断试剂									
销量 (万支)					500	1000	1500	2000	2000
单价 (元/支)					50	50	50	50	50
收入 (百万元)					250	500	750	1000	1000
单支净利润 (元/人份)					10	13	14	15	15
净利润 (百万元)					50	125	210	300	300
6、预防用微卡									
销量 (万人份)					20	50	80	120	170
单价 (元/人份)					2000	2000	2000	2000	2000
收入 (百万元)					400	1000	1600	2400	3400
单支净利润 (元/人份)					500	700	900	1000	1000
净利润 (百万元)					100	350	720	1200	1700
7、15 价肺炎									
销量 (万支)								50	150
单价 (元/支)								600	600
收入 (百万元)								300	900
单支净利润 (元/支)								300	300
净利润 (百万元)								150	450
8、三代狂犬疫苗									
销量 (万人份)							50	150	250
单价 (元/人份)							777	777	777
收入 (百万元)							388	1165	1942
单支净利润 (元/人份)							388	388	388

净利润 (百万元)							194	583	971
9、其他品种 (自有+代理+推广)									
收入	241	417	536	643	1400	1540	1078	1186	1304
增速 (%)		73%	29%	20%	118%	10%	-30%	10%	10%
净利润	14	51	72	97	350	385	216	237	261
增速 (%)			43%	33%	263%	10%	-44%	10%	10%
10、合计									
收入	446	1343	5231	10350	14717	18826	22093	24548	27263
增速 (%)		201%	290%	98%	42%	28%	17%	11%	11%
净利润合计	33	432	1449	2495	3496	4633	5814	7043	8354
增速		1229%	235%	72%	40%	33%	25%	21%	19%
EPS	0.02	0.27	0.91	1.56	2.19	2.90	3.63	4.40	5.22
目前市值对应当年 PE	2245	169	50	29	21	16	13	10	9
合理市值/亿元				873	1049	1297	1512	1761	2005
PE				35	30	28	26	25	24

资料来源: wind, 太平洋证券研究院预测

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。