

增持

——维持

日期：2017 年 04 月 20 日

行业：医药生物



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513090001

研究助理：杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号：S0870115070022

基本数据 (Y2016)

报告日股价 (元)	19.38
12mth A 股价格区间 (元)	11.90-19.95
总股本 (百万股)	1600
无限售 A 股/总股本	53.8%
流通市值 (亿元)	167
每股净资产 (元)	1.58
PBR (X)	12.30
DPS (Y2016, 元)	10 送 0.01

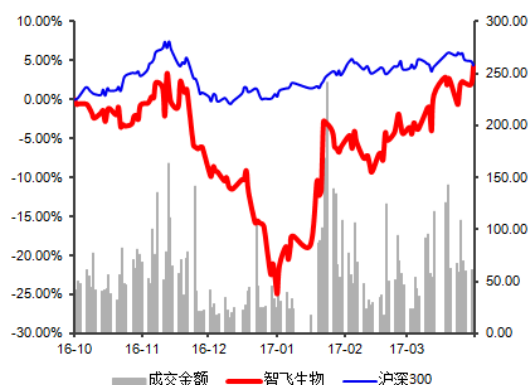
主要股东 (Y2016)

蒋仁生	54.13%
吴冠江	12.35%
蒋凌峰	5.40%

收入结构 (Y2016)

自主产品	98.39%
代理产品	0.66%
其他	0.95%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：DZY17-CIS04

首次报告日期：2017 年 3 月 15 日

相关报告：

智飞生物 (300122)

证券研究报告/公司研究/调研简报

业绩低谷企稳，新品有望放量增长

■ 调研情况

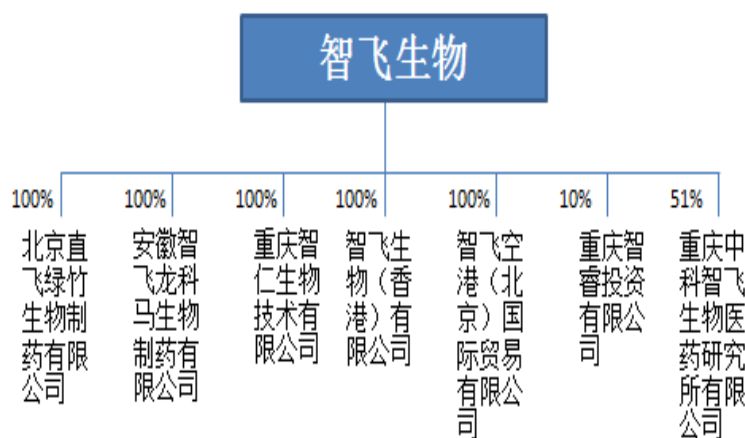
近期，我们参加了智飞生物投资者交流会，公司董事长蒋仁生先生、董事蒋凌峰先生、独立董事袁林女士、章新蓉女士、刘保奎先生、董秘秦菲先生等领导出席了会议。

■ 主要内容

一、公司基本情况

公司是中国综合实力最强的民营生物疫苗供应和服务商之一，主营业务为疫苗、生物制品的研发、生产和销售，市场领域主要为二类疫苗。公司2002年成立，2010年9月在创业板上市，是第一家在创业板上市的民营疫苗企业。公司主营人用疫苗，现有在售产品6种，是一家系疫苗研发、生产、直销及配送、进出口于一体的生物高科技企业。公司注册资本16亿，现有员工1400多人，资产27亿。公司旗下有5家全资控股公司（分布北京、合肥、重庆、香港），2家参股子公司，以及遍布全国30个省份的办事处和深入终端的销售网络。

图 1 公司下属子公司



数据来源：公司公告 上海证券研究所

二、公司经营情况及业绩

2016年公司实现营业收入4.46亿元，同比下降37.43%；实现归属于上市公司股东的净利润3252万元，同比下降83.53%。公司业务收入主要来源于二类疫苗销售，业绩下滑的主要原因是2016年3月突发的山东非法经营疫苗事件，国家修改相应条例、调整部分疫苗政策、构建疫苗采购模式，短期内对公司的业绩造成冲击。目前山东疫苗事件带来的影响正在逐渐消除，二类疫苗市场已逐渐恢复。去年二季度是公

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

司业绩的最低点，从三季度开始，公司收入及利润环比及同比增速都在迅速恢复，恢复速度好于预期。

表 1 2016年分季度收入及利润（单位：万元）

	Q1	Q2	Q3	Q4
营业收入	14,371.81	4,022.59	8,928.95	17,271.36
同比增长	-26.85%	-78.62%	-47.67%	9.66%
环比增长	-8.75%	-72.01%	121.97%	93.43%
归母净利润	5,919.84	-4,715.96	-527.76	2,575.91
同比增长	24.08%	-178.06%	-110.08%	-30.21%
环比增长	60.40%	-179.66%	88.81%	588.08%

资料来源：Wind 上海证券研究所

三、智睿投资孵化平台情况

2015年11月，智睿投资与重庆巴南区政府签约，入驻麻柳沿江开发区，占地约525亩，兴建智睿生物医药产业园，实现产业化落地。产业园共有5大平台，包括研发孵化中心、抗体系列、预防类肿瘤系列、治疗类肿瘤系列、治疗糖尿病的胰岛素及其类似物系列。产业园项目得到重庆市委市政府、巴南区委区政府的高度重视，被列为重庆市“十三五”重点项目之一，巴南区政府成立领导小组支持产业园建设工作。

2016年10月25日，中科院重庆绿色智能技术研究院直飞生物医药研究所正式签约授牌。

2016年10月28日，精准生物研发及转化基地启动仪式举行，智睿投资在Car-T技术领域取得了突破性进展。

四、问答环节

Q：疫苗行业“一票制”后渠道流通方面是否存在问题？整个疫苗流通环节，取消经销商是不是会不会出现价格、毛利率双升的局面？

A：取消经销商后，所有的疫苗流通环节都不存在中间环节，没有了中间的流通环节，可能会加大毛利，但同时配送成本亦会增加。不过我们公司原来即以自营直销为主，经销商贡献的量很少，而且新政后，很多地区已经取消了，少数地区变成了推广服务商，因此“一票制”对我们的影响不会很大。

Q：创新药审批加快，新型疫苗产品的审批会不会加快？研发环节有没有提速？

A：随着新药审评等相关制度的不断的完善和发展，相关审评机构的审批也在不断的优化，机构人员增多，企业排队时间可能会减少。目前，获取临床批件的速度加快，但临床试验实施的过程在延长，规范性越来越强，操作越来越复杂，不排除会出现审批流程加快但临床

时间延长的可能性。因此，整个新产品研发注册时间变化不大。

Q：现在十几个省份的招投标，还没有按新政实施的地方都是怎么操作？

A：关于招标的问题，招标平台是各个省份来推进，公司管理层加强与各个地方的CDC的沟通，公司也专门设立了招标队伍负责相关事宜，截至目前，像我们AC-Hib疫苗等公司最主要疫苗品种在每个省份都中标了。目前，有个别省份还没有完全按新政实施，平台已成功建立的线上采购，平台还没有投入使用的就是参照新规，线下采购，目前配送都没有问题。

Q：关于MSD四价HPV的上市的问题，及未来9价HPV上市后的市场情况？

A：关于HPV的上市的问题，首先我们应该看到，去年二价的品种在国内成功获批，让国内市场看到了HPV上市的希望，这一点很重要。四价HPV什么时候能拿到注册证是关键，公司未参与该产品的注册工作，关于该产品的进展可关注CDE的网站上有相关信息，按照已经签署的协议，若该产品成功拿到注册证，我们就可以进入前期准备，这主要取决于注册证什么时候能拿下来。至于9价HPV疫苗，个人认为距离最终的成功上市尚需时日，在一段时期内，对4价HPV疫苗应该没有多大影响。

Q：目前，上市公司间接对精准生物技术有限公司持股5%，请问公司有没有扩大对精准生物持股的意向？

A：目前，重庆精准生物的股东中智睿投资持股50%，其他主要是专家，具体可以查询工商网站，按照我们合作的条款，如果达到相应进度和目标，获得相应成果是会考虑优先转让给上市公司，现在上市公司有较好的平台，对于成果转化有相当的吸引力，但具体来讲，由于一些项目还未到达特定阶段，现在还难下定论。智睿投资是智飞生物与本人共同投资设立的，设立智睿投资的目的主要是为了降低上市公司前期投资的风险。智睿投资的项目如果能产生效益，上市公司肯定会考虑到这点，这也是智飞生物联合投资的目的所在，今后有相应机会，智飞生物肯定是优先的。同时，智睿在肿瘤类、糖尿病等代谢类方面的投资都遵循这样的思路。

Q：代理疫苗协议都压在MSD身上风险会不会太大？

A：公司自主疫苗产品是公司营业收入与利润的最主要来源。与默沙东公司的合作，符合公司“请进来、走出去”的长期发展战略，不会对上市公司业务的独立性产生影响，也不会造成公司对默沙东的依赖。公司自主研发的AC-Hib三联疫苗、四价流脑多糖疫苗都是很好

的产品。公司第一季度的业绩预告也已经出来了，一季度报告也要在本月下旬发布，现在市场恢复状况比预期的要好。

按照国家相关法规的要求，国外疫苗厂商只能在国内指定一家企业履行生产企业的职责，实施经销、配送、推广等，公司自2011年开始，已经在23价肺炎疫苗、灭活甲肝疫苗的经销推广上面具有丰富经验和渠道了，4价HPV疫苗在全世界许多国家和地区使用，其安全性还是很高，同时，大陆市场存量也很大。此外，还有五价轮状疫苗，据有关资料显示，其使用效果也是很好的。

Q：公司有没有与其他的海外的企业建立起类似公司与MSD的这种战略合作关系的计划？

A：目前按照国务院的流通条例，国外疫苗厂商从配送到推广都应当指定一家国内企业，当然这中间也存在同质化竞争的产品，不过如果有好的品种合作良好，今后也是有可能的，但目前公司还没有这样的计划，合作是双方共赢的选择，如果有好的机会，公司肯定尽力争取。

Q：智睿有哪些产品是目前来看值得我们去关注的重磅产品？

A：对于智睿投资的产品，现在还未达到披露的要求。按照当初的协议，投资的项目达到特定阶段，才会涉及优先转让事宜，现在尚未到达转到上市公司的阶段。精准生物技术只是智睿投资布局中的一家公司，另外同时涉及有肿瘤、糖尿病等相关领域的投资，这些都需要研发到一定阶段，涉及转让到上市公司，才能够及时披露。

Q：公司的疫苗产品在各地区的配送情况？

A：公司疫苗的配送采取三个方式，第一是公司自主专业配送，这是公司目前主要的方式；第二是在CDC能够配送的，利用CDC的配送渠道，这主要是省级CDC层面；第三是利用第三方物流，如顺丰、国药等，主要是针对公司配送不到的、省级CDC没有配送二类苗的情况。

Q：三联苗的销售情况如何？

A：联合疫苗的接种针次要比单价疫苗少，孩子少受苦，家长少担心，并且公司的三联苗是从2月龄开针的，产品接受度非常高。

■ 风险提示

新产品销售不及预期、研发进度不及预期、行业政策风险。

■ 投资建议

未来六个月，维持“增持”评级

预计公司17、18年实现EPS为0.28、0.43元，以3月14日收盘价19.38元计算，动态PE分别为69.94倍和44.63倍。医药生物行业上市公司16、17年预测市盈率平均值为44.23倍和30.02倍。公司的估值高于医药生物行业的均值水平。公司是国内二类疫苗的龙头企业，随着国家二类疫苗政策回暖，公司业绩正逐步恢复；公司研发实力强劲，后续多种创新、多价多联疫苗新品将逐步上市，打造利润新增长点，我们看好公司未来一段时期的发展，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	445.95	1158.92	1811.64	2511.65
年增长率	-37.43%	162.38%	56.32%	38.64%
归属于母公司的净利润	32.52	443.34	694.75	892.93
年增长率	-83.53%	1263.26%	56.71%	28.53%
每股收益（元）	0.02	0.28	0.43	0.56
PER（X）	953.50	69.94	44.63	34.73

注：有关指标按最新股本摊薄

分析师承诺

魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。