



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 代理HPV终获批，未来分享千亿蓝海市场

### ——智飞生物（300122）事件点评

2017年05月23日

推荐/首次

智飞生物

事件点评

#### 事件：

5月23日，智飞生物发布公告，收到默沙东四价宫颈癌（HPV）疫苗获得国家食品药品监督管理总局批准的书面通知，期待已久的四价HPV（佳达修）获得在中国大陆的上市资格。默沙东早在2012年已与智飞签署独家代理协议，智飞生物将拥有佳达修在中国大陆的销售权力。

#### 主要观点：

##### 1. 宫颈癌疫苗使用人群广，市场潜力巨大。

此次获批的默沙东的佳达修，采用3剂免疫接种程序，适用于预防由16、18型人乳头瘤病毒（HPV）所致的宫颈癌，宫颈上皮内瘤样病变（CIN1/2/3）和原位腺癌（AIS）。免疫效果上，相比之前获批的GSK的希瑞适，在预防病毒亚型上扩展到四价（6, 11, 16, 18），虽然此次获批的只适用于16、18型病毒引起的疾病，但我们认为根据欧美国家的批准结果，预防范围上应优于希瑞适，对6、11亚型引起的尖锐湿疣同样有一定的效果；适用人群方面，希瑞适在国内的适用人群为9-25岁女性，而佳达修此次在国内的审批为20-45岁女性。根据国家统计局2015年数据，我们预计20-45岁年龄段女性人数约为2.8亿，目前香港佳达修三针价格在2500元左右，国内潜在市场规模巨大，假设未来疫苗接种率能够达到20%，则市场规模在1400亿左右。

##### 2. 牵手默沙东，独家代理四价HPV，分享千亿蓝海市场

公司与默沙东合作多年，是默沙东多年的销售合作伙伴，曾代理默沙东的甲肝疫苗和23价肺炎多糖疫苗（已签署新的代理协议）。公司早在2012年就与默沙东签订上市后四价HPV的独家代理协议，合作期限为“3+2”，包括3个销售年度和2个延续年度，同时约定3个销售年度的基础采购额为11.4亿元、14.83亿元以及18.53亿元。鉴于国内市场的潜在蓝海以及目前良好的竞争格局，再加上智飞优秀的销售团队，智飞将同默沙东共享国内千亿市场。

#### 分析师：张金洋

Tel: 010-6654035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14805160800001

#### 联系人：祁瑞

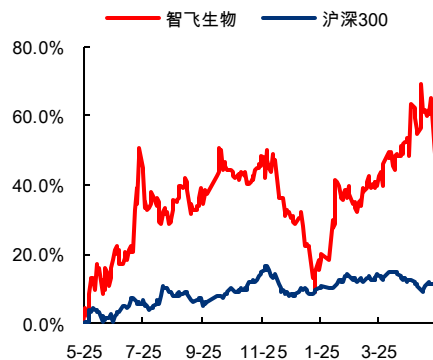
Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间（元）	18.83-12.78
总市值（亿元）	301.28
流通市值（亿元）	162.22
总股本/流通A股（万股）	160000/86152
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.75

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

### 3、疫苗事件影响淡去，AC-Hib 三联苗发力在即

1) 山东疫苗事件爆发后，公司二类苗业务受到较大影响，16 年收入为 4.46 亿，同比下降 37.43%；净利润为 0.32 亿，同比下降 83.53%。但是随着二类苗事件影响逐渐平息，公司业务逐渐恢复，16 年 Q3、Q4 收入环比增长 121.97%和 93.43%。17 年初，在大部分省份的二类苗招采平台已经投入运行的情况下，公司业绩进一步恢复，Q1 已经基本与去年持平。2) 公司核心产品三联苗 AC-Hib，在接种总价格与单联苗相差不大的基础上，减少了接种次数，减少了副作用的发生机率，符合未来疫苗多联多价的发展方向，我们认为凭借公司强大的销售团队以及三联苗产品优势，公司 17 年有望实现 350-400 万支的销售目标，按照目前 220 元左右的中标价格，我们预计单单三联苗将贡献 4 个亿左右的净利润。3) 另外公司已重新同默沙东签订甲肝和 23 价肺炎多糖疫苗的代理协议，17-19 年协商采购额分别为 2.03、2.54、2.52 以及 1.90 亿元，增厚公司业绩的同时，进一步加深同默沙东的合作关系。

### 4、研发管线丰富，重磅产品预防微卡持续推进，五价轮状上市预期强烈

公司研发管线丰富，在研产品当中：1) 结核体内诊断试剂，目前正在进行 III 期临床，未来有望凭借价格优势，替代目前市场上普遍使用的  $\gamma$  干扰素检测方法；2) 预防微卡目前已进入临床 III 期。国内结核病发病数排在甲、乙类传染病的第 2 位，某些地区甚至存在 20%的带菌人群，发病率接近 5%。目前的市场使用的卡介苗预防效力不佳的情况下，预计未来微卡上市后将大面积铺开，我们预计未来市场规模将达到 10 亿级别规模。3) 公司代理默沙东的五价轮状病毒疫苗，已于今年 2 月进入有限审评程序，我们认为 17 年内获批是大概率事件。轮状病毒是引发婴幼儿严重急性肠胃炎的首要原因。在我国，每年大约有 1000 万婴幼儿患轮状病毒感染性胃肠炎，约占 2 岁以下婴幼儿的 1/4，是引起婴幼儿严重腹泻的最主要病原。我们预计五价轮状病毒疫苗上市后，将凭借免疫效价优势，迅速占领市场，根据目前兰州所单价轮状病毒的销售情况，预计销售峰值也将得到 10 亿规模级别

### 结论：

不考虑未来五价轮状病毒疫苗以及预防微卡等重磅产品带来的业绩增量，我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 4.43 亿元、6.33 亿元以及 8.11 亿元，同比增长 1286%、42.74%以及 28.18%；EPS 分别为 0.28 元，0.40 元以及 0.51 元。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

### 风险提示：

三联苗销售低于预期；HPV 疫苗销售低于预期

**公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1359	1138	1643	4547	5868	<b>营业收入</b>	713	446	1378	3182	4032
货币资金	809	658	747	1336	1693	<b>营业成本</b>	142	35	180	1056	1401
应收账款	315	300	264	610	773	营业税金及附加	5	6	12	29	36
其他应收款	112	60	184	425	539	营业费用	239	202	372	700	847
预付款项	7	12	12	13	14	管理费用	126	154	345	732	887
存货	108	104	336	1969	2611	财务费用	-28	-18	-18	-30	-30
其他流动资产	1	3	28	28	28	资产减值损失	10.50	38.10	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1322	1571	1354	1292	1227	公允价值变动收益	0.78	-0.78	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	622	622	582	556	548	<b>营业利润</b>	221	29	487	696	892
无形资产	219	213	192	171	149	营业外收入	11.14	7.62	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	61	88	88	88	88	营业外支出	1.08	0.66	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	2682	2709	2998	5839	7095	<b>利润总额</b>	231	36	487	696	892
<b>流动负债合计</b>	125	101	110	2508	3196	所得税	33	3	44	63	80
短期借款	0	0	0	2088	2654	<b>净利润</b>	197	33	443	633	811
应付账款	73	53	44	258	342	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	2	2	3	3	归属母公司净利润	197	33	443	633	811
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	440	265	530	728	926
<b>非流动负债合计</b>	87	88	56	56	56	<b>BPS（元）</b>	0.25	0.02	0.28	0.40	0.51
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	212	188	166	2565	3253	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-11.01%	-37.43%	209.01%	130.91%	26.71%
实收资本（或股	800	1600	1600	1600	1600	营业利润增长	28.22%	-86.95%	1592.99%	42.74%	28.18%
资本公积	1008	208	208	208	208	归属于母公司净利	33.38%	-83.53%	1263.59%	42.74%	28.18%
未分配利润	677	630	852	1168	1574	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2469	2521	2832	3275	3843	毛利率（%）	80.11%	92.10%	86.92%	66.80%	65.26%
<b>负债和所有者权</b>	2682	2709	2998	5839	7095	净利率（%）	27.70%	7.29%	32.18%	19.89%	20.12%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润（%）		7.36%	1.20%	14.79%	10.84%
单位：百万元						ROE（%）	7.99%	1.29%	15.66%	19.33%	21.11%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	223	90	75	-1339	4	资产负债率（%）	8%	7%	6%	44%	46%
净利润	197	33	443	633	811	流动比率	10.84	11.31	14.98	1.81	1.84
折旧摊销	247	255	0	63	65	速动比率	9.98	10.28	11.92	1.03	1.02
财务费用	-28	-18	-18	-30	-30	<b>营运能力</b>					
应付帐款的变化	0	0	35	-346	-163	总资产周转率	0.26	0.17	0.48	0.72	0.62
预收帐款的变化	0	0	0	0	1	应收账款周转率	2	1	5	7	6
<b>投资活动现金流</b>	-337	-152	100	0	0	应付账款周转率	13.49	7.07	28.34	21.11	13.46
公允价值变动收	1	-1	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
长期股权投资减	0	0	16	0	0	每股收益（最新摊	0.25	0.02	0.28	0.40	0.51
投资收益	1	0	0	0	0	每股净现金流（最新	-0.41	-0.02	0.06	0.37	0.22
<b>筹资活动现金流</b>	-214	25	-87	1929	353	每股净资产（最新摊	3.09	1.58	1.77	2.05	2.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	73.24	915.50	66.06	46.28	36.11
普通股增加	0	800	0	0	0	P/B	5.93	11.62	10.35	8.95	7.62
资本公积增加	-6	-800	0	0	0	EV/EBITDA	31.42	107.87	53.91	41.30	32.68
<b>现金净增加额</b>	-327	-37	88	590	357						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第一名团队首席研究员，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016 年 12 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。