

业绩爆发高成长，代理HPV空间广大

——智飞生物（300122）事件点评

2017年08月14日

推荐/维持

智飞生物

事件点评

事件：

公司发布 17 年中报，其中营业收入 4.45 亿元，同比增长 142.01%；归母净利润 1.72 亿元，同比增长 1326.96%；扣非净利润 1.68 亿元，同比增长 1629.61%。二季度单季度收入 2.83 亿元，同比增长 607.50%；归母净利润 1.11 亿元，上年同期为-0.47 亿元。

主要观点：

1. 业绩爆发大幅增长，疫苗龙头王者归来

公司发布 17 年中报，业绩大幅增长，其中营业收入 4.45 亿，同比增长 142.01%，主要是疫苗事件后疫苗销售渠道恢复、公司加大销售力度，并且重新代理默沙东的 23 价肺炎和甲肝疫苗以及疫苗流通“一票制”的原因；归母净利润 1.72 亿，同比增长 1326.96%；扣非净利润 1.68 亿元，同比增长 1629.61%，公司利润超大幅增长主要是同期受疫苗事件影响利润较低（1200 万元），但是对比公司 14 年中报业绩 0.96 亿，15 年中报业绩 1.08 亿，同样保持大幅增长；其他主要财务指标方面，应收账款同比增长 56.92%，主要是同期疫苗事件影响、销售收入增加、疫苗“一票制”的原因；存货增长 88.46%，主要是公司作为代理商，采购默沙东 23 价肺炎和甲肝疫苗的原因。公司是疫苗事件后，业绩爆发性最强的公司，同时代理产品重磅，潜力品种众多，研发管线储备良好，未来有望持续保持高速增长。

2. AC-Hib 三联苗发力助力中报业绩大幅增长

公司核心产品 AC-Hib15 年底上市，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，具有明显的产品和患者依从性优势。16 年由于受到山东疫苗事件影响销量较低，17 年随着销售渠道的恢复，迅速放量，根据我们草根调研情况，部分区域一季度增长在 2-3 倍左右，我们预计半年销售量在 170 万支左右，贡献公司大部分业绩，助力公司中报业绩高速增长。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 400-450 万支的销售目标，按照目前 220 元左右的中标价格，预计单单三联苗将贡献 4 个亿左右的净利润。

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

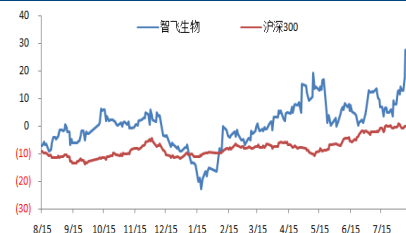
Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	24.06-12.78
总市值（亿元）	325.3
流通市值（亿元）	175.1
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

《智飞生物（300122）中报预增点评：中报预增 12-15 倍，业绩爆发一触在即》07.01

《智飞生物（300122）事件点评：代理 HPV 终获批，未来分享千亿蓝海市场》05.23

3、独家代理默沙东四价 HPV 疫苗，蓝海市场千亿级别空间广大

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。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。鉴于国内市场的潜在蓝海以及目前良好的竞争格局，再加上优秀的销售团队，我们认为 HPV 疫苗上市后将迅速放量，智飞将同默沙东共享国内千亿市场。目前默沙东四价 HPV 疫苗已在云南省成功中标，价格为 798 元/剂，其他河南、河北等省份也都以投标，如果顺利甚至有可能年内产生销售，未来 HPV 疫苗上市后将为智飞生物业绩带来爆发性增长。

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 γ 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 月进入优先审评程序，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：

暂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，我们看好公司未来发展，鉴于公司在疫苗市场上的多年耕耘和强大的销售团队，以及 AC-Hib 三联苗的良好销售情况和重磅产品四价 HPV 疫苗未来巨大的市场空间，维持公司盈利预测不变，17-19 年归母净利润分别为 4.43 亿元、12.23 亿元以及 17.05 亿元，同比增长 1286%、176%以及 39%；EPS 分别为 0.28 元，0.76 元以及 1.07 元。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；行业性事件影响

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	
流动资产合计	1359	1138	1643	7934	10492	营业收入	713	446	1378	5240	6905
货币资金	809	658	747	2201	2900	营业成本	142	35	180	1993	2652
应收账款	315	300	264	1005	1324	营业税金及附加	5	6	12	47	62
其他应收款	112	60	184	700	923	营业费用	239	202	372	1048	1312
预付款项	7	12	12	14	15	管理费用	126	154	345	838	1036
存货	108	104	336	3714	4942	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
非流动资产合计	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	营业利润	221	29	487	1344	1874
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
资产总计	2682	2709	2998	9226	11720	利润总额	231	36	487	1344	1874
流动负债合计	125	101	110	5482	6782	所得税	33	3	44	121	169
短期借款	0	0	0	4731	5797	净利润	197	33	443	1223	1705
应付账款	73	53	44	486	647	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	2	2	3	4	归属母公司净利润	197	33	443	1223	1705
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	440	265	530	1376	1908
非流动负债合计	87	88	56	56	56	BPS (元)	0.25	0.02	0.28	0.76	1.07
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	212	188	166	5539	6838	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-11.01%	-37.43%	209.01%	280.26%	31.77%
实收资本（或股	800	1600	1600	1600	1600	营业利润增长	28.22%	-86.95%	1592.99%	175.82%	39.40%
资本公积	1008	208	208	208	208	归属于母公司净利	33.38%	-83.53%	1263.59%	175.82%	39.40%
未分配利润	677	630	852	1463	2316	获利能力					
归属母公司股东	2469	2521	2832	3688	4881	毛利率(%)	80.11%	92.10%	86.92%	61.97%	61.59%
负债和所有者权	2682	2709	2998	9226	11720	净利率(%)	27.70%	7.29%	32.18%	23.34%	24.69%
现金流量表						总资产净利润(%)		7.36%	1.20%	14.79%	13.26%
						ROE(%)	7.99%	1.29%	15.66%	33.17%	34.93%
单位：百万元						偿债能力					
经营活动现金流	223	90	75	-2941	115	资产负债率(%)	8%	7%	6%	60%	58%
净利润	197	33	443	1223	1705	流动比率	10.84	11.31	14.98	1.45	1.55
折旧摊销	247	255	0	63	65	速动比率	9.98	10.28	11.92	0.77	0.82
财务费用	-28	-18	-18	-30	-30	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	35	-741	-319	总资产周转率	0.26	0.17	0.48	0.86	0.66
预收帐款的变化	0	0	0	1	1	应收账款周转率	2	1	5	8	6
投资活动现金流	-337	-152	100	0	0	应付账款周转率	13.49	7.07	28.34	19.78	12.19
公允价值变动收	1	-1	0	0	0	每股指标(元)					
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	0.76	1.07
投资收益	1	0	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.41	-0.02	0.06	0.91	0.44
筹资活动现金流	-214	25	-87	4395	585	每股净资产(最新摊	3.09	1.58	1.77	2.30	3.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	73.24	915.50	66.06	23.95	17.18
普通股增加	0	800	0	0	0	P/B	5.93	11.62	10.35	7.94	6.00
资本公积增加	-6	-800	0	0	0	EV/EBITDA	31.42	107.87	53.91	23.13	16.87
现金净增加额	-327	-37	88	1454	699						

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。