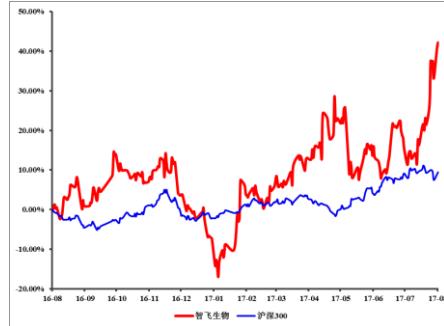


## 生物制品

报告原因：半年度报告点评

2017年8月15日

### 近一年股价走势



### 市场数据：2017年8月15日

收盘价（元）	23.50
年内最高/最低（元）	24.45/13.72
流通股/总股本（亿）	8.69/16.00
流通股市值（亿元）	204
总市值（亿元）	376

### 基础数据：2017年6月30日

每股净资产（元）	1.67
每股资本公积（元）	0.13
每股未分配利润（元）	0.49

数据来源：Wind，山西证券研究所

### 分析师

张旭

执业证书编号：S0760511010001

Tel: 0351-8686835

Email: [zhangxu@sxzq.com](mailto:zhangxu@sxzq.com)

### 研究助理

刘建宏

Tel: 0351-8686724

Email: [liujianhong@sxzq.com](mailto:liujianhong@sxzq.com)

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686990  
山西证券股份有限公司  
<http://www.i618.com.cn>

## 智飞生物（300122.SZ）

维持

二类疫苗销售恢复良好，四价 HPV 疫苗最受瞩目

增持

公司研究/点评报告

**事件描述：**智飞生物发布 2017 年半年度报告，上半年公司实现营业收入 4.45 亿元，同比增长 142.01%；归属于上市公司股东的净利润 1.72 元，同比增长 1,326.96%。

### 事件点评：

- **行业事件影响渐消除，二类疫苗销售良好。**报告期内，去年疫苗事件带来的行业影响正逐渐消除，行业新政已逐步落地实施，二类疫苗销售工作陆续恢复，同时公司以重磅独家的 AC-Hib 联合疫苗为核心，持续狠抓自营自销自有产品，以自有产品销售为利润增长点，依托庞大的销售队伍，全面开展疫苗产品的推广、销售工作，成果显著。上半年公司自主产品二类疫苗实现营业收入 4.15 亿元，同比增加 145.93%，占比总营业收入的 93.29%。
- **与默沙东合作良好稳定，四价 HPV 疫苗最受瞩目。**公司与默沙东维持着良好稳定的合作，报告期内与美国默沙东公司续签了疫苗经销与推广服务协议，公司继续独家负责默沙东 23 价肺炎疫苗及灭活甲肝疫苗的中国大陆市场推广销售工作。此外，最受瞩目独家代理的默沙东四价 HPV 疫苗于今年 5 月国内获批，目前招投标工作正在有序推进中，公示数据显示，该协议产品已经在云南中标，中标价为 798 元/支（2394/人份三支），依据《中国统计年鉴 2016》，2015 年我国 20-45 岁年龄段女性约为 2.8 亿左右，从消费者基数来看，产品市场规模巨大。产品有望在 2018 年左右上市，双方基础采购计划为第一年度约 11.4 亿元，第二年度约 14.83 亿元，第三年度约 18.53 亿元，未来将会为公司带来极为可观的利润。
- **推出再融资计划，利于公司可持续发展。**公司借力资本市场进一步深化研发，于四月份推出上市后首份再融资计划，拟非公开发行不超过 1 亿股募资不超过 23.5 亿元，投向智飞绿竹新型联合疫苗产业化项目（第一期）、智飞龙科马人用狂犬病疫苗（二倍体细胞）产业化项目以及智飞龙科马生物制药产业园（A 区）项目之研发中心项目，本次再融资计划若顺利实施，将进一步丰富公司产品研发的现金流，保证公司研发的长远布局，有利于公司实现可持续的长期发展战略。

### 投资建议：

- 公司自主独家产品 AC-Hib 联合疫苗销售状况良好，独家代理产品四价 HPV 疫苗市场空间巨大。我们预测公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.29、0.60 和 0.98 元（上调 2018 与 2019 年），以 8 月 15 日收盘价 23.50 元计算，2017-2019 年 PE 分别为 80.8、39.3 和 24.1 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**疫苗安全风险、代理产品销售不及预期的风险、研发项目未达预期风险、行业政策风险、应收账款呆坏账风险。

图表 1 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,138	1,490	3,639	5,679	营业收入	446	1,223	2,882	4,492
现金	658	465	587	918	营业成本	35	85	490	584
应收账款	359	788	1,969	3,194	营业税金及附加	6	13	31	48
其他应收款	60	175	417	631	销售费用	202	428	885	1,372
预付账款	12	17	49	99	管理费用	154	173	336	553
存货	105	121	846	1,194	财务费用	(18)	(8)	28	120
其他流动资产	(57)	(76)	(227)	(356)	资产减值损失	38	1	7	4
非流动资产	1,571	1,256	748	351	公允价值变动收益	(1)	0	0	(0)
长期投资	0	3	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	622	582	543	504	营业利润	29	531	1,106	1,812
无形资产	213	199	186	173	营业外收入	8	18	20	25
其他非流动资产	736	471	18	(327)	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,709	2,746	4,387	6,030	利润总额	36	548	1,125	1,836
流动负债	101	118	2,110	4,702	所得税	3	82	169	275
短期借款	0	0	1,450	3,797	净利润	33	466	956	1,561
应付账款	53	61	447	610	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	47	57	213	295	归属母公司净利润	33	466	956	1,561
非流动负债	88	185	154	209	EBITDA	65	576	1,187	1,984
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.02	0.29	0.60	0.98
负债合计	188	304	2,264	4,911					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1,600	1,600	1,600	1,600					
资本公积	208	192	192	192					
留存收益	713	650	331	(672)					
归属母公司股东权益	2,521	2,442	2,123	1,120					
负债和股东权益	2,709	2,746	4,387	6,030					
主要财务比率									
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E					
成长能力									
营业收入	-37.43%	174.26%	135.66%	55.86%					
营业利润	-86.95%	1745.75%	108.21%	63.86%					
归属于母公司净利润	-83.53%	1331.73%	105.40%	63.22%					
获利能力									
毛利率(%)	92.10%	93.01%	83.01%	87.01%					
净利率(%)	7.29%	38.07%	33.18%	34.75%					
ROE(%)	1.29%	19.06%	45.04%	139.41%					
ROIC(%)	0.89%	26.17%	42.03%	40.26%					
偿债能力									
资产负债率(%)	6.95%	11.06%	51.60%	81.43%					
净负债比率(%)	-17.69%	-11.35%	-13.32%	-9.35%					
流动比率	11.31	12.59	1.72	1.21					
速动比率	10.27	11.56	1.32	0.95					
营运能力									
总资产周转率	0.17	0.45	0.81	0.86					
应收账款周转率	1.45	2.68	2.66	2.18					
应付账款周转率	7.07	21.44	11.35	8.50					
每股指标(元)									
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.29	0.60	0.98					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	0.19	(0.02)	0.42					
每股净资产(最新摊薄)	1.58	1.53	1.33	0.70					
估值比率									
P/E	1156.2	80.8	39.3	24.1					
P/B	14.9	15.4	17.7	33.6					
EV/EBITDA	396.47	65.04	33.36	21.31					

资料来源：山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

**投资评级的说明：**

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。