

## 三联苗+四价HPV，公司业绩步入爆发时期

### 投资要点

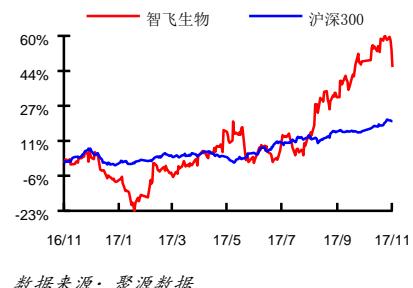
- 事件：**公司发布公告，2017年前三季度实现营收7.69亿元，同比+181.5%；归母净利润2.85亿元，同比+4118.7%；扣非归母净利润2.80亿元，同比+7951.1%。经营性净现金流1.10亿元，同比+1518.6%。EPS0.18元。
- 疫苗行业回暖，三联苗销售带动公司业绩高速增长。**公司2017年前三季度实现收入和归母净利润同比分别为+181.5%和+4118.7%，单季度看收入和归母净利润同比分别为+262.7%和2249.6%，业绩高速增长。公司营收和利润高速增长主要系二类苗销售顺利恢复+为默沙东提供推广服务产生的服务费收入增加，我们认为三联苗已成当前公司业绩核心增长点，2015-2016年三联苗批签发量分别为489和22万支，经过2016年山东疫苗事件消化后，公司三联苗恢复高速增长态势，2017H1批签发量183万支，Q3批签发量155万支，全年销量有望达到400万支。考虑到对Hib疫苗的替代，我们估计三联苗销售峰值或超800万支，收入超16亿元，覆盖200万人，替代率25%，渗透率12%左右。
- 四价HPV疫苗已报批签发，2018年放量可期。**公司代理的默沙东的4价HPV疫苗在今年5月获批。9月，公司与美国默沙东在原协议基础上针对四价HPV疫苗在中国大陆获批上市后的部分事项做出了修订和补充，明确了2017年9月至2021年6月的基础采购计划，其中2017-2021年分别为5.42亿、13.72亿、17.84亿、22.30亿和6.17亿元。目前四价HPV疫苗已获得进口药品通关单，现处于批签发阶段，预计年底前可完成批签发，即可进行销售。2016年全球四价HPV已突破20亿美元，为全球第二大畅销疫苗。考虑到目前国内适龄女性近3亿人，增量900万人，考虑到目前中标价798元/支，3针合计2400元，增量渗透率达30%，约合270万人，规模达65亿元；若存量市场渗透率达2%，则覆盖600万人，市场规模将超130亿元。即不管是存量市场还是增量市场，四价HPV均为超级重磅产品，2018年放量可期。
- 代理五价轮状病毒疫苗预计2018年上市，公司在研品种储备丰富。**公司代理默沙东的五价轮状病毒疫苗已纳入优先审评，预计2018年获批上市，将成为公司另一业绩增长点。同时公司自主研发的冻干Hib疫苗、15价肺炎疫苗和冻干人用狂犬疫苗（MRC-5）等产品相继获得临床批件，公司后续产品梯队储备丰富，结合公司的渠道优势，公司疫苗领域的行业龙头地位稳固。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为3.9亿元、12.0亿元和16.6亿元，对应当前估值分别为108倍、35倍和25倍。考虑到公司业绩的爆发性和疫苗行业的龙头地位，给予2018年50倍估值，首次覆盖给予“买入”评级，目标价37.5元。
- 风险提示：**AC-Hib疫苗等核心产品销售不及预期的风险；HPV疫苗推广及销售不及预期的风险；五价轮状疫苗上市进度和销售不及预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师：朱国广  
执业证号：S1250513070001  
电话：021-68413530  
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林  
执业证号：S1250516100001  
电话：023-67909731  
邮箱：ctl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	16.00
流通A股(亿股)	8.69
52周内股价区间(元)	13.97-28.97
总市值(亿元)	420.80
总资产(亿元)	35.06
每股净资产(元)	1.74

### 相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	445.95	1193.14	5371.33	7584.40
增长率	-37.43%	167.55%	350.18%	41.20%
归属母公司净利润(百万元)	32.52	390.11	1204.69	1655.60
增长率	-83.53%	1099.60%	208.80%	37.43%
每股收益EPS(元)	0.02	0.24	0.75	1.03
净资产收益率ROE	1.29%	13.46%	30.54%	32.39%
PE	1294	108	35	25
PB	16.69	14.52	10.67	8.23

数据来源：Wind, 西南证券

## 公司概况：

智飞生物是国内集研发、生产和销售为一体的疫苗龙头企业，从2008-2015年，公司收入整体在6-8亿元区间浮动，2015-2016年公司自产产品毛利率贡献超过代理业务，成为公司主要利润来源。归母净利润在2007-2010年主要因新产品上量带动业绩从1.5亿快速增长到了2.6亿元，收入贡献从代理为主，逐渐转为自产产品为主。2010年后公司原有产品格局恶化，导致净利润增速呈下降趋缓，到2015年左右，重磅产品AC-Hib三联苗上市后带动了公司业绩快速增长，但2016年受山东疫苗事件影响，收入和利润受挫，到2017年前三季度显著恢复，公司正式步入高增长时期。

**图1：2007-2017Q1-3公司营收及增速情况**



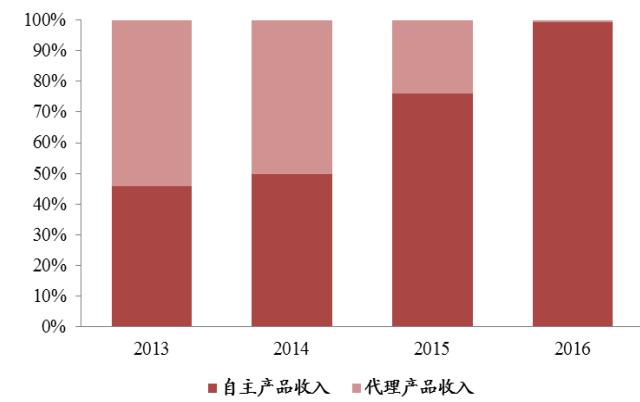
数据来源：wind、西南证券整理

**图2：2007-2017Q1-3公司归母净利润及增速情况**



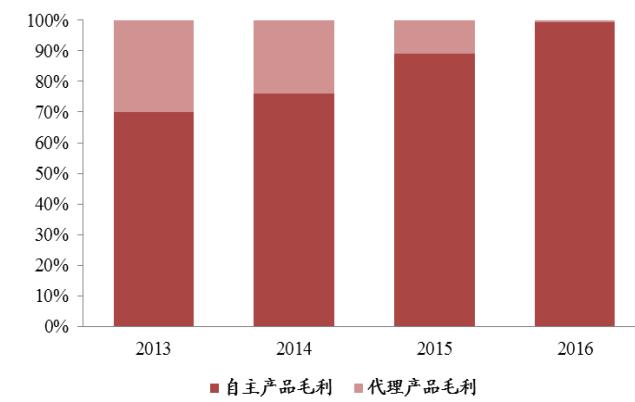
数据来源：wind、西南证券整理

**图3：2013-2016年公司收入结构变化**



数据来源：wind、西南证券整理

**图4：2013-2016年公司毛利结构变化**



数据来源：wind、西南证券整理

目前在研产品梯队方面，公司多个重磅产品在研，其中15价肺炎结合疫苗、第三代狂犬和EV71手足口疫苗前景广阔，为公司长期发展奠定基础。

**表 1：公司已获批产品情况**

药品名称	类型	批准文号	同品种数（同品规数）
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	二类苗	国药准字 S20070018	2(1)
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	二类苗	国药准字 S20110024	6(5)
AC 群脑膜炎球菌(结合)b 型流感嗜血杆菌(结合)联合疫苗	二类苗	国药准字 S20140003	1(1)
伤寒 Vi 多糖疫苗	二类苗	国药准字 S20140007	7(2)
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗	一类苗	国药准字 S20110015	4(4)
A、C、Y、W135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	二类苗	国药准字 S20070025	6(2)
注射用母牛分歧杆菌	治疗用生物制品	国药准字 S20010003	1(1)

数据来源：药智网、西南证券整理

**表 2：智飞生物在研产品梯队情况**

受理号	药品名称	承办日期	状态开始日	审评结论
CXSL1300124	15 价肺炎球菌结合疫苗	2014-06-05	2017-09-27	批准临床
CXSL1500073	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)	2015-08-26	2017-05-26	批准临床
CXSL1500006	四价流感病毒裂解疫苗	2015-03-03	2017-01-23	批准临床
CXSL1500045	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	2015-08-13	2016-12-30	批准临床
CXSL1600068	皮内注射用卡介苗	2016-10-12	2016-10-11	在审评审批中
CXSL1100083	23 价肺炎球菌多糖疫苗	2012-04-05	2015-07-27	批准临床
CXSL1200064	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	2012-11-30	2015-01-26	批准临床
CXSL1200007	A、C、Y、W135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	2012-06-11	2014-10-24	批准临床
CXSL1100082	肠道病毒 71 型灭活疫苗	2012-04-24	2012-04-23	在审评审批中

数据来源：药智网、西南证券整理

### 关键假设：

假设 1：公司 AC-Hib 三联苗，我们预计公司 2017-2019 年销量分别为 400 万、600 万和 750 万支，毛利率维持在 93%；

假设 2：公司代理的四价 HPV 疫苗，我们预计 2018-2019 年销量分别为 450 万和 600 万支，代理的五价轮状疫苗预计 2018 年上市，预计 2018-2019 年销量分别为 50 万和 300 万支，代理产品毛利率维持在 45%；

假设 3：考虑到行业恢复和代理业务收入占比增加，我们预计销售费用率和管理费用率将逐步回归正常，我们预计 2018-2019 年公司销售费用率分别为 30.00%、20.00% 和 19.00%，管理费用率分别为 20.00%、12.00% 和 11.00%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	800.94	712.74	445.95	1,193.14	5,371.33	7,584.40
yoy	2.66%	-11.01%	-37.43%	167.55%	350.18%	41.20%
合计：营业成本	310.79	141.76	35.22	132.26	2,170.06	3,193.25
毛利率	61.20%	80.11%	92.10%	88.92%	59.60%	57.90%
自主产品						
收入	370.84	533.86	438.77	1,088.14	1,567.56	1,964.70
yoy	14.3%	44.0%	-17.8%	148.00%	44.06%	25.33%
成本	31.57	34.49	31.81	77.01	110.99	139.42
毛利率	91.49%	93.54%	92.75%	92.92%	92.92%	92.90%
自主产品-二类苗						
收入	289.74	465.35	410.78	1,074.15	1,546.58	1,933.22
yoy	10.6%	60.6%	-11.7%	161.49%	43.98%	25.00%
成本	18.93	26.52	28.3	75.19	108.26	135.33
毛利率	93.47%	94.30%	93.11%	93.00%	93.00%	93.00%
自产二类苗-AC-Hib						
收入			203.88	815.53	1,223.30	1,529.13
yoy					50.00%	25.00%
价格（元/支）			210	210	210	210
销量（万支）			100	400	600	750
自主二类苗-其他						
收入			206.90	258.62	323.28	404.09
yoy				25.00%	25.00%	25.00%
治疗性生物制品						
收入	80.74	68.5	27.98	13.99	20.99	31.48
yoy	33.5%	-15.2%	-59.2%	-50.00%	50.00%	50.00%
成本	12.36	7.97	3.51	1.82	2.73	4.09
毛利率	84.69%	88.36%	87.46%	87.00%	87.00%	87.00%

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>代理产品</b>						
收入	374.7	166.86	2.94	100.00	3,737.77	5,545.70
yoy	-2.8%	-55.5%	-98.2%		3637.77%	48.37%
成本	268.5	104.8	0.79	55.00	2,055.77	3,050.13
毛利率	28.34%	37.19%	73.13%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>代理产品-其他</b>						
收入	374.7	166.86	2.94	100.00	130.00	169.00
yoy	-2.8%	-55.5%	-98.2%		30.00%	30.00%
成本	268.5	104.8	0.79			
毛利率	28.34%	37.19%	73.13%			
<b>代理产品-HPV</b>						
收入				0.00	3,486.41	4,648.54
yoy						33.33%
价格（元/支）				798	798	798
销量（万支）				0	<b>450</b>	<b>600</b>
基层采购额				542	1,372	1,784
<b>代理产品-五价轮状</b>						
收入				0.00	121.36	728.16
yoy						500.00%
价格（元/支）				250.00	250.00	250.00
销量（万支）				0	<b>50.00</b>	<b>300.00</b>
<b>服务费</b>						
收入		12.02	4.24	5.00	66.00	74.00
yoy				17.81%	1220.00%	12.12%
成本				0.25	3.30	3.70
毛利率				95.00%	95.00%	95.00%
23价肺炎+甲肝						
<b>推广服务费</b>				62	66	74
采购额				203	254	252

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	445.95	1193.14	5371.33	7584.40	净利润	32.52	390.11	1204.69	1655.60
营业成本	35.22	132.26	2170.06	3193.25	折旧与摊销	57.40	102.58	102.58	102.58
营业税金及附加	5.54	11.80	54.71	79.33	财务费用	-18.45	-8.03	27.39	120.08
销售费用	201.62	357.94	1074.27	1441.04	资产减值损失	38.10	15.00	15.00	15.00
管理费用	154.36	238.63	644.56	834.28	经营营运资本变动	48.12	-617.12	-5873.26	-2893.84
财务费用	-18.45	-8.03	27.39	120.08	其他	-67.74	-13.89	-14.36	-14.20
资产减值损失	38.10	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	89.95	-131.34	-4537.97	-1014.77
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-211.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.78	-0.78	-0.78	-0.78	其他	59.47	-0.78	-0.78	-0.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-151.78	-0.78	-0.78	-0.78
<b>营业利润</b>	<b>28.78</b>	<b>444.76</b>	<b>1384.56</b>	<b>1900.63</b>	短期借款	0.00	0.00	4740.17	1845.16
其他非经营损益	6.95	7.36	7.67	7.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>35.74</b>	<b>452.12</b>	<b>1392.24</b>	<b>1908.08</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.22	62.01	187.54	252.48	支付股利	-80.00	-13.18	-158.10	-488.22
<b>净利润</b>	<b>32.52</b>	<b>390.11</b>	<b>1204.69</b>	<b>1655.60</b>	其他	104.87	8.03	-27.39	-120.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	24.87	-5.15	4554.68	1236.86
归属母公司股东净利润	32.52	390.11	1204.69	1655.60	<b>现金流量净额</b>	<b>-36.35</b>	<b>-137.28</b>	<b>15.93</b>	<b>221.31</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
货币资金	658.48	521.20	537.13	758.44	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	371.92	857.87	4454.48	6348.99	销售收入增长率	-37.43%	167.55%	350.18%	41.20%
存货	104.45	394.41	6490.55	9551.37	营业利润增长率	-86.95%	1445.20%	211.30%	37.27%
其他流动资产	3.37	9.02	40.62	57.36	净利润增长率	-83.53%	1099.60%	208.80%	37.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-71.39%	696.24%	180.83%	40.20%
投资性房地产	0.89	0.89	0.89	0.89	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1109.54	1035.72	961.90	888.08	毛利率	92.10%	88.92%	59.60%	57.90%
无形资产和开发支出	316.01	287.84	259.66	231.49	三费率	75.69%	49.33%	32.51%	31.58%
其他非流动资产	144.81	144.22	143.63	143.04	净利润率	7.29%	32.70%	22.43%	21.83%
<b>资产总计</b>	<b>2709.47</b>	<b>3251.18</b>	<b>12888.87</b>	<b>17979.66</b>	ROE	1.29%	13.46%	30.54%	32.39%
短期借款	0.00	0.00	4740.17	6585.33	ROA	1.20%	12.00%	9.35%	9.21%
应付和预收款项	81.51	193.68	2940.06	4463.71	ROIC	0.55%	18.27%	22.41%	17.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.19%	45.20%	28.20%	28.00%
其他负债	106.71	159.31	1263.86	1818.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>188.21</b>	<b>352.98</b>	<b>8944.09</b>	<b>12867.50</b>	总资产周转率	0.17	0.40	0.67	0.49
股本	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	固定资产周转率	0.72	2.04	10.51	17.34
资本公积	207.96	207.96	207.96	207.96	应收账款周转率	1.45	2.50	2.88	2.03
留存收益	713.29	1090.23	2136.82	3304.20	存货周转率	0.33	0.53	0.63	0.40
归属母公司股东权益	2521.26	2898.19	3944.78	5112.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2521.26</b>	<b>2898.19</b>	<b>3944.78</b>	<b>5112.17</b>	资产负债率	6.95%	10.86%	69.39%	71.57%
负债和股东权益合计	2709.47	3251.18	12888.87	17979.66	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	53.00%	51.18%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	流动比率	11.31	6.72	1.30	1.31
EBITDA	67.73	539.31	1514.53	2123.30	速动比率	10.28	5.23	0.57	0.56
PE	1293.96	107.87	34.93	25.42	股利支付率	246.00%	3.38%	13.12%	29.49%
PB	16.69	14.52	10.67	8.23	<b>每股指标</b>				
PS	94.36	35.27	7.83	5.55	每股收益	0.02	0.24	0.75	1.03
EV/EBITDA	609.46	76.80	30.47	22.50	每股净资产	1.58	1.81	2.47	3.20
股息率	0.19%	0.03%	0.38%	1.16%	每股经营现金	0.06	-0.08	-2.84	-0.63
					每股股利	0.05	0.01	0.10	0.31

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn