

2017年11月30日

公司研究•证券研究报告

智飞生物 (300122.SZ)

牵手美年健康共建成人疫苗门诊 ,HPV 疫苗放量 在即

投资要点

- ◆ **牵手美年健康 ,共建成人疫苗接种点** :公司今日与美年健康签署了《战略合作协议》,双方拟共同设立成人预防接种门诊(特需预防接种门诊),并充分发挥各自专业领域的优势和资源,共同推进取得卫计委颁发的接种资质相关工作。在取得疫苗接种资质的前提下,双方分将积极推进在美年健康旗下体检中心开展疫苗接种业务的试点,包括但不限于 HPV 疫苗等品种,同时美年健康也保证尽力在旗下体检中心(不限于取得疫苗接种资质的体检中心)开始公司产品的推广及宣传业务,提高消费者对疾病的认知和疫苗的接受度。
- ◆ **联合美年健康积极推进 HPV 疫苗推广 ,公司 2018 年 HPV 疫苗快速放量可期** :默沙东的 4 价 HPV 疫苗是全球第二大疫苗品种,其中 Gardasil/ Gardasil9 2016 年全年实现销售收入 21.73 亿美元,同比上升 13.89%,2017 年上半年实现销售收入 10.01 亿美元,同比上升 30.00%。默沙东的 4 价 HPV 疫苗今年 5 月获得 CFDA 的注册批件,对应接种人群为人口数量 2.6 亿左右的 20-45 岁大群体女性,目前已在多省上市接种。公司拥有默沙东 4 价 HPV 疫苗独家代理权,最新中标价为 798 元/支,全程 3 针共需 2,394 元。美年健康是国内领先的专业体检和医疗服务集团,在全国 29 个省市拥有近 400 家医疗及体检中心 拥有强大的流量入口和品牌效益,我们认为,公司与美年健康达成战略合作,能够进一步促进 HPV 疫苗的宣传推广工作,有望进一步提升公司 HPV 疫苗在全国的渗透率和接种率,我们预计 2018 年公司的 HPV 疫苗将会进一步放量,大大增加公司业绩弹性。
- ◆ **自产代理产品齐放量 ,业绩高增长确定性强** : (1)除了公司代理的默沙东的 HPV 疫苗外,公司独家重磅产品 AC-Hib 三联苗也将逐渐放量,预计 2017 年全年 AC-Hib 三联苗的销售量有望达到 400 万支,出厂价约为 210 元左右,毛利率超过 90%,净利润率 50% 左右,预计今年全年贡献收入 8.40 亿元,净利润 4.20 亿元。(2)同时,公司自产的微卡用于预防结核病的试验已经进入Ⅲ期临床,今年有望揭盲,公司微卡有望作为第一个上市的预防结核杆菌感染高危人群肺结核发病的疫苗,率先抢占市场。(3)公司代理的默沙东五价轮状病毒疫苗轮达停已进入优先审批,预计 2018 年左右上市。我们预计轮达停上市之后,将会对现有的兰州所的罗威特有明显的替代作用,市场空间超 20 亿。(4)公司自研的 15 价肺炎球菌结合已经获得临床批件,相比于辉瑞的 13 价肺炎球菌结合疫苗,公司研制的 15 价肺炎球菌结合疫苗,涵盖了亚洲地区检出率最高的 15 种血清型,也符合国内的优势血清型分布,更适合亚洲人民接种,也是值得期待的一大重磅产品。
- ◆ **投资建议** :考虑到公司牵手美年健康进一步扩大 HPV 疫苗的销售,我们略微上调公司业绩水平 我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.27、0.76 和 1.09 元,维持买入-A 建议,12 个月目标价为 36.50 元,相当于 2018 年 48 倍的市盈率。

公司快报

医药 | 生物医药 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

36.50 元

股价(2017-11-29)

28.80 元

交易数据

总市值 (百万元)	46,080.00
流通市值 (百万元)	25,032.07
总股本 (百万股)	1,600.00
流通股本 (百万股)	869.17
12 个月价格区间	13.73/30.67 元

一年股价表现



资料来源 : 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.46	24.12	70.1
绝对收益	-0.28	21.11	52.62

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号 : S0910516020001
xuman@huajinsc.cn
021-20377088

报告联系人

郑巧
zhengqiao@huajinsc.cn
021-20377052

相关报告

- 智飞生物 : 自产代理齐放量 , 疫苗龙头打开高成长空间 2017-10-20
- 智飞生物 : 业绩大幅增长 , 多产品放量值得期待 2017-08-15
- 智飞生物 : 行业恢复促业绩回暖 , 期待独家重磅产品放量 2017-03-14

◆ 风险提示 : HPV 销售不达预期 , AC-Hib 三联苗销售不达预期 , 政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	712.7	445.9	1,246.7	6,053.3	8,878.3
同比增长(%)	-11.0%	-37.4%	179.6%	385.6%	46.7%
营业利润(百万元)	220.6	28.8	493.0	1,375.2	1,958.6
同比增长(%)	28.2%	-87.0%	1612.8%	178.9%	42.4%
净利润(百万元)	197.4	32.5	434.8	1,215.2	1,742.1
同比增长(%)	33.4%	-83.5%	1237.1%	179.5%	43.4%
每股收益(元)	0.12	0.02	0.27	0.76	1.09
PE	233.4	1,417.0	106.0	37.9	26.5
PB	18.7	18.3	16.8	13.6	10.7

数据来源 : 贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	712.7	445.9	1,246.7	6,053.3	8,878.3	年增长率					
减: 营业成本	141.8	35.2	143.0	2,362.0	3,531.6	营业收入增长率	-11.0%	-37.4%	179.6%	385.6%	46.7%
营业税费	4.7	5.5	11.6	57.2	92.2	营业利润增长率	28.2%	-87.0%	1612.8	178.9%	42.4%
销售费用	239.1	201.6	360.3	1,271.2	1,864.4	净利润增长率	33.4%	-83.5%	1237.1	179.5%	43.4%
管理费用	125.9	154.4	220.7	908.0	1,331.7	EBITDA 增长率	30.0%	-72.4%	749.4%	173.1%	40.5%
财务费用	-27.6	-18.5	-1.8	57.4	72.7	EBIT 增长率	30.9%	-94.6%	4656.0	191.6%	41.8%
资产减值损失	10.5	38.1	20.5	23.0	27.2	NOPLAT 增长率	32.6%	-94.3%	4447.4	194.5%	43.0%
加: 公允价值变动收益	0.8	-0.8	0.3	0.1	-0.1	投资资本增长率	7.1%	9.6%	69.3%	93.6%	-15.6%
投资和汇兑收益	1.5	-	0.3	0.6	0.3	净资产增长率	0.5%	2.1%	8.7%	24.1%	26.8%
营业利润	220.6	28.8	493.0	1,375.2	1,958.6						
加: 营业外净收支	10.1	7.0	6.7	7.9	7.2						
利润总额	230.7	35.7	499.7	1,383.1	1,965.8						
减: 所得税	33.3	3.2	64.9	167.9	223.7						
净利润	197.4	32.5	434.8	1,215.2	1,742.1						
资产负债表						盈利能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率	80.1%	92.1%	88.5%	61.0%	60.2%
货币资金	809.1	658.5	436.3	1,816.0	2,663.5	营业利润率	31.0%	6.5%	39.5%	22.7%	22.1%
交易性金融资产	0.8	-	0.3	0.3	0.2	净利润率	27.7%	7.3%	34.9%	20.1%	19.6%
应收帐款	427.0	359.3	1,274.1	7,333.3	5,970.2	EBITDA/营业收入	32.8%	14.5%	44.0%	24.7%	23.7%
应收票据	6.6	0.3	30.1	97.6	82.6	EBIT/营业收入	27.1%	2.3%	39.4%	23.7%	22.9%
预付帐款	7.4	12.4	20.9	684.6	602.2						
存货	108.0	104.4	318.8	2,305.6	1,618.4						
其他流动资产	0.6	3.4	3.3	2.4	3.0						
可供出售金融资产	7.0	16.0	7.7	10.2	11.3						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	-	-	-	-	-						
投资性房地产	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9						
固定资产	622.2	621.9	686.0	736.5	773.4						
在建工程	292.8	487.7	573.9	606.5	635.9						
无形资产	218.8	213.2	207.0	200.9	194.7						
其他非流动资产	180.5	231.6	172.6	190.2	195.1						
资产总额	2,681.6	2,709.5	3,731.9	13,985.0	12,751.3						
短期债务	-	-	420.0	2,391.1	3,060.8						
应付帐款	93.7	72.4	216.7	5,912.7	5,074.0						
应付票据	0.9	1.5	43.1	585.5	175.1						
其他流动负债	30.8	26.7	25.6	47.0	44.0						
长期借款	-	-	205.1	1,563.7	-						
其他非流动负债	87.0	87.6	82.1	85.5	85.1						
负债总额	212.4	188.2	992.6	10,585.4	8,439.1						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	800.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0						
留存收益	1,768.7	921.3	1,139.4	1,799.5	2,712.3						
股东权益	2,469.2	2,521.3	2,739.4	3,399.5	4,312.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	197.4	32.5	434.8	1,215.2	1,742.1	EPS(元)	0.12	0.02	0.27	0.76	1.09
加: 折旧和摊销	43.7	57.4	56.8	64.1	70.9	BVPS(元)	1.54	1.58	1.71	2.12	2.70
资产减值准备	10.5	38.1	-	-	-	PE(X)	233.4	1,417.0	106.0	37.9	26.5
公允价值变动损失	-0.8	0.8	0.3	0.1	-0.1	PB(X)	18.7	18.3	16.8	13.6	10.7
财务费用	-	-0.6	-1.8	57.4	72.7	P/FCF	1,035.0	-415.9	-635.6	23.6	27.4
投资损失	-1.5	-	-0.3	-0.6	-0.3	P/S	64.7	103.3	37.0	7.6	5.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	94.4	700.4	84.1	32.1	22.0
营运资金的变动	-25.9	-38.3	-929.2	-2,530.6	889.7	CAGR(%)	83.3%	277.0%	43.2%	83.3%	277.0%
经营活动产生现金流量	223.4	90.0	-439.4	-1,194.4	2,774.9	PEG	2.8	5.1	2.5	0.5	0.1
投资活动产生现金流量	-336.5	-151.8	-192.9	-143.1	-131.5	ROIC/WACC	1.1	0.1	2.5	4.4	3.2
融资活动产生现金流量	-213.9	24.9	410.1	2,717.2	-1,796.0						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn