



四价 HPV 预约量超预期，上调盈利预测

2018.1.11

强烈推荐 (维持)

唐爱金(分析师)

现价: 33.15

电话: 020-88836115

目标价: 41.50

邮箱: tangaij@gzgzs.com.cn

股价空间: 25.19%

执业编号: A1310516100001

事件:

疫苗预约平台“约苗”中 21 个大中城市数据显示，截至 2018 年 1 月 3 日，四价 HPV 疫苗预约量突破 36 万人。

点评:

- 四价 HPV 疫苗预约情况超预期，省级招标基本完成，上调其销量预期至 600 万支。

根据“约苗”疫苗预约平台数据，在仅上市三个月不到的情况下，截至 2018 年 1 月 3 日，全国 21 座大中型城市中，四价 HPV 疫苗的预约量已经超过 36 万人（一年内每人需接种 3 针），若保守估算，这些城市预约量占全国一半预约量推算，全国预约人数达 72 万。而公司近期主要在筹备各省招投标工作，并未开始着手做推广宣传，该预约平台也因担心短期备货不足供应短缺，亦未开始做推广。截至目前，公司已经完成全国 22 个省级招标，仅剩 4-5 个西北地区省份未完成，预计春节前全部完成。除该预约平台以外，公司四价 HPV 疫苗还可通过 CDC 系统和美年大健康渠道销售，目前未有数据公布，估计预约情况同样火爆。针对超预期的预约表现，我们上调了对四价 HPV 疫苗销量的预期，估计其全年销售量将会达到 600 万支（200 万人接种）左右，贡献近 60 亿营收，按照 15% 净利率匡算，贡献近 7 亿净利润。

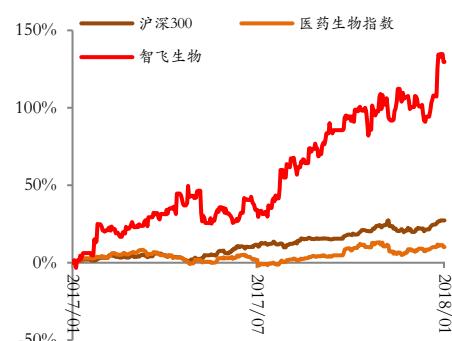
- 需求人群基数庞大，销售曲线有望随供给量提升保持持续增长态势，而非迅速到达峰值后回落。

投资者普遍担心 HPV 疫苗的销售峰值会在短期迅速达到，而后开始下滑，我们认为不然。这种观点参照的是吉列德的丙肝药物销售曲线，HPV 疫苗与之完全没有任何可比性，丙肝药物针对的是丙肝患者，人群有限，化学药生产迅速，短期不存在供应瓶颈；而 HPV 疫苗针对健康人群，基数庞大，根据我们的测算，有支付能力的适龄女性数量近 6500 万人，初期主要市场之一的女大学生人群超过 2000 万，在 HPV 疫苗生产周期长的情况下，其供应量只会稳定上升，做不到化学药那般可以短期迅速扩大产能来满足市场需求。因此我们认为 HPV 疫苗的销售额仍会遵循一般疫苗的销售曲线，即逐步提升渗透率。我们预计 2018 年-2020 年，四价 HPV 疫苗的销售数量将会达到 600 万支/780 万支/1000 万支，对应销售额 48 亿/62 亿/80 亿。

- 管线中多个重磅产品持续催化高成长，研发储备丰富保公司中长期成长动力

除代理默沙东四价 HPV 疫苗以外，公司还有自产 AC-Hib 三联疫苗，预计 2018-2020 年销售量为 600 万/700 万/800 万支；自产在研品种有对标全球疫苗之王 13 家肺炎结合疫苗（全球销售额超过 60 亿美金）的 15 价肺炎结合疫苗，预计 2021 年左右上市；代理的默沙东五价轮状疫苗已经在 2017 年进入优先审评序列，预计在 2018 年中可上市销售，市场空间在 23 亿以上。另外，上市公司与大股东共同投资的重庆智睿投资（上市公司占股 10%）旗下储备了 8 个尖端研发项目，其中包括重庆精准生物（CAR-T、单抗、肿瘤疫苗）、智翔医药

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
智飞生物	14.47	18.01	71.05
医药生物	2.14	1.79	8.14
沪深 300	6.14	7.98	14.10

基本资料

总市值 (亿元)	530
总股本 (亿股)	16
流通股比例	54.32%
资产负债率	17.06%
大股东	蒋仁生
大股东持股比例	54.13%

相关报告

广证恒生-广证恒生-智飞生物(300122)-深度报告-强大销售网络叠加多个重磅品种，打开成长空间-2017.9.29

广证恒生-疫苗专题报告-研发创新激发行业发展，重磅疫苗引爆百亿市场-2017.0719

(抗 EGFR 单抗)、智仁美博 (单抗) 等高端生物创新药, 说明公司在研发储备上的意识超前, 有望在中长期为公司提供成长动力。

● **盈利预测与估值**

鉴于目前 HPV 疫苗的预约数据的, 我们修订盈利预测, 上调 2018-2019 年的营收 16% 和净利润 30%, 测算 2017-19 年公司净利润分别为 4.6 亿/13.2 亿/16.5 亿, 目前股价对应 PE 为 114/40/32 倍, 基于公司业绩的高成长性和产品管线储备情况, 给予 2018 年 50 倍 PE, 目标价 41.50 元, 对应 25.19% 涨幅, 维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示: 政策风险; HPV 疫苗销售不达预期; 三联苗销售不达预期。**

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	445.95	1019.00	6402.30	8055.70
同比(%)	-37.43%	128.50%	528.29%	25.83%
归属母公司净利润	32.52	458.24	1320.39	1648.62
同比(%)	-83.53%	1309.08%	188.15%	24.86%
每股收益(元)	0.02	0.29	0.83	1.03
P/E	1017.62	115.75	40.17	32.17
P/B	13.13	17.90	12.38	8.94
EV/EBITDA	389.55	81.89	30.80	24.44



资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1138.22	1534.98	6124.41	6886.52
现金	658.48	410.54	1280.46	1611.14
应收账款	299.69	455.12	2746.03	3008.04
其它应收款	59.60	85.93	72.76	79.35
预付账款	12.37	15.95	202.80	44.11
存货	104.45	560.06	1801.85	2110.30
其他	3.63	7.38	20.52	33.59
非流动资产	1571.25	1633.39	1766.03	1848.34
长期投资	0.00	-4.75	-7.13	-10.69
固定资产	621.88	870.50	1008.26	1140.76
无形资产	296.73	291.49	287.69	282.62
其他	652.64	476.15	477.21	435.65
资产总计	2709.47	3168.37	7890.44	8734.86
流动负债	100.60	117.35	3518.99	2714.81
短期借款	0.00	0.00	2700.07	2001.13
应付账款	53.30	3.73	327.61	422.06
其他	47.30	113.61	491.31	291.62
非流动负债	87.62	4.19	4.23	4.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	87.62	4.19	4.23	4.21
负债合计	188.21	121.54	3523.22	2719.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2521.26	2963.49	4283.88	5932.50
负债和股东权益	2709.47	3085.03	7807.10	8651.52
利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	445.95	1019.00	6402.30	8055.70
营业成本	35.22	37.34	3276.08	4220.59
营业税金及附加	5.54	12.66	79.51	100.04
营业费用	201.62	213.99	1024.37	1208.36
管理费用	154.36	224.18	320.12	362.51
财务费用	-18.45	-16.59	59.74	110.77
资产减值损失	38.10	15.29	96.03	120.84
公允价值变动收益	-0.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.78	532.15	1546.45	1932.59
营业外收入	7.62	7.62	7.62	7.62
营业外支出	0.66	0.66	0.66	0.66
利润总额	35.74	539.10	1553.40	1939.55
所得税	3.22	80.87	233.01	290.93
净利润	32.52	458.24	1320.39	1648.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	32.52	458.24	1320.39	1648.62
EBITDA	83.26	642.69	1768.34	2185.77
EPS (摊薄)	0.02	0.29	0.83	1.03

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	89.95	-68.93	-1494.07	1351.03
净利润	32.52	458.24	1320.39	1648.62
折旧摊销	57.40	111.61	146.62	126.88
财务费用	-18.45	-16.59	59.74	110.77
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	44.94	-627.55	-3018.14	-536.58
其它	-26.45	5.37	-2.68	1.34
投资活动现金流	-151.78	-179.27	-276.50	-210.57
资本支出	201.91	173.54	123.36	91.70
长期投资	8.91	-9.21	-0.15	-4.68
其他	59.04	-14.94	-153.28	-123.55
筹资活动现金流	24.87	0.27	-59.58	-110.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.87	0.27	-59.58	-110.85
现金净增加额	-36.95	-247.93	-1830.15	1029.61
主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-0.37	1.29	5.28	0.26
营业利润增长率	-0.87	17.49	1.91	0.25
归属于母公司净利润增长率	-0.84	13.09	1.88	0.25
获利能力				
毛利率	0.92	0.96	0.49	0.48
净利率	0.07	0.45	0.21	0.20
ROE	0.01	0.17	0.36	0.32
ROIC	0.01	0.15	0.20	0.22
偿债能力				
资产负债率	0.07	0.04	0.45	0.31
净负债比率	0.00	0.00	0.63	0.34
流动比率	11.31	13.08	1.74	2.54
速动比率	10.28	8.31	1.23	1.76
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.35	1.16	0.97
应收账款周转率	1.45	2.70	4.00	2.80
应付账款周转率	1.51	0.10	0.10	0.10
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.29	0.83	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-0.04	-0.93	0.84
每股净资产(最新摊薄)	1.58	1.85	2.68	3.71
估值比率				
P/E	1017.62	115.75	40.17	32.17
P/B	13.13	17.90	12.38	8.94
EV/EBITDA	389.55	81.89	30.80	24.44

资料来源：港澳资讯、Wind、广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。