

2018 年 03 月 21 日

公司研究•证券研究报告

智飞生物 (300122.SZ)

代理自产齐放量，业绩维持高增长

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2017 年年报，2017 年全年实现营业收入 13.43 亿元，同比上升 201.06%，实现归母净利润 4.32 亿元，同比上升 1,229.25%，EPS 为 0.27 元，符合预期。同时公司发布 2018 年第一季度业绩预告，公司 2018Q1 预计实现归母净利润 2.30-2.70 亿元，同比上升 281.32%~347.63%。
- ◆ **代理产品拉低公司毛利率水平，规模上升大幅降低期间费用率：**公司 2017 年业绩实现了迅速增长，一方面由于 2016 年同期受山东疫苗事件影响，公司二、三季度产品推广缓慢，销售工作基本停滞，导致 2016 年同期归母净利润基数较低，另一方面，2017 年公司经营状况迅速转好，自产产品和代理产品均实现了快速的增长。毛利率与净利率方面，公司 2017 年毛利率 78.54%，同比下降 13.56PCT，主要由于代理默沙东产品的毛利率低于自产毛利率水平，代理产品上市拉低了整体毛利率水平。净利率 32.20%，同比上升 24.91PCT，在净利 2016 年疫苗行业低谷之后，公司盈利水平恢复正常。期间费用方面，公司 2017 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 23.41% (-21.80PCT)、13.95% (-20.66PCT) 和 -0.90% (+3.24%)，随着销售规模逐渐上升，公司的期间费用率大幅下降，规模效应显著。
- ◆ **2017 年 AC-Hib 销售亮眼，2018 年 HPV 疫苗值得期待：**(1) 自产产品方面，2017 年全年公司自主疫苗产品实现销售收入 9.89 亿元，占公司整体收入的 73.69%，其中独家 AC-Hib 三联苗销售亮眼，我们估计去年销售 400 万支左右，贡献 4 亿元左右的净利润。2017 年全年 AC-Hib 三联苗批签发 470 万支，同比上升 2,018.54%。我们预计 2018 年公司 AC-Hib 销量有望达到 600 万支，销售顶峰有望超过 1,000 万支。(2) 代理产品方面，公司通过十余年的打磨，构建了全方位的营销网络体系，将默沙东的 4 价 HPV 疫苗引入并迅速推广开来，4 价 HPV 疫苗自 2017 年 5 月 22 日获批之后，6 月 28 日即在云南省中标，截至目前，默沙东的 4 价 HPV 疫苗已经在云南、河南、北京、上海等 26 个省（直辖市）级单位完成中标。2017 年全年，默沙东 4 价 HPV 疫苗批签发 34.80 万支。我们预计，2018 年 HPV 疫苗有望实现 150-200 万人份的销售，即 450-600 万支的销售量，给公司带来超过 6 个亿的净利润，大大增加公司业绩弹性。
- ◆ **在研产品丰富，后续增长动力十足：**(1) 公司微卡用于预防结核病的试验已经进入 III 期临床，微卡作为急需产品，申请上市有望进入绿色通道，预计今年能够投放市场。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。同时，公司结核杆菌检测方面的 EC 诊断试剂也已进入 III 期临床，预计 2018-2019 年上市，在价格和灵敏度方面均优势明显。未来，公司有望在结核病领域完成诊断、预防与治疗的布局，结核病防治整体方案基本形成。(2) 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。(3) 公司自研的 15 价肺炎球菌结合疫苗已经获得临床批件，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

公司快报

医药 | 生物医药 III

投资评级
买入-A(维持)
股价(2018-03-20)

33.95 元

交易数据

总市值（百万元） 54,320.00

流通市值（百万元） 29,508.29

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 17.31/34.97 元

一年股价表现

资料来源： 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.98	10.56	95.4
绝对收益	28.21	14.23	91.04

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsc.cn
 021-20377089

报告联系人

 郑巧
 zhengqiao@huajinsc.cn
 021-20377052

相关报告

智飞生物：业绩符合预期，重磅疫苗产品持续放量值得期待 2018-01-23

智飞生物：牵手美年健康共建成人疫苗门诊，HPV 疫苗放量在即 2017-11-30

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

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：**我们认为公司 2018 年 AC-Hib 三联苗持续放量有望达到 600 万支，代理 4 价 HPV 疫苗销量有望达到 450-600 万支，因此我们预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.76、1.09 和 1.53 元，维持买入-A 建议。

◆ **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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	445.9	1,342.6	6,193.9	8,975.5	11,550.4
同比增长(%)	-37.4%	201.1%	361.3%	44.9%	28.7%
营业利润(百万元)	28.8	512.2	1,391.1	1,985.0	2,809.5
同比增长(%)	-87.0%	1679.6%	171.6%	42.7%	41.5%
净利润(百万元)	32.5	432.3	1,218.7	1,747.9	2,444.0
同比增长(%)	-83.5%	1229.2%	181.9%	43.4%	39.8%
每股收益(元)	0.02	0.27	0.76	1.09	1.53
PE	1,670.3	125.7	44.6	31.1	22.2
PB	21.5	18.5	15.2	12.1	9.4

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	445.9	1,342.6	6,193.9	8,975.5	11,550.4	年增长率					
减:营业成本	35.2	288.1	2,438.7	3,602.8	4,568.8	营业收入增长率	-37.4%	201.1%	361.3%	44.9%	28.7%
营业税费	5.5	12.2	58.0	92.4	110.7	营业利润增长率	-87.0%	1679.6	171.6%	42.7%	41.5%
销售费用	201.6	314.3	1,455.6	2,109.2	2,598.8	净利润增长率	-83.5%	1229.2	181.9%	43.4%	39.8%
管理费用	154.4	187.3	836.2	1,166.8	1,461.1	EBITDA增长率	-72.4%	758.5%	158.7%	41.7%	40.0%
财务费用	-18.5	-12.1	-16.9	-19.9	-37.8	EBIT增长率	-94.6%	4675.1	178.6%	43.0%	41.0%
资产减值损失	38.1	47.4	32.0	39.2	39.5	NOPLAT增长率	-94.3%	4457.5	180.4%	44.0%	39.5%
加:公允价值变动收益	-0.8	-	0.3	-0.2	0.0	投资资本增长率	9.6%	21.6%	33.6%	25.4%	7.4%
投资和汇兑收益	-	-	0.5	0.2	0.2	净资产增长率	2.1%	16.5%	21.9%	25.6%	28.7%
营业利润	28.8	512.2	1,391.1	1,985.0	2,809.5	盈利能力					
加:营业外净收支	7.0	-7.6	3.2	0.8	-1.2	毛利率	92.1%	78.5%	60.6%	59.9%	60.4%
利润总额	35.7	504.7	1,394.2	1,985.8	2,808.3	营业利润率	6.5%	38.2%	22.5%	22.1%	24.3%
减:所得税	3.2	72.4	175.6	237.9	364.3	净利润率	7.3%	32.2%	19.7%	19.5%	21.2%
净利润	32.5	432.3	1,218.7	1,747.9	2,444.0	EBITDA/营业收入	14.5%	41.3%	23.1%	22.6%	24.6%
资产负债表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	2.3%	36.7%	22.2%	21.9%	24.0%
货币资金	658.5	874.1	1,858.2	2,692.6	3,465.1	偿债能力					
交易性金融资产	-	-	0.3	0.1	0.1	资产负债率	6.9%	28.5%	73.5%	63.0%	67.8%
应收帐款	359.3	760.0	4,745.7	3,232.5	6,822.0	负债权益比	7.5%	39.8%	277.6%	170.6%	210.8%
应收票据	0.3	0.0	34.4	29.1	20.4	流动比率	11.31	2.14	1.22	1.37	1.33
预付帐款	12.4	20.3	318.4	182.0	414.0	速动比率	10.28	1.55	0.72	0.81	0.89
存货	104.4	627.7	4,791.7	4,215.2	5,430.0	利息保障倍数	-0.56	-40.79	-81.14	-98.95	-73.32
其他流动资产	3.4	3.6	2.5	3.2	3.1	营运能力					
可供出售金融资产	16.0	36.0	19.7	23.9	26.5	固定资产周转天数	502	180	44	32	26
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	324	132	53	62	62
长期股权投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,008	459	408	443	413
投资性房地产	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	应收账款周转天数	317	150	160	160	157
固定资产	621.9	721.5	778.6	817.7	839.9	存货周转天数	86	98	157	181	150
在建工程	487.7	541.4	532.2	524.0	516.6	总资产周转天数	2,176	914	512	515	470
无形资产	213.2	201.5	195.7	189.9	184.1	投资资本周转天数	1,261	485	135	120	108
其他非流动资产	231.6	319.0	239.1	259.9	271.2	费用率					
资产总额	2,709.5	4,105.9	13,517.2	12,171.0	17,993.8	销售费用率	45.2%	23.4%	23.5%	23.5%	22.5%
短期债务	-	260.0	996.2	1,789.9	1,530.6	管理费用率	34.6%	14.0%	13.5%	13.0%	12.7%
应付帐款	72.4	696.1	8,110.4	5,422.4	9,860.4	财务费用率	-4.1%	-0.9%	-0.3%	-0.2%	-0.3%
应付票据	1.5	49.8	490.3	310.3	636.5	三费/营业收入	75.7%	36.5%	36.7%	36.3%	34.8%
其他流动负债	26.7	63.6	72.3	58.5	83.5	投资回报率					
长期借款	-	-	176.8	-	-	ROE	1.3%	14.7%	34.0%	38.9%	42.2%
其他非流动负债	87.6	98.9	91.2	92.6	94.2	ROA	1.2%	10.5%	9.0%	14.4%	13.6%
负债总额	188.2	1,168.4	9,937.2	7,673.7	12,205.2	ROIC	0.6%	26.2%	60.5%	65.2%	72.5%
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	DPS(元)	0.01	0.13	0.35	0.52	0.72
留存收益	921.3	1,337.5	1,979.9	2,897.3	4,188.6	分红比率	49.2%	48.1%	45.9%	47.8%	47.3%
股东权益	2,521.3	2,937.5	3,579.9	4,497.3	5,788.6	股息收益率	0.0%	0.4%	1.0%	1.5%	2.1%
现金流量表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标					
净利润	32.5	432.3	1,218.7	1,747.9	2,444.0	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
加:折旧和摊销	57.4	63.9	58.8	65.8	72.1	EPS(元)	0.02	0.27	0.76	1.09	1.53
资产减值准备	38.1	47.4	-	-	-	BVPS(元)	1.58	1.84	2.24	2.81	3.62
公允价值变动损失	0.8	-	0.3	-0.2	0.0	PE(X)	1,670.3	125.7	44.6	31.1	22.2
财务费用	-0.6	9.5	-16.9	-19.9	-37.8	PB(X)	21.5	18.5	15.2	12.1	9.4
投资损失	-	-	-0.5	-0.2	-0.2	P/FCF	-490.2	160.3	37.1	32.1	28.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	121.8	40.5	8.8	6.1	4.7
营运资金的变动	-38.3	-349.4	-545.2	-670.7	-247.9	EV/EBITDA	828.1	96.3	37.3	26.2	18.3
经营活动产生现金流量	90.0	203.6	715.1	1,122.9	2,230.2	CAGR(%)	277.4%	78.1%	83.4%	277.4%	78.1%
投资活动产生现金流量	-151.8	-250.7	-84.7	-94.7	-83.5	PEG	6.0	1.6	0.5	0.1	0.3
融资活动产生现金流量	24.9	142.2	353.7	-193.7	-1,374.3	ROIC/WACC	0.1	2.5	5.8	6.3	7.0

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

王冯声明，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惟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.huajinsec.cn