

# 年报略超预期高增长时代开启, 一季度预告全年亮眼表现可期

## ——智飞生物（300122）事件点评

2018 年 03 月 20 日

强烈推荐/维持

智飞生物

事件点评

### 事件:

智飞生物发布年报, 公司 17 年实现营业收入 13.43 亿元, 同比增长 201.06%; 归母净利润 4.32 亿元, 同比增长 1229.25%; 扣非净利润 4.33 亿元, 同比增长 1500.82%; 同时公司发布一季度预告, 预计实现净利润 2.3 亿元-2.7 亿元, 同比增长 281%-348%, 上年同期为 6032 万元。

### 主要观点:

#### 1. 年报预增略超预期高增长时代开启, 三联苗爆发带动全年高速增长

17 年实现营业收入 13.43 亿元, 同比增长 201.06%; 归母净利润 4.32 亿元, 同比增长 1229.25%; 扣非净利润 4.33 亿元, 同比增长 1500.82%。公司 17 年业绩略超市场预期, 预计主要是 11 月 HPV 疫苗获得批签发后投入市场销售带来的业绩增量。

**财务指标上, 销售费用** 3.14 亿元, 同比增长 55.91%, 主要是公司销售团队建设和市场推广力度加大的原因; **管理费用** 1.87 亿元, 同比增长 21.36%, 管理费用率 13.95% 处于近年低位, 主要是由于三联苗爆发带来公司收入端的大幅增长; **经营活动净现金流** 2.04 亿元, 同比增长 126.35%, 17 年三联苗业绩爆发为公司带来了丰厚的利润。

**子公司方面**, 北京绿竹净利润 4.29 亿元, 主要是三联苗带来的业绩贡献; 安徽龙科马净利润-2911 万元, 公司目前的预防性微卡和 EC 诊断试剂都临近申报生产。

公司在经历 16 年疫苗事件后, 生产销售业务全面恢复, 17 年全年增长主要来自公司三联苗 AC-Hib 的放量销售, 并且作为三联苗放量销售首年, 三联苗的销售巅峰远没有达到, 预计未来销量将达到 1000 万支左右 (17 年预计销售 400 万支左右, 贡献利润 4 个亿左右)。公司全年业绩 4.2-4.5 略超之前市场预期的 4 亿元左右, 我们认为主要是 11 月 HPV 疫苗开始销售后带来的业绩增量。17 年将是公司业绩爆发性增长的初始元年, 高增长时代开启。

#### 2. HPV 疫苗销售火爆, 补充推广协议彰显公司未来发展信心, 一季度 HPV 增量明显预示全年亮眼表现

(1) HPV 疫苗市场销售火爆。目前四价 HPV 疫苗前期销售工作也在稳步推进, 已河南、云南、重庆、黑龙江、北京、广东等 26 省

分析师: 张金洋

Tel: 010-6654035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S14805160800001

研究助理: 祁瑞

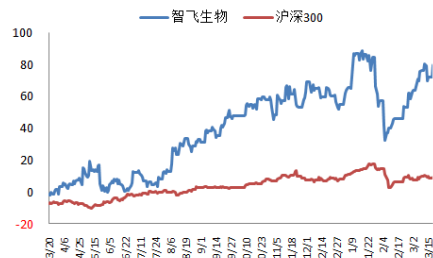
Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	34.60-12.78
总市值 (亿元)	450.9
流通市值 (亿元)	244.9
总股本/流通 A 股 (万股)	160000/86152
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.75

### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

《智飞生物 (300122) 深度报告: 业绩爆发高增长元年开启, 拥抱疫苗创新大产品时代》01.08

《智飞生物 (300122) 三季报点评: 涅槃重生高增长元年开启, 强烈看好公司未来爆发性成长》10.23

《智飞生物 (300122) 中报点评: 业绩高速增长, 代理 HPV 空间广大》08.14

《智飞生物 (300122) 中报预增点评: 中报预增 12-15 倍, 业绩爆发一触在即》07.01

《智飞生物 (300122) 事件点评: 代理 HPV 终获批, 未来分享千亿蓝海市场》05.23

（直辖市）中标目前根据批签发数据，从去年11月份到3月上旬已获得135支批签发，其中18年约100万支，根据目前市场销售情况，各地销售火爆，市场反响强烈，按照目前市场的接受热度我们认为基本上批签发的量就可等同于当前的销售量。

（2）17年补充推广协议签订，彰显公司未来发展信心。公司于9月2日，同默沙东在原协议的基础上签署了《供应、经销与共同推广协议补充协议》，对四价HPV的采购年限和数量做了进一步明确：2017-2021年6月基础采购额分别为5.42亿元、13.72亿元、17.84亿元、22.30亿元以及6.17亿元，自生效日至2021年6月30日止，届满前9个月再确认是否延续协议期限。相比12年签署的“3+2”代理合同（2年是再确认期限），三年基础采购额分别为11.4亿元、14.83亿元以及18.53亿元，数量上有了明显的增加，并且延长了明确的采购年限。我们认为公司《补充协议的》签订，表明公司对未来的HPV销售情况的良好预期，随着独家代理产品HPV疫苗的上市销售将进一步大幅增厚公司业绩。

（3）HPV市场潜在空间巨大。根据国家统计局2015年数据，20-45岁年龄段女性人数约为2.8亿，目前佳达修三针价格在2400元左右，假设未来疫苗接种率能够达到20%，则潜在市场规模在1400亿左右。鉴于国内HPV巨大的市场空间，我们预计销售额首年有望达到30亿元左右的收入，将为公司业绩带来巨大的贡献。

（4）公司一季度预告预计实现净利润2.3亿元-2.7亿元，同比增长281%-348%，上年同期为6032万元。我们认为除三联苗同比增量外，主要是受益于公司HPV疫苗成功推广带来的业绩贡献，按照公司当前的销售趋势，我们认为公司全年业绩将更加亮眼（一季度预计只有两个月的销售时间），大超市场预期。

### 3、重磅产品预防微卡临近申报，五价轮状上市预期强烈。

公司研发管线丰富，并且多个在研产品处于临床III期尾声或者申报生产阶段：1）结核体内诊断试剂，目前处于III期临床尾声，预计将于近期申报生产，未来有望凭借价格优势，大规模替代目前市场上普遍使用的γ干扰素检测方法；2）预防微卡已完成临床试验，预计将于近期申报生产，市场潜力巨大。国内结核发病数排在甲、乙类传染病的第2位，某些地区甚至存在20%的带菌人群，发病率接近5%。目前的市场使用的卡介苗预防效力不佳的情况下，预计未来微卡上市后将大面积铺开，将会成为同HPV、EV71疫苗等同级别的重磅品种；3）代理五价轮状病毒疫苗上市预期强烈。已于今年2月进入优先审评程序，目前处于审批状态，预计将于今年4月左右获批，上市时间在18年4季度左右。轮状病毒是引发婴幼儿严重急性肠胃炎的首要原因。我国每年大约有1000万婴幼儿患轮状病毒感染性胃肠炎，约占2岁以下婴幼儿的1/4，是引起婴幼儿严重腹泻的最主要病原。我们预计五价轮状病毒疫苗上市后，将凭借免疫效价优势，迅速占领市场，根据目前兰州所单价轮状病毒的销售情况，预计销售额也将至少达到10亿规模级别。

4、疫苗行业迎来大产品大时代，投资逻辑再梳理。我们认为当前类似HPV疫苗、预防性微卡上市后将会快速放量，主要基于以下几点背景：

首先，疫苗独特的市场环境下我们认为易于产生大品种。整体竞争格局来看，国内疫苗生产企业不过40家出头，其中依靠单一品种的企业较多，产品同质化严重，具有实力和能力进行大品种研发的企业并不多，所以大产品的上市一定处在非常好的竞争格局当中。

其次，政策环境有助于疫苗快速放量做大做强！国内当前的环境下，疫苗相比一般药品，受招标（基本都是一年招一次标，新品种有补标机会）、降价（价格稳定，尤其是大品种，生产厂家少降价压力小）以及医保控费（疫苗价格较低，二类苗无医保概念）等影响较小，渠道环节便利易于进入疾控中心及乡镇社区医院，也为大品种的上市垫定了非常好的基础。

**最后，因为是智飞生物。**16 年由于疫苗事件的发生，“一票制”的全面改革下，公司销售队伍开始扩建，已经由之前的 600 人队伍，增加到目前目前的 1200 人+，公司也在多年的行业耕耘下积累了大量的终端资源，销售终端已覆盖全国 2248 个县，25400 多个接种点，好产品放在公司体系中如虎添翼。

#### 结论：

公司是疫苗事件后，业绩爆发性最强的公司，同时代理产品重磅，潜力品种众多，研发管线储备良好，未来有望持续保持高速增长。鉴于公司目前 HPV 良好销售情况以及公司一季报的预增情况，我们上调公司 18-19 年的盈利预测，预计公司 18-19 年归母净利润分别为 13.07 亿元和 20.67 亿元，同比增长 203%和 58%；EPS 分别为 0.82 元和 1.29 元。

**已上市品种预测：**公司已上市品种当中包括三联苗 AC-Hib，代理品种四价 HPV、五价轮状病毒疫苗（大概率近期获批）、23 价肺炎和甲肝以及老疫苗业务等。由于公司三联苗从 17 年开始处于爆发阶段，18-19 年销量预计分别为 600 万支以及 800 万支，给予 35 倍估值，18 年贡献市值 231 亿元；代理品种 HPV 疫苗，迎来爆发性增长，鉴于国内巨大的市场空间，给予 40 倍估值，贡献市值 235 亿；代理品种五价轮状疫苗，大概率将于近期获批，大品种给予 30 倍估值，18 年贡献市值 8 亿；其他业务贡献市值合计 23 亿；综上所述，公司已上市品种合理估值应为 497 亿。

**公司研发管线预估：**鉴于公司丰富的管线，预防性微卡、EC 诊断试剂已进入临床尾声，冻干结核疫苗、23 价肺炎、人二倍体狂犬等品种都已进入临床试验，对于未来即将上市的品种我们采用 DCF 模型进行测算，管线品种价值 246 亿（相关测算见深度报告），最终进行测算后公司 18 年一年期市值目标为 743 亿元，对应当前尚有 43%的空间。继续给予公司“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

三联苗销售低于预期；HPV 疫苗销售低于预期；行业性事件影响

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>流动资产合计</b>	1359	1138	2286	1934	9407	<b>营业收入</b>	713	446	1343	1378	5549
货币资金	809	658	874	1026	2331	<b>营业成本</b>	142	35	288	180	2110
应收账款	315	300	701	264	1064	营业税金及附加	5	6	12	12	50
其他应收款	112	60	59	61	245	营业费用	239	202	314	372	1110
预付款项	7	12	20	20	22	管理费用	126	154	187	345	860
存货	108	104	628	464	5429	财务费用	-28	-18	-12	-18	-18
其他流动资产	1	3	3	28	28	资产减值损失	10.50	38.10	47.41	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1322	1571	1820	1564	1496	公允价值变动收益	0.78	-0.78	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	622	622	722	676	643	<b>营业利润</b>	221	29	512	487	1437
无形资产	219	213	201	181	161	营业外收入	11.14	7.62	0.72	0.00	0.00
其他非流动资产	61	88	162	162	162	营业外支出	1.08	0.66	8.28	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	2682	2709	4106	3498	10903	<b>利润总额</b>	231	36	505	487	1437
<b>流动负债合计</b>	125	101	1069	183	6673	所得税	33	3	72	44	129
短期借款	0	0	260	0	5807	<b>净利润</b>	197	33	432	443	1308
应付账款	73	53	640	44	515	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	2	1	1	2	归属母公司净利润	197	33	432	443	1308
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	440	265	749	535	1487
<b>非流动负债合计</b>	87	88	99	56	56	<b>BPS（元）</b>	0.25	0.02	0.27	0.28	0.82
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	212	188	1168	240	6730	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-11.01%	-37.43%	201.06%	2.64%	302.70%
实收资本（或股	800	1600	1600	1600	1600	营业利润增长	28.22%	-86.95%	1679.63%	-4.87%	194.87%
资本公积	1008	208	208	208	208	归属于母公司净利	33.38%	-83.53%	1229.25%	2.58%	194.87%
未分配利润	677	630	1031	1252	1906	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2469	2521	2938	3248	4163	毛利率（%）	80.11%	92.10%	78.54%	86.92%	61.97%
<b>负债和所有者权</b>	2682	2709	4106	3488	10893	净利率（%）	27.70%	7.29%	32.20%	32.18%	23.56%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润（%）	7.36%	1.20%	10.53%	12.68%	11.99%
单位：百万元						ROE（%）	7.99%	1.29%	14.72%	13.65%	31.41%
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	223	90	204	365	-4128	资产负债率（%）	8%	7%	28%	7%	62%
净利润	197	33	432	443	1308	流动比率	10.84	11.31	2.14	10.56	1.41
折旧摊销	247	255	249	0	68	速动比率	9.98	10.28	1.55	8.03	0.60
财务费用	-28	-18	-12	-18	-18	<b>营运能力</b>					
应付帐款的变化	0	0	0	436	-800	总资产周转率	0.26	0.17	0.39	0.36	0.77
预收帐款的变化	0	0	0	0	1	应收账款周转率	2	1	3	3	8
<b>投资活动现金流</b>	-337	-152	-251	134	0	应付账款周转率	13.49	7.07	3.87	4.03	19.87
公允价值变动收	1	-1	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
长期股权投资减	0	0	0	36	0	每股收益（最新摊	0.25	0.02	0.27	0.28	0.82
投资收益	1	0	0	0	0	每股净现金流（最新	-0.41	-0.02	0.06	0.09	0.82
<b>筹资活动现金流</b>	-214	25	142	-348	5433	每股净资产（最新摊	3.09	1.58	1.84	2.03	2.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	65.56	1628.00	120.59	117.48	39.84
普通股增加	0	800	0	0	0	P/B	5.31	20.66	17.73	16.04	12.51
资本公积增加	-6	-800	0	0	0	EV/EBITDA	27.93	193.75	68.69	95.51	37.38
<b>现金净增加额</b>	-327	-37	95	151	1305						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第一名团队首席研究员，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 研究助理简介

### 研究助理：祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016年12月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。