

2018年4月15日

五价轮状病毒疫苗获批上市，公司未来业绩增长可期

增持(维持)

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,342.6	4,991.1	7,035.5	9,381.1
同比	201.1%	271.8%	41.0%	33.3%
归母净利润(百万元)	432.3	1,224.9	1,630.9	2,043.8
同比	1229.3%	183.3%	33.1%	25.3%
ROE	14.5%	29.8%	28.7%	26.7%
每股收益(元)	0.27	0.77	1.02	1.28
P/E	133.0	46.6	35.2	28.1
P/B	19.2	13.8	9.9	7.4

投资要点

一、事件：4月13日，国家药监局完正式批准默沙东五价轮状病毒疫苗在中国上市，目前该产品处于待制证状态

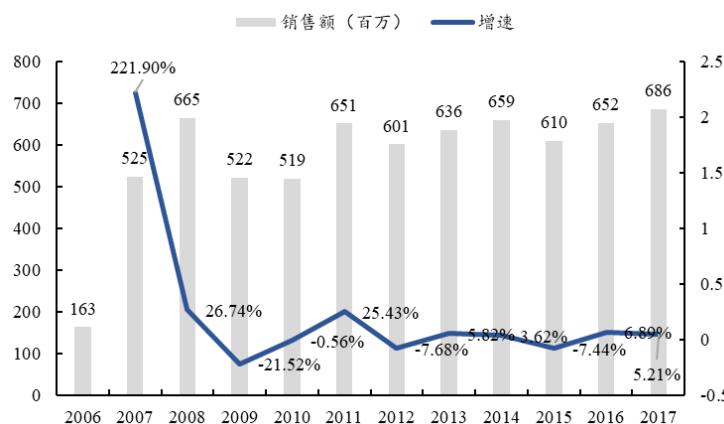
二、我们的观点：五价轮状病毒疫苗有望今年上市，公司产品线进一步丰富，未来业绩增长得以保障。

1. 五价轮状病毒疫苗产品独家，市场空间广阔

五价轮状病毒疫苗为默沙东独家产品，由智飞生物担任中国总代理。轮状病毒感染大多发生于6~24月龄的婴幼儿，通常会引起腹泻，严重时会发生致命性胃肠炎、脱水及电解质平衡失调。我国每年大约有1300万婴幼儿患轮状病毒感染性胃肠炎，近4万名儿童因轮状病毒腹泻死亡，约占中国5岁以下儿童总死亡人数的12%，目前已将其列为国家重点防治的“小儿四病”之一。

目前全球范围内销售的主要有默沙东的5价轮状病毒疫苗和GSK的单价轮状病毒疫苗。我国唯一生产轮状病毒的企业为兰州所，中标价172元/支。默沙东的轮状病毒疫苗是减毒重组的活疫苗，接种对象主要为2个月~5岁以下婴幼儿。2006年，默沙东五价轮状病毒疫苗研制成功在美国上市，上市第二年销售额超过5亿美元，之后每年保持超过6亿美元的销售额。

图表1：五价轮状病毒疫苗历年全球销售额



资料来源：Bloomberg、东吴证券研究所

证券分析师 **全铭**

执业证号：S0600517010002

0512-62938650

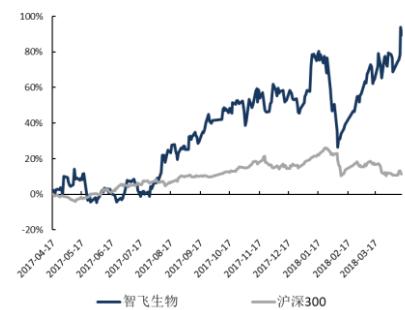
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 **焦德智**

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.91
一年最低/最高价	17.31/37.18
市净率(倍)	19.52
流通A股市值(百万元)	31,212

基础数据

每股净资产(元)	1.84
资产负债率(%)	28.46
总股本(百万股)	1600
流通A股(百万)	869

相关研究

1. 疫苗行业深度报告：我国疫苗行业进入产品驱动新纪元，重磅产品陆续上市，疫苗行业拐点已现-20171206
2. 智飞生物深度报告：产品牵手市场，业绩迎来数量级增长-20180327

目前在研的相似产品中，最快的为兰州所的三价轮状病毒疫苗。但默沙东的五价产品价态更多，产品更有优势，结合智飞生物强大的销售推广能力，我们认为其产品未来市场空间广阔。

图表 1：五价轮状疫苗研发进度

药物名称	企业名称	临床阶段
冻干四价口服轮状病毒疫苗	武汉博沃	申请临床
三价轮状病毒基因重配疫苗	兰州所	完成 III 期临床
轮状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	昆明所	申请临床
口服六价重配轮状病毒活疫苗 (Vero)	武汉所	完成 I 期临床
人轮状病毒减毒活疫苗	GSK	完成 I 期临床
口服五价重配轮状病毒减毒疫苗	默沙东	获批上市

资料来源：药物临床试验登记信息平台、东吴证券研究所

我国每年新生儿数量在 1,700 万人左右，若其中 15%-20% 的人群选择接种该疫苗，则其每年的销量在 760-1000 万支，五价轮状病毒疫苗的海外售价约为 250 元/支，若国内以同样的价格销售，销量达到巅峰时每年可为智飞生物贡献销售额 19-25 亿元。

2. 现有产品保障今年实现快速增长

2017 年，AC-Hib 三联苗的批签发总量达到 470 万支，是公司营收增长的主要驱动力。AC-Hib 疫苗可以替代多种单联疫苗，总注射次数由 8 针降至 4 针。我国每年新生儿数量约为 1,700 万人，我们预计 2018 年该产品将仍然维持高速增长，若渗透率在 10%，销量有望突破 600 万支，销售收入超过 12 亿元。

默沙东的四价 HPV 疫苗采取由智飞生物独家代理的销售方式，双方签订采购计划。截止 2018 年 2 月，四价疫苗获得批签发 92.78 万支。我们认为公司 2018 年四价 HPV 疫苗的销售收入有望达到 30 亿元，销量在 350 万支左右。

上述两个产品支持公司今年业绩的快速增长。

3. 在研产品丰富，未来业绩增长有保障

公司同时瞄准广阔的肺结核筛查与预防市场：

公司的结核体内诊断试剂即 EC 诊断试剂，使用重组 ESAT6-CFP10 蛋白进行诊断。由于 ESAT-6 和 CFP10 蛋白均在卡介苗中缺失，所以可排除卡介苗的影响，特异性高于 PPD 皮试；另一方面，体内诊断试剂在使用时只需完成皮试并观察有无变态反应即可，相比于 γ 干扰素释放分析技术具有成本优势，价格更为低廉。

目前唯一能够预防结核病的疫苗是卡介苗，但是已经证实卡介苗只对儿童重症结核病有较好的保护作用，对成人无效。公司的在研产品注射用母牛分枝杆菌（预防）即预防微卡，主要针对结合杆菌潜伏感染的高危人群，包括成人在内。如果成功获批上市，该产品将与 EC 诊断试剂形成明显的协同效应。该产品自临床前研究起就在国际上受到广泛关注，世界卫生组织官网在持续跟踪研发进展。

上述两个产品均完成了 III 期临床试验，有望今年内实现上市，为公司的业绩提供

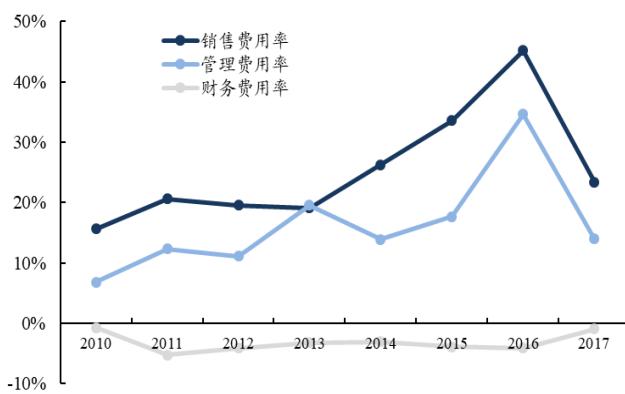
新的增长点。

4. 公司费用率下滑，受代理品种占比增长因素影响毛利率出现下滑

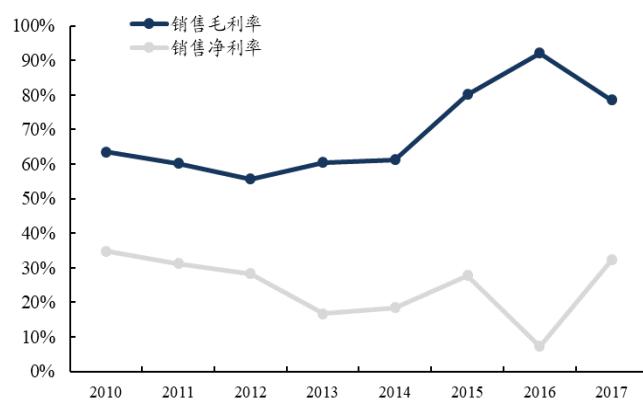
公司销售费用率和管理费用率明显降低，分别为 23.41% 和 13.95%，与 2016 年相比减少了 21.81 和 20.67 个百分点。公司 2016 年销售费用率与管理费用率大幅增长，主要原因因为公司受“山东疫苗事件”的负面影响带来营业收入下滑明显，而公司销售人员及公司员工的薪酬及销售推广的支出并未出现下降，最终导致两项费率的增长。2017 年随着公司应收的增加，费用率出现下降，我们预计未来两项费用有望维持 2017 年的水平。

2017 年，公司的毛利率为 78.54%，比 2016 年的 92.1% 低了 13.56 个百分点。毛利率的降低主要由代理产品 HPV 疫苗的销售推广带来，随着未来 HPV 疫苗销售量的增长，代理产品比重将会进一步提升，预计毛利率会进一步下降。公司管理费用率和销售费用率的下滑推动净利率增长至 32.20%，达到近 8 年的最高水平，但随着代理品种增加代理的毛利率下降，我们认为未来公司净利率将出现下滑。

图表 2：历年三费费率情况



图表 3：历年毛利率、净利率情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

三、盈利预测与评级

我们预计公司 2018 年到 2020 年，营业收入分别为 49.91 亿元、70.36 亿元和 93.81 亿元，同比增长 271.8%、41.0% 和 33.3%；归属母公司净利润为 12.25 亿元、16.31 亿元和 20.44 亿元，同比增长 183.3%、33.1% 和 25.3%；对应 EPS 为 0.77 元、1.02 元和 1.28 元。我们认为公司产品优异，重磅产品相继推出，在研产品丰富，中、长期增长有所支撑。公司销售推广能力强，渠道优势明显。因此我们维持“增持”评级。

四、风险提示

研发项目未达预期的风险、应收账款发生呆坏账的风险、疫苗风险事件的不可测性。

智飞生物三大财务预测表

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2285.7	3388.2	9387.4	11901.1	营业收入	1342.6	4991.1	7035.5	9381.1
现金	874.1	751.8	1919.5	1985.5	营业成本	288.1	1846.7	2884.6	4221.5
应收票据&账款	700.6	1925.6	3019.3	6268.2	营业税金及附加	12.2	46.8	65.9	87.9
其它应收款	59.4	59.4	382.9	240.5	营业费用	314.3	998.2	1336.7	1688.6
预付账款	20.3	20.3	189.4	138.2	管理费用	187.3	648.8	844.3	1031.9
存货	627.7	627.7	4065.7	3265.3	财务费用	-12.1	13.2	-11.0	-49.7
其他	3.4	3.5	3.5	3.5	资产减值损失	47.4	0.0	0.0	0.0
非流动资产	1820.2	1784.2	1398.5	1210.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	721.5	721.5	1116.7	970.5	营业利润	512.2	1437.4	1915.1	2400.9
无形资产	201.5	201.5	260.1	220.5	营业外损益	(7.6)	3.2	3.2	3.2
其他	701.3	861.2	21.7	19.7	利润总额	504.7	1440.6	1918.3	2404.1
资产总计	4105.9	5172.3	10785.9	13111.9	所得税	72.4	215.8	287.4	360.3
流动负债	1069.4	1006.9	4989.7	5378.7	净利润	432.3	1224.9	1630.9	2043.8
短期借款	260.0	260.0	894.6	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	640.1	689.8	4083.9	5372.6	归属母公司净利润	432.3	1224.9	1630.9	2043.8
其他	21.3	57.1	11.2	6.1	EBITDA	561.6	1650.0	2106.9	2556.3
非流动负债	98.9	3.0	3.0	3.0	EPS (元)	0.27	0.77	1.02	1.28
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	1.7	3.0	3.0	3.0	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	1168.4	1009.9	4992.6	5381.7	营业收入增速	201.1%	271.8%	41.0%	33.3%
发行在外股本	1600.0	1600.0	1600.0	1600.0	归母公司净利润增速	1229.3%	183.3%	33.1%	25.3%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	78.5%	63.1%	59.2%	55.3%
归属母公司股东权益	2937.5	4162.4	5793.3	7730.2	净利率	31.8%	24.5%	23.2%	21.8%
负债和股东权益	4105.9	5172.3	10785.9	13111.9	ROE	14.5%	29.8%	28.7%	26.7%
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	21.9%	51.2%	32.5%	53.4%
经营活动现金流	203.6	-1469.9	2889.0	-923.6	资产负债率	25.6%	54.8%	37.3%	49.7%
折旧摊销	63.9	187.8	187.8	186.0	总资产周转率	0.34	0.55	0.78	0.62
营运资金变动	-188.1	429.6	2199.2	863.0	P/E	133.0	46.6	35.2	28.1
投资活动现金流	-250.7	201.0	3.1	3.1	P/B	19.2	13.8	9.9	7.4
筹资活动现金流	142.2	567.1	-956.5	-42.7	EV/EBITDA	94.6	32.2	23.9	20.1
现金净增加额	93.5	49.9	1985.5	1022.3	每股净资产(元)	1.84	2.60	3.62	4.83

数据来源: Wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>