

2018年05月24日

公司研究●证券研究报告

智飞生物 (300122.SZ)

公司快报

九价 HPV 疫苗上市进程超预期，大大加大公司业绩弹性

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布公告，公司代理默沙东的九价 HPV 疫苗已获得《生物制品批签发证明》，标志了首批九价 HPV 疫苗可正式进入市场销售，同时公司表示，九价 HPV 疫苗基础采购计划等事宜双方正在积极协商。
- ◆ **九价 HPV 疫苗上市在即，进度明显超预期：**2018 年 4 月 11 日上午，李克强总理在上海复旦大学附属华山医院考察时表示，有关部门一定要加快 HPV 疫苗审批，保障供应，让有意愿的群众尽早就近用上最新 HPV 防癌疫苗。随后，2018 年 4 月 23 日，默沙东 9 价 HPV 疫苗被纳入第二十八批优先审评名单；2018 年 4 月 29 日，默沙东九价 HPV 疫苗获国家药品监督管理局有条件的上市批准，适用于 16 至 26 岁女性接种，采用三剂免疫接种程序；2018 年 5 月 11 日，《关于公示海南省第二类疫苗增补结果的通知》发布，9 价 HPV 疫苗中标价 1298 元/支。随着本次批签发的获得，我们预计 9 价 HPV 疫苗有望今年 6 月份正式在海南上市销售，进度明显超预期。
- ◆ **消费升级下高价苗销售亮眼，HPV 疫苗大大增加公司业绩弹性：**此前默沙东获批的四价 HPV 疫苗接种年龄为 20-45 岁，本次获批的九价 HPV 疫苗的接种年龄为 16-26 岁，两种疫苗具有明显的协同互补作用，进一步扩大了疫苗接种的覆盖年龄。随着人们消费水平的提高，以及对健康意识的增强，人们对高价苗的接受程度越来越高。同时随着香港九价 HPV 疫苗断货，香港 HPV 疫苗消费回流趋势明显，由于国内需求旺盛，前期 HPV 疫苗供不应求的状况仍将持续，HPV 疫苗市场整体向好。我们假设 16-26 岁女性选择接种九价 HPV 疫苗，27-45 岁女性选择接种四价 HPV 疫苗，若以 1% 的接种率计算，则四价和九价的 HPV 疫苗的市场空间分别为 31 亿和 52 亿，若以 3% 的接种率计算，则四价和九价的 HPV 疫苗的市场空间分别为 93 亿和 157 亿元，市场空间极大。而公司作为默沙东四价 HPV 疫苗和九价 HPV 疫苗的国内独家代理商，叠加优势的销售和渠道资源，将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）公司母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）的试验已经完成 III 期临床，正在进行生产申报，预计今年年底或明年初能够投放市场。公司母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）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 诊断试剂也已完成 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获得进口药品注册证，预计 2018 年 10 月份左右上市。（3）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

医药 | 生物医药 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-05-23)

48.15 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值（百万元） | 77,040.00 |
| 流通市值（百万元） | 41,850.49 |
| 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 | 17.61/50.18 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 23.72 | 62.71 | 147.9 |
| 绝对收益 | 29.02 | 73.33 | 152.89 |

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：代理自产齐放量，业绩维持高增长 2018-03-21
- 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

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，9 价 HPV 疫苗获批上市进一步提升公司业绩水平，因此我们预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.86、1.38 和 1.83 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 | 6,712.8 | 11,266.6 | 14,427.6 |
| 同比增长(%) | -37.4% | 201.1% | 400.0% | 67.8% | 28.1% |
| 营业利润(百万元) | 28.8 | 512.2 | 1,572.6 | 2,504.3 | 3,369.0 |
| 同比增长(%) | -87.0% | 1679.6% | 207.0% | 59.3% | 34.5% |
| 净利润(百万元) | 32.5 | 432.3 | 1,377.3 | 2,205.0 | 2,930.9 |
| 同比增长(%) | -83.5% | 1229.2% | 218.6% | 60.1% | 32.9% |
| 每股收益(元) | 0.02 | 0.27 | 0.86 | 1.38 | 1.83 |
| PE | 2,369.0 | 178.2 | 55.9 | 34.9 | 26.3 |
| PB | 30.6 | 26.2 | 21.0 | 16.0 | 12.1 |

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 | 6,712.8 | 11,266.6 | 14,427.6 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 35.2 | 288.1 | 2,724.1 | 4,748.3 | 6,007.4 | 营业收入增长率 | -37.4% | 201.1% | 400.0% | 67.8% | 28.1% |
| 营业税费 | 5.5 | 12.2 | 62.9 | 115.9 | 138.2 | 营业利润增长率 | -87.0% | 1679.6 | 207.0% | 59.3% | 34.5% |
| 销售费用 | 201.6 | 314.3 | 1,466.7 | 2,411.1 | 3,087.5 | 净利润增长率 | -83.5% | 1229.2 | 218.6% | 60.1% | 32.9% |
| 管理费用 | 154.4 | 187.3 | 872.7 | 1,464.7 | 1,825.1 | EBITDA 增长率 | -72.4% | 758.5% | 191.4% | 58.2% | 33.2% |
| 财务费用 | -18.5 | -12.1 | -17.4 | -16.9 | -38.9 | EBIT 增长率 | -94.6% | 4675.1 | 215.3% | 60.0% | 33.9% |
| 资产减值损失 | 38.1 | 47.4 | 32.0 | 39.2 | 39.5 | NOPLAT 增长率 | -94.3% | 4457.5 | 217.3% | 61.1% | 32.4% |
| 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% | 35.7% | 40.7% | -1.7% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 净资产增长率 | 2.1% | 16.5% | 24.8% | 31.5% | 32.1% |
| 营业利润 | 28.8 | 512.2 | 1,572.6 | 2,504.3 | 3,369.0 | 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% | 59.4% | 57.9% | 58.4% |
| 利润总额 | 35.7 | 504.7 | 1,575.7 | 2,505.2 | 3,367.9 | 营业利润率 | 6.5% | 38.2% | 23.4% | 22.2% | 23.4% |
| 减:所得税 | 3.2 | 72.4 | 198.4 | 300.1 | 436.9 | 净利润率 | 7.3% | 32.2% | 20.5% | 19.6% | 20.3% |
| 净利润 | 32.5 | 432.3 | 1,377.3 | 2,205.0 | 2,930.9 | EBITDA/营业收入 | 14.5% | 41.3% | 24.0% | 22.7% | 23.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 2.3% | 36.7% | 23.2% | 22.1% | 23.1% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 资产负债率 | 6.9% | 28.5% | 75.3% | 71.3% | 71.2% |
| 货币资金 | 658.5 | 874.1 | 2,013.8 | 3,380.0 | 5,771.0 | 负债权益比 | 7.5% | 39.8% | 304.0% | 248.3% | 247.0% |
| 交易性金融资产 | - | - | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 流动比率 | 11.31 | 2.14 | 1.20 | 1.30 | 1.30 |
| 应收帐款 | 359.3 | 760.0 | 5,206.9 | 4,807.9 | 7,751.2 | 速动比率 | 10.28 | 1.55 | 0.70 | 0.74 | 0.90 |
| 应收票据 | 0.3 | 0.0 | 37.3 | 42.4 | 19.4 | 利息保障倍数 | -0.56 | -40.79 | -89.20 | -147.49 | -85.53 |
| 预付帐款 | 12.4 | 20.3 | 358.0 | 301.5 | 482.2 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 104.4 | 627.7 | 5,425.9 | 6,445.0 | 6,237.3 | 固定资产周转天数 | 502 | 180 | 40 | 26 | 21 |
| 其他流动资产 | 3.4 | 3.6 | 2.5 | 3.2 | 3.1 | 流动营业资本周转天数 | 324 | 132 | 50 | 57 | 57 |
| 可供出售金融资产 | 16.0 | 36.0 | 19.7 | 23.9 | 26.5 | 流动资产周转天数 | 1,008 | 459 | 411 | 448 | 440 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 317 | 150 | 160 | 160 | 157 |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 86 | 98 | 162 | 190 | 158 |
| 投资性房地产 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 总资产周转天数 | 2,176 | 914 | 507 | 505 | 485 |
| 固定资产 | 621.9 | 721.5 | 778.6 | 817.7 | 839.9 | 投资资本周转天数 | 1,261 | 485 | 126 | 104 | 94 |
| 在建工程 | 487.7 | 541.4 | 532.2 | 524.0 | 516.6 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 213.2 | 201.5 | 195.7 | 189.9 | 184.1 | 销售费用率 | 45.2% | 23.4% | 21.9% | 21.4% | 21.4% |
| 其他非流动资产 | 231.6 | 319.0 | 239.1 | 259.9 | 271.2 | 管理费用率 | 34.6% | 14.0% | 13.0% | 13.0% | 12.7% |
| 资产总额 | 2,709.5 | 4,105.9 | 14,810.7 | 16,796.3 | 22,103.4 | 财务费用率 | -4.1% | -0.9% | -0.3% | -0.1% | -0.3% |
| 短期债务 | - | 260.0 | 1,088.0 | 2,270.3 | 3,409.3 | 三费/营业收入 | 75.7% | 36.5% | 34.6% | 34.3% | 33.8% |
| 应付帐款 | 72.4 | 696.1 | 9,140.9 | 8,694.9 | 11,400.1 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | 1.5 | 49.8 | 553.6 | 501.6 | 743.2 | ROE | 1.3% | 14.7% | 37.6% | 45.7% | 46.0% |
| 其他流动负债 | 26.7 | 63.6 | 75.2 | 68.4 | 86.7 | ROA | 1.2% | 10.5% | 9.3% | 13.1% | 13.3% |
| 长期借款 | - | - | 196.2 | 346.6 | - | ROIC | 0.6% | 26.2% | 68.4% | 81.2% | 76.4% |
| 其他非流动负债 | 87.6 | 98.9 | 91.2 | 92.6 | 94.2 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 188.2 | 1,168.4 | 11,145.1 | 11,974.4 | 15,733.5 | DPS(元) | 0.01 | 0.13 | 0.40 | 0.66 | 0.87 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 49.2% | 48.1% | 45.9% | 47.8% | 47.3% |
| 股本 | 1,600.0 | 1,600.0 | 1,600.0 | 1,600.0 | 1,600.0 | 股息收益率 | 0.0% | 0.3% | 0.8% | 1.4% | 1.8% |
| 留存收益 | 921.3 | 1,337.5 | 2,065.7 | 3,221.9 | 4,769.9 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,521.3 | 2,937.5 | 3,665.7 | 4,821.9 | 6,369.9 | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 32.5 | 432.3 | 1,377.3 | 2,205.0 | 2,930.9 | EPS(元) | 0.02 | 0.27 | 0.86 | 1.38 | 1.83 |
| 加:折旧和摊销 | 57.4 | 63.9 | 58.8 | 65.8 | 72.1 | BVPS(元) | 1.58 | 1.84 | 2.29 | 3.01 | 3.98 |
| 资产减值准备 | 38.1 | 47.4 | - | - | - | PE(X) | 2,369.0 | 178.2 | 55.9 | 34.9 | 26.3 |
| 公允价值变动损失 | 0.8 | - | 0.3 | -0.2 | 0.0 | PB(X) | 30.6 | 26.2 | 21.0 | 16.0 | 12.1 |
| 财务费用 | -0.6 | 9.5 | -17.4 | -16.9 | -38.9 | P/FCF | -695.3 | 227.3 | 45.5 | 31.6 | 20.3 |
| 投资损失 | - | - | -0.5 | -0.2 | -0.2 | P/S | 172.8 | 57.4 | 11.5 | 6.8 | 5.3 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 1,180.2 | 137.4 | 47.1 | 29.8 | 21.9 |
| 营运资金的变动 | -38.3 | -349.4 | -586.5 | -1,093.6 | 62.2 | CAGR(%) | 307.8% | 89.3% | 91.1% | 307.8% | 89.3% |
| 经营活动产生现金流量 | 90.0 | 203.6 | 831.9 | 1,160.1 | 3,026.1 | PEG | 7.7 | 2.0 | 0.6 | 0.1 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -151.8 | -250.7 | -84.7 | -94.7 | -83.5 | ROIC/WACC | 0.1 | 2.5 | 6.6 | 7.8 | 7.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 24.9 | 142.2 | 392.5 | 300.8 | -551.6 | | | | | | |

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.huajinsc.cn