

三联苗+HPV 疫苗放量，业绩超高速增长

投资要点

- **业绩总结：**公司2018年上半年实现营业收入20.7亿元，同比增长365.4%；实现归母净利润6.8亿元，同比增长297.2%；实现扣非后归母净利润6.8亿元，同比增长306.9%。
- **三联苗+HPV疫苗放量，业绩延续超高速增长态势。**公司2018年上半年实现收入和归母净利润同比增速分别为365.4%和297.2%。**分产品线看：**1)自产二类苗：实现收入5.6亿元，同比增长35.7%，主要由公司独家产品三联苗贡献，2018年上半年批签发279.6万支，预计实现销售220-230万支。我们认为三联苗峰值销售可达800-1000万支（渗透率10%-15%），当前仍有较大空间，即2018-2020年有望保持放量态势。2)代理二类苗：实现收入14.7亿元，毛利率45%，其中核心品种为四价HPV疫苗，上半年批签发262.5万支，预计实现销售180万支左右，考虑到下半年四价HPV疫苗进一步供货和九价HPV疫苗陆续在5个省市中标，我们预计全年有望实现近600万销量。**分利润结构看：**负责自产二类苗的全资子公司北京智飞绿竹上半年实现收入5.6亿元，净利润2.5亿元，净利润率45.1%，扣除北京智飞绿竹后，相当于非自产二类苗贡献收入15.1亿元，贡献归母净利润4.3亿元，净利润率约28%，盈利能力超市场预期，我们认为随着销售规模进一步扩大，盈利能力或有进一步提升趋势。
- **公司拥有诊断+预防+治疗的结核病全产品线，市场空间在30-50亿元量级。**据公司公告，我国约有5.5亿人感染了结核菌，结核菌潜伏感染是结核病患者主要来源之一。公司拥有结核病防治全产品线：诊断用新型EC诊断试剂、预防用有纳入优先审评的注射用母牛分枝杆菌（结核感染人群用）、治疗用有已经上市的微卡产品。结核疫苗，主要预防结核杆菌潜伏感染人群（LTBI，诊断标准为PPD阳性和EC诊断阳性）发生结核病。目前我国结核菌的带菌人群约2.5亿人，在消灭结核战略下，结核筛查有望成为学生入学体检必查项目，目前每年初高中和大学入学量在2000万左右，另外体检人群超过1亿人，假设其中1000万筛查，合计3000万人。假设检测费用50元/人次，对应检测市场空间15亿元；考虑到带菌比例为20%，即600万人，假设20%接种率，对应120万人，接种程序为6针/人份，我们估计每人份2000-3000元，对应疫苗接种预防市场空间为24-36亿元，检测+预防合计市场空间30-50亿元。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2018-2020年归母净利润复合增速106%，EPS分别为1.03元、1.70元和2.35元，对应当前估值分别为40倍、24倍和18倍。公司业绩未来三年将呈爆发增长态势，维持“买入”评级。
- **风险提示：**AC-Hib疫苗和HPV疫苗推广及销售不及预期的风险；五价轮状疫苗销售不及预期的风险；默沙东疫苗供应不足导致缺货的风险；代理或自产产品出现质量问题的风险；行业出现黑天鹅事件的风险；行业政策及管理机制或发生变化的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1342.57	7188.95	13172.00	18395.65
增长率	201.06%	435.46%	83.23%	39.66%
归属母公司净利润（百万元）	432.28	1640.17	2720.03	3767.26
增长率	1229.25%	279.43%	65.84%	38.50%
每股收益EPS（元）	0.27	1.03	1.70	2.35
净资产收益率ROE	14.72%	37.58%	43.33%	43.27%
PE	153	40	24	18
PB	22.58	15.19	10.56	7.62

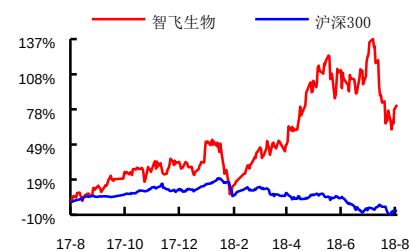
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513110001
 电话：021-58351962
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林
 执业证号：S1250516100001
 电话：023-67909731
 邮箱：ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.00
流通A股(亿股)	8.69
52周内股价区间(元)	22.66-52.96
总市值(亿元)	663.20
总资产(亿元)	54.88
每股净资产(元)	2.13

相关研究

1. 智飞生物（300122）：业绩略超预期，自产+代理重磅品种正高速增长（2018-07-02）
2. 智飞生物（300122）：结核疫苗拟纳入优先审评，为30亿量级重磅产品（2018-06-06）
3. 智飞生物（300122）：9价HPV疫苗上市，未来三年业绩将大超预期（2018-05-24）
4. 智飞生物（300122）：9价HPV疫苗上市进度超预期，业绩将大爆发（2018-05-15）
5. 智飞生物（300122）：代理9价HPV疫苗，助力公司业绩大爆发（2018-05-02）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1342.57	7188.95	13172.00	18395.65	净利润	432.28	1640.17	2720.03	3767.26
营业成本	288.06	3269.81	6330.78	9019.77	折旧与摊销	63.89	116.00	116.00	116.00
营业税金及附加	12.20	70.33	131.58	179.72	财务费用	-12.09	57.55	139.19	187.67
销售费用	314.34	1078.34	1975.80	2759.35	资产减值损失	47.41	60.00	70.00	80.00
管理费用	187.33	754.84	1383.06	1839.56	经营营运资本变动	-221.67	-4626.37	-3212.11	-3123.45
财务费用	-12.09	57.55	139.19	187.67	其他	-106.21	-60.42	-69.94	-79.96
资产减值损失	47.41	60.00	70.00	80.00	经营活动现金流净额	203.61	-2813.07	-236.82	947.51
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-174.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-75.97	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-250.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	512.24	1898.07	3141.58	4329.58	短期借款	260.00	2928.10	1781.29	1100.78
其他非经营损益	-7.56	0.21	-1.25	-1.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	504.68	1898.28	3140.33	4327.76	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	72.41	258.11	420.30	560.51	支付股利	-16.00	-212.68	-806.96	-1338.26
净利润	432.28	1640.17	2720.03	3767.26	其他	-101.78	-57.55	-139.19	-187.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	142.22	2657.87	835.13	-425.15
归属母公司股东净利润	432.28	1640.17	2720.03	3767.26	现金流量净额	93.48	-155.20	598.31	522.36
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	874.10	718.89	1317.20	1839.56	成长能力				
应收和预付款项	780.38	5220.20	9386.92	12990.51	销售收入增长率	201.06%	435.46%	83.23%	39.66%
存货	627.65	7143.35	13831.65	19707.19	营业利润增长率	1679.63%	270.54%	65.51%	37.82%
其他流动资产	3.60	19.30	35.37	49.39	净利润增长率	1229.25%	279.43%	65.84%	38.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	732.75%	267.28%	63.97%	36.40%
投资性房地产	0.80	0.80	0.80	0.80	获利能力				
固定资产和在建工程	1262.90	1175.54	1088.19	1000.83	毛利率	78.54%	54.52%	51.94%	50.97%
无形资产和开发支出	318.99	290.71	262.42	234.14	三费率	36.47%	26.30%	26.56%	26.02%
其他非流动资产	237.48	237.12	236.76	236.40	净利率	32.20%	22.82%	20.65%	20.48%
资产总计	4105.90	14805.92	26159.31	36058.82	ROE	14.72%	37.58%	43.33%	43.27%
短期借款	260.00	3188.10	4969.39	6070.17	ROA	10.53%	11.08%	10.40%	10.45%
应付和预收款项	753.09	6514.37	13574.76	19418.60	ROIC	21.47%	35.42%	31.00%	30.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	42.01%	28.82%	25.79%	25.19%
其他负债	155.28	738.42	1337.07	1862.96	营运能力				
负债合计	1168.37	10440.90	19881.21	27351.73	总资产周转率	0.39	0.76	0.64	0.59
股本	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	固定资产周转率	2.00	10.61	22.31	36.56
资本公积	207.96	207.96	207.96	207.96	应收账款周转率	2.68	3.05	2.30	2.08
留存收益	1129.57	2557.06	4470.13	6899.13	存货周转率	0.78	0.84	0.60	0.54
归属母公司股东权益	2937.53	4365.02	6278.09	8707.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2937.53	4365.02	6278.09	8707.09	资产负债率	28.46%	70.52%	76.00%	75.85%
负债和股东权益合计	4105.90	14805.92	26159.31	36058.82	带息债务/总负债	22.25%	30.53%	25.00%	22.19%
					流动比率	2.14	1.27	1.24	1.27
					速动比率	1.55	0.58	0.54	0.55
					股利支付率	3.70%	12.97%	29.67%	35.52%
					每股指标				
					每股收益	0.27	1.03	1.70	2.35
					每股净资产	1.84	2.73	3.92	5.44
					每股经营现金	0.13	-1.76	-0.15	0.59
					每股股利	0.01	0.13	0.50	0.84
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	564.04	2071.62	3396.78	4633.25					
PE	153.42	40.43	24.38	17.60					
PB	22.58	15.19	10.56	7.62					
PS	49.40	9.23	5.03	3.61					
EV/EBITDA	116.07	33.09	20.53	15.18					
股息率	0.02%	0.32%	1.22%	2.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn