



2018-09-04

公司研究报告

买入/维持

智飞生物(300122)

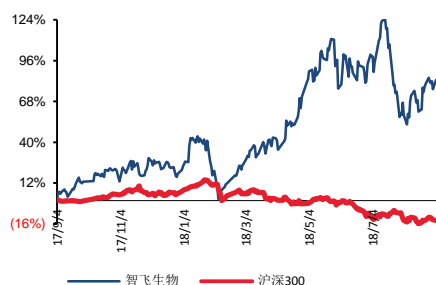
目标价: 62.88

昨收盘: 43.20

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## EC 诊断报产获受理，联合微卡构建最强肺结核诊疗体系

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,600/869
总市值/流通(百万元)	69,120/37,548
12 个月最高/最低(元)	52.96/23.72

### 相关研究报告:

智飞生物(300122)《HPV 业绩弹性凸显，在研管线价值尚存预期差》  
--2018/08/14

智飞生物(300122)《五价轮状采购额落地，峰值有望贡献超 5 亿净利润》  
--2018/07/09

智飞生物(300122)《业绩超预期，管线价值尚存巨大预期差》--2018/07/02

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

**事件：**近日公司公告，重组结核杆菌融合蛋白（EC）申报生产获得受理，我们预计 EC 有望纳入优先审评，加速上市进程，预计 19 年初有望获批上市，联合微卡（预防+治疗）构建最强肺结核诊疗体系。

**点评：**

**EC 为性价比最高的结核杆菌检测方法，联合微卡构建最强肺结核诊疗体系。**2016 年我国肺结核发病人数约 83 万人，发病率 61/70 万，死于肺结核人数约 2500 人，结核病疫情下降缓慢原因有 2 点：1) 目前缺少高性价比的筛查方法，筛选出结核分支杆菌潜伏感染者（LTBI）；2) 缺少有效的用于成人预防肺结核的疫苗。目前 LTBI 的筛查主要依靠经典的 PPD 皮肤试验，但该方法特异性差，不能区分卡介苗接种者和 LTBI，因此 PPD 皮试法在筛选 LTBI 中的作用非常有限。γ-干扰素检测法灵敏度高、特异性强，但是其较高的价格限制了其大范围的推广使用。EC 诊断试剂为新的特异性结核杆菌感染筛查方法，可特异性区分卡介苗和 LTBI，临床结果表明其检测结果与 γ-干扰素重合率达 93%，且价格更便宜，最适合全国范围的 LTBI 筛查。**预防用微卡为“最有效”降低肺结核发病率方法：**预防性微卡为治疗用微卡适应症拓展项目，临床用于结合分支杆菌携带者肺结核的预防，其预防肺结核的主要机理是增强人体免疫力，实现对结核分支杆菌潜伏感染的治疗，即预防性治疗。国内学者刘元东等人研究发现微卡预防肺结核效果优于传统的异烟肼和对照组（未采取治疗），微卡组 100 名 LTBI 无发生肺结核，异烟肼组 100 名 LTBI 中 1 例发生肺结核，对照组 100 名 LTBI 中发生 4 例肺结核。目前预防用微卡申报生产优先审评中，预计 18 年底有望获批。

**国内 LTBI 数量近 3 亿，EC 试剂和预防用微卡市场前景广阔。**EC 诊断试剂用于结核分支杆菌潜伏感染者（LTBI）筛查，预防用微卡用于 15-65 岁结核分支杆菌携带者等高危人群肺结核的预防（参考 3 期临床方案）。我国大约 20% 人口，接近 3 亿人为结核杆菌携带者，我国向 WHO 承诺到 2035 年发病率整体下降 90%，即每年约 10 万左右的发病人数。要降低发病率，筛选结核杆菌携带者，然后对该人群进行疫苗接种是最为行之有效的方法。2015 年我国小学、初中、高中以及大学入学人数分别为 1729 万、1141 万、878 万和 700 万人，合计约 4400 万人。**全国范围内学生入学体检结核杆菌有望陆续成为必查项目，仅考虑新生入学市场，不考虑其他体检人群，假设 EC 试剂定价 80 元/剂次，50% 执行率，峰值收入可达 18 亿元，贡献约 5**

亿净利润；每年高中、大学新生入学数量约 1600 万人，按照 20% 感染率计算（全国整体感染率约 20%），大约 320 万人为携带者，保守以 20% 渗透率计算，市场需求 650 万人份，按照 400 元/针，6 针/人份计算，预计微卡峰值销售额可达 15 亿元，贡献 7-8 亿元净利润。

**研发管线丰富，“三联苗&HPV&五价轮状&预防用微卡&15 价肺炎&三代狂苗”业绩贡献尚存预期差。**独家品种 AC-Hib 受益逐步替代 Hib 单苗、AC 结合，有望贡献超 11 亿净利润；HPV 疫苗（九价+四价）峰值有望贡献超 30 亿净利润；五价轮状病毒疫苗 18Q3-Q4 有望上市销售，稳态后有望贡献超 5 亿净利润；**在研重磅品种顺利推进，预防用微卡、EC 诊断试剂预计 18-19 年获批，稳态后有望贡献超 15 亿净利润；15 价肺炎有望 21 年获批，预期峰值销量约 300 万支，贡献 10 亿净利润；三代狂苗有望 21 年上市，预期峰值销量约 300 万支，贡献 12 亿净利润。**

**盈利预测与投资建议。**最强销售，最先突破，18 年市值有望破千亿，中期看 2000 亿市值！市场对智飞销售能力有认知，却忽视了公司强大的产品线（自有+代理），疫苗企业当中有望最先突破 50 亿净利润。18-19 年合理估值 1000 亿（56 倍 PE）、1200 亿（40 倍 PE），中期疫苗业务有望贡献超 80 亿净利润，合理估值 2000 亿，若治疗性生物药取得突破，将打开长期成长空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售低于预期、新品未能获批、行业黑天鹅事件等。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1343	6916	12214	17299
(+/-%)	201%	415%	77%	42%
净利润(百万元)	432	1800	3000	4320
(+/-%)	1229%	316%	67%	44%
摊薄每股收益(元)	0.27	1.13	1.87	2.70
市盈率(PE)	160	38	23	16

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>1、三联苗</b>									
销量（万支）	110	400	450	550	750	850	950	1000	1000
单价（元/支）	186	212	212	217	221	224	226	227	228
收入（百万元）	205	848	954	1194	1658	1904	2147	2270	2280
单支净利润（元/支）	17	95	95	98	99	101	102	102	103
净利润（百万元）	19	382	429	537	746	857	966	1022	1026
<b>2、四价 HPV 疫苗（代理）</b>									
销量（万支）		10	550	600	600	600	600	600	600
单价（元/支）		775	775	775	775	775	775	775	775
收入（百万元）		77	4261	4649	4649	4649	4649	4649	4649
单支净利润（元/人份）		0	194	194	194	194	194	194	194
净利润（百万元）		0	1065	1162	1162	1162	1162	1162	1162
<b>3、九价 HPV 疫苗（代理）</b>									
销量（万支）			80	370	600	700	800	800	800
单价（元/支）			1260	1260	1260	1260	1260	1260	1260
收入（百万元）			1008	4663	7561	8821	10082	10082	10082
单支净利润（元/支）			227	277	277	277	277	277	277
净利润（百万元）			181	1026	1663	1941	2218	2218	2218
<b>4、五价轮状病毒疫苗（代理）</b>									
销量（万人份）			20	120	250	300	300	300	300
单价（元/人份）			816	816	816	816	816	816	816
收入（百万元）			163	979	2039	2447	2447	2447	2447
单人份净利润（元/人份）			92	122	163	163	163	163	163
净利润（百万元）			18	147	408	489	489	489	489
<b>5、EC 诊断试剂</b>									
销量（万支）				60	300	600	900	1500	2000
单价（元/支）				50	50	50	50	50	50
收入（百万元）				30	150	300	450	750	1000
单支净利润（元/人份）				0	10	13	14	15	15
净利润（百万元）				0	30	75	126	225	300
<b>6、预防用微卡</b>									
销量（万人份）				3	25	50	70	100	100
单价（元/人份）				2000	2000	2000	2000	2000	2000
收入（百万元）				60	500	1000	1400	2000	2000
单支净利润（元/人份）				0	500	700	900	1000	1000
净利润（百万元）				0	125	350	630	1000	1000
<b>7、15 价肺炎</b>									
销量（万人支）						50	150	250	300
单价（元/支）						600	600	600	600
收入（百万元）						300	900	1500	1800
单支净利润（元/支）						300	300	300	300
净利润（百万元）						150	450	750	900
<b>8、三代狂犬疫苗</b>									
销量（万人份）						50	150	250	300
单价（元/人份）						777	777	777	777
收入（百万元）						388	1165	1942	2330
单支净利润（元/人份）						388	388	388	388
净利润（百万元）						194	583	971	1165
<b>9、其他品种（自有+代理+推广）</b>									
收入	241	495	529	640	743	862	999	1159	1345
增速（%）		105%	7%	21%	16%	16%	16%	16%	16%
净利润	14	74	106	128	186	215	250	290	336
增速（%）			43%	21%	45%	16%	16%	16%	16%
<b>10、合计</b>									
收入	446	1343	6916	12214	17299	20670	24238	26798	27932
增速（%）		201%	415%	77%	42%	19%	17%	11%	4%
净利润合计	33	432	1800	3000	4320	5434	6874	8127	8597
增速		1229%	316%	67%	44%	26%	27%	18%	6%
EPS	0.02	0.27	1.13	1.87	2.70	3.40	4.30	5.08	5.37
目前市值对应当年 PE	2125	160	38	23	16	13	10	9	8
合理市值/亿元			1000	1200	1512	1630	1856	2032	2149
PE			56	40	35	30	27	25	25

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院预测

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。