

净利润增速 354%，重磅产品放量公司成长向好

增持（维持）

2018 年 10 月 19 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,343	6,346	9,651	12,847
同比（%）	201.1%	372.7%	52.1%	33.1%
归母净利润（百万元）	432	1,653	2,522	3,507
同比（%）	1229.2%	282.4%	52.5%	39.1%
每股收益（元/股）	0.27	1.03	1.58	2.19
P/E（倍）	132.66	34.69	22.74	16.35

投资要点

■ **事件：**2018 年 10 月 18 日，公司发布 2018 年三季报，实现收入 34.95 亿元，同比增长 354.44%；净利润 10.87 亿元，同比增长 280.95%；扣非归母净利润 10.95 亿元，同比增长 291.63%。

■ **公司三联苗及 4 价 HPV 疫苗销量符合预期，维持快速增长：**1-9 月份，三联苗共实现批签发约 480 万支，其中有 73 万支在九月中下旬完成批签发。考虑销售周期等因素，我们推测公司前三季度三联苗的实际销售数量约在 400 万支，全年有望实现销量约 500 万支左右。4 价 HPV 疫苗前三季度实现批签发共 380 万支。由于三季度的批签发均集中在 8 月-9 月初，考虑市场的供需状态，我们认为 1-9 月的销量约等于前三季度的批签发数据。根据公司目前的销售情况看，全年销量有望实现 500 万支。

■ **9 价 HPV 疫苗及 5 价轮状病毒疫苗推广顺利，将为公司带来业绩增量：**前三季度 9 价 HPV 批签发数量为 30 万支。该产品主要瞄准 16-26 岁的女性，根据第六次人口普查的数据推断，该年龄层的女性人口约在 1 亿，若渗透率达到 10%，每人打三针，就有 3000 万支的存量市场空间，该产品的中标价格为在 1298 元/支。3000 万支带来的市场空间则在 390 亿元。五价轮状病毒疫苗为智飞生物代理的又一产品，目前已经签订的采购协议明确：2018-2021 年采购额为 2.47、6.5、9.49 和 13 亿元，相较于之前的采购协议（上市第一年度约 3.5 亿元，以后逐年增加，上市第六年预期达到约 11.6 亿元）超预期。该产品目前已经实现批签发约 8.4 万支，随着产品的进一步推广销售，将为公司带来业绩增量。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018 年到 2020 年，归属母公司净利润为 16.53 亿元、25.22 亿元和 35.07 亿元，同比增长 282.4%、52.5% 和 39.1%；对应 EPS 为 1.03 元、1.58 元和 2.19 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。

■ **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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.84
一年最低/最高价	23.81/53.92
市净率(倍)	15.03
流通 A 股市值(百万元)	31151.02

基础数据

每股净资产(元)	2.39
资产负债率(%)	38.79
总股本(百万股)	1600.00
流通 A 股(百万股)	869.17

相关研究

1、《智飞生物 (300122)：净利润增速 297%，重磅产品相继放量公司经营情况向好，未来业绩增长空间大》2018-08-14

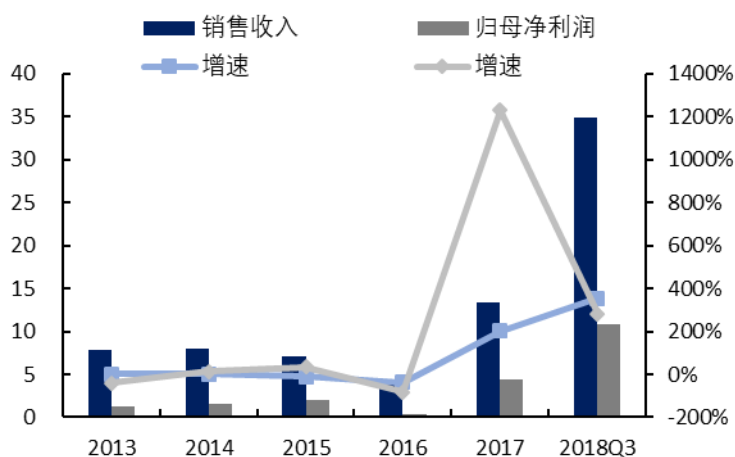
2、《智飞生物 (300122)：五价轮状病毒疫苗签订采购协议超预期，为公司业绩增长贡献增量》2018-07-10

3、《【东吴医药】智飞生物事件点评：智飞生物代理销售 9 价 HPV 疫苗，公司产品梯度合理，有效抢占市场》2018-05-03

1. 事件

2018年10月18日,公司发布2018年三季度报,实现收入34.95亿元,同比增长354.44%;净利润10.87亿元,同比增长280.95%;扣非归母净利润10.95亿元,同比增长291.63%。

图1: 智飞生物 2013-2018Q3 营业收入与净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. 我们的观点:

2.1. 公司三联苗及4价HPV疫苗销量符合预期,维持快速增长

“疫苗事件”对疫苗行业带来不利影响,但其对智飞生物的影响相对较小,公司产品三联苗及4价HPV疫苗前三季度实现快速增长。

1-9月份,三联苗共实现批签发约480万支,其中有73万支在九月中下旬完成批签发。考虑销售周期等因素,我们推测公司前三季度三联苗的实际销售数量约在400万支,全年有望实现销量约500万支左右。

4价HPV疫苗前三季度实现批签发共380万支。由于三季度的批签发均集中在8月-9月初,考虑市场的供需状态,我们认为1-9月的销量约等于前三季度的批签发数据。根据公司目前的销售情况看,全年销量有望实现500万支。

2.2. 9价HPV疫苗及5价轮状病毒疫苗推广顺利,将为公司带来业绩增量

前三季度9价HPV批签发数量为30万支。该产品主要瞄准16-26岁的女性,根据第六次人口普查的数据推断,该年龄层的女性人口约在1亿,若渗透率达到10%,每人打三针,就有3000万支的存量市场空间,该产品的中标价格为在1298元/支。3000万支带来的市场空间则在390亿元。

五价轮状病毒疫苗为智飞生物代理的又一产品,目前已经签订的采购协议明确:

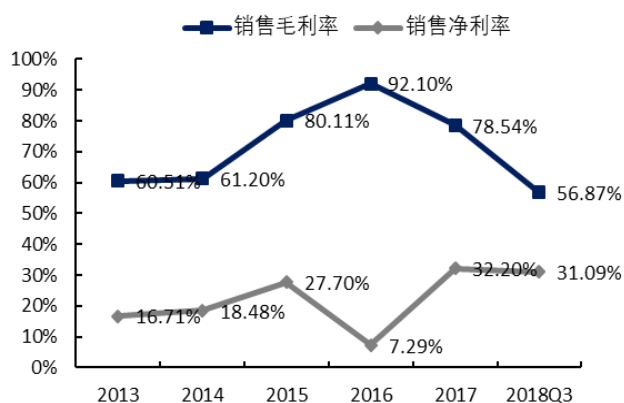
2018-2021 年采购额为 2.47、6.5、9.49 和 13 亿元，相较于之前的采购协议（上市第一年度约 3.5 亿元，以后逐年增加，上市第六年预期达到约 11.6 亿元）超预期。该产品目前已经实现批签发约 8.4 万支，随着产品的进一步推广销售，将为公司带来业绩增量。

2.3. 销售费用率及管理费用率继续下滑，公司效率持续提升

公司净利率从 2017 年的 78.54% 下滑至 56.87%。主要原因为公司代理的 4 价 HPV、9 价 HPV 及 5 价轮状疫苗相继上市且销量持续上升带来。公司代理产品的毛利率低于自主产品，因此带来整体毛利率的下滑。但由于公司效率的提升，净利率维持稳定。

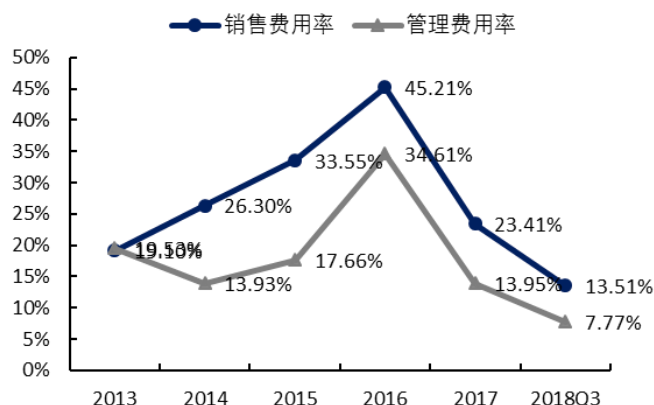
公司销售费用率及管理费用率（考虑研发费用）均出现大幅度下滑，我们认为主要原因为公司渠道能力强，销售推广费用并未与收入同比例的增加。公司经营效率提升，亦带来管理费用率的下降。

图 2：智飞生物 2013-2018Q3 毛利率与净利率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 3：智飞生物 2013-2018Q3 销售费用率与管理费用率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2018 年到 2020 年，归属母公司净利润为 16.53 亿元、25.22 亿元和 35.07 亿元，同比增长 282.4%、52.5% 和 39.1%；对应 EPS 为 1.03 元、1.58 元和 2.19 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。

4. 风险提升

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(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,286	13,026	12,758	22,431	营业收入	1,343	6,346	9,651	12,847
现金	874	3,253	4,947	6,586	减:营业成本	288	2,255	3,657	4,966
应收账款	701	4,028	3,163	6,409	营业税金及附加	12	59	90	129
存货	628	5,103	4,190	8,432	营业费用	314	1,015	1,255	1,542
其他流动资产	83	642	457	1,004	管理费用	187	825	1,158	1,413
非流动资产	1,820	7,923	12,100	16,216	财务费用	-12	288	604	797
长期股权投资	0	0	1	1	资产减值损失	47	0	0	0
固定资产	722	4,724	7,886	11,185	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	541	2,650	3,674	4,500	其他收益	0	0	0	-0
无形资产	300	293	288	281	营业利润	512	1,904	2,888	4,000
其他非流动资产	258	255	252	250	加:营业外净收支	-8	3	3	1
资产总计	4,106	20,949	24,858	38,647	利润总额	505	1,907	2,891	4,002
流动负债	1,069	16,418	17,913	28,332	减:所得税费用	72	254	369	495
短期借款	260	10,647	13,075	18,806	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	640	4,788	4,014	7,940	归属母公司净利润	432	1,653	2,522	3,507
其他流动负债	169	983	823	1,587	EBIT	494	2,177	3,489	4,797
非流动负债	99	149	177	169	EBITDA	558	2,345	3,870	5,381
长期借款	0	50	78	70					
其他非流动负债	99	99	99	99					
负债合计	1,168	16,567	18,090	28,502	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.27	1.03	1.58	2.19
					每股净资产(元)	1.84	2.74	4.23	6.34
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	2,938	4,383	6,768	10,145	股)	1600	1600	1600	1600
负债和股东权益	4,106	20,949	24,858	38,647	ROIC(%)	12.9%	12.4%	15.2%	14.4%
					ROE(%)	14.7%	37.7%	37.3%	34.6%
					毛利率(%)	78.5%	64.5%	62.1%	61.3%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	32.2%	26.1%	26.1%	27.3%
经营活动现金流	204	-1,303	4,524	1,539	资产负债率(%)	28.5%	79.1%	72.8%	73.7%
投资活动现金流	-251	-6,271	-4,557	-4,700	收入增长率(%)	201.1%	372.7%	52.1%	33.1%
筹资活动现金流	142	9,953	1,727	4,799	净利润增长率(%)	1229.2%	282.4%	52.5%	39.1%
现金净增加额	93	2,379	1,694	1,638	P/E	132.66	34.69	22.74	16.35
折旧和摊销	64	168	381	584	P/B	19.52	13.08	8.47	5.65
资本开支	231	6,103	4,177	4,116	EV/EBITDA	101.81	27.67	16.97	12.96
营运资本变动	-348	-3,412	1,019	-3,348					

数据来源: 贝格数据, 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,并注明出处为东吴证券研究所,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>