

2019年04月04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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	47.96
一年最低/最高价	31.24/53.92
市净率(倍)	18.35
流通 A 股市值(百万元)	41579.83

### 基础数据

每股净资产(元)	2.61
资产负债率(%)	38.61
总股本(百万股)	1600.00
流通 A 股(百万股)	866.97

### 相关研究

1、《智飞生物 (300122): 结核病筛查与预防为结核病防治的重点, 智飞生物瞄准该市场长期增长可期》2019-03-08

2、《智飞生物 (300122): 业绩增速 235%符合预期, HPV 疫苗放量推动公司未来快速增长》2019-02-27

3、《智飞生物 (300122): 签署 HPV 疫苗采购协议, 为公司业绩增长提供保障》2018-11-07

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,228	12,198	17,226	23,293
同比 (%)	289.4%	133.3%	41.2%	35.2%
归母净利润 (百万元)	1,451	2,817	3,726	4,855
同比 (%)	235.8%	94.1%	32.3%	30.3%
每股收益 (元/股)	0.91	1.76	2.33	3.03
P/E (倍)	52.87	27.24	20.59	15.81

■ **公司发布年报, 业绩增长 236%符合预期:** 公司发布年报, 实现营业收入 52.28 亿元, 同比增长 289.43%; 实现归属于上市公司股东的净利润 14.51 亿元, 同比增长 235.75%, 符合预期。2018 年 Q4, 公司实现销售收入 17.33 亿元, 同比增速为 202.25%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元, 同比增速为 148.08%, 环比略低于 Q3 分别 339.34% 和 256.31% 的增长水平。我们认为, Q4 增速下滑的主要原因有二: 1) “长生生物疫苗事件”带来居民接种二类疫苗意愿的下降; 2) 以及监管趋严带来的批签发速度放缓导致部分疫苗供给不足。

■ **HPV 疫苗终端缺口大, 快速放量为公司带来业绩增长:** 随着智飞生物与默沙东签订的采购协议, 2019 年 9 价 HPV 的批签发数量有望实现大幅度提升。根据采购协议, 2019 年公司将采购 HPV 疫苗产品共 55.07 亿元, 我们估计 HPV 疫苗销售的毛利率在 50% 左右, 则公司 2019 年 HPV 的销售收入将突破百亿元, 将有力的推动公司收入和业绩实现翻倍增长。根据公司的采购协议以及 4 价和 9 价 HPV 疫苗的中标价格 (4 价中标价格 798 元/支; 9 价中标价格 1298 元/支), 我们估计 4 价和 9 价 HPV 疫苗销量分别为 450 万支和 600 万支左右。截止 2019 年三月底, 公司 4 价 HPV 疫苗已经实现批签发 125 万支。2018 年批签发的 9 价 HPV 疫苗, 其中 90 万支于 12 月底完成批签发, 我们预计将于 2019 年实现销售, 公司 2019 年 HPV 疫苗的销量有保障。

■ **AC-Hib 三联苗处于放量期, 为公司业绩增长提供第二动力:** 2018 年 AC-Hib 三联苗实现批签发 644 万支, 考虑“疫苗事件”对国产二类疫苗的影响以及批签发周期, 我们认为实际销量将略低于批签发数量。三联苗仍处于高速增长期, 且生产量和批签发量进一步增加, 成为公司业绩增长的又一动力。公司 4 月 2 日公告: 主要产品之一三联苗的再注册申请目前行政程序尚未完成, 批文有效期至 19 年 4 月 1 日, 在子公司未获得再注册批件之前, 将暂停 AC-Hib 疫苗的生产。我们认为此次事件对公司基本面影响有限: 公司三联苗目前库存充足, 考虑去年批签发且并未销售完毕的产品及上半年生产的产品, 存货在 600 万支。我们预计 2019 年该产品将仍然维持高速增长, 销量有望突破 600 万支。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019 年到 2021 年, 归属母公司净利润为 28.17 亿元、37.26 亿元和 48.55 亿元, 同比增长 94.1%、32.3% 和 30.3%; 对应 EPS 为 1.76 元、2.33 元和 3.03 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。

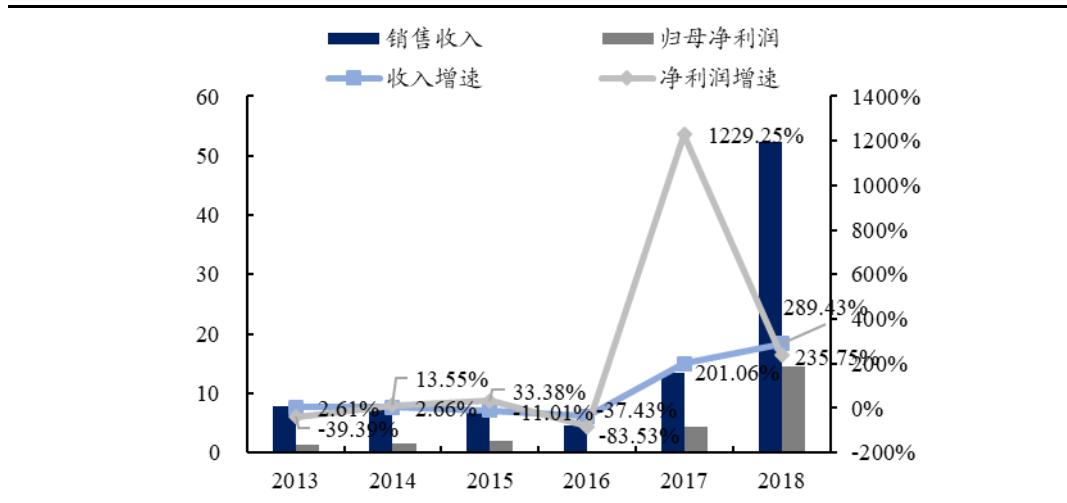
■ **风险提示:** 研发项目未达预期的风险、应收账款发生呆坏账的风险、疫苗风险事件的不可测性。

## 1. 事件：公司发布年报，业绩增长 236%符合预期

公司发布年报，实现营业收入 52.28 亿元，同比增长 289.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 14.51 亿元，同比增长 235.75%，符合预期。

2018 年 Q4，公司实现销售收入 17.33 亿元，同比增速为 202.25%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元，同比增速为 148.08%，环比略低于 Q3 分别 339.34% 和 256.31% 的增长水平。我们认为，Q4 增速下滑的主要原因有二：1)“长生生物疫苗事件”带来居民接种二类疫苗意愿的下降；2) 以及监管趋严带来的批签发速度放缓导致部分疫苗供给不足。

图 1：2013-2018 年公司收入与净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 2. 我们的观点：HPV 疫苗市场空间广阔，三联苗库存充足将持续放量，公司布局结核病领域，短、中、长期业绩增长有保障。

### 2.1. HPV 疫苗终端缺口大，快速放量为公司带来业绩增长

2018 年全年，4 价 HPV 疫苗实现批签发约 380 万支。2017 年该产品批签发主要在 11 月，考虑销售运输周期，我们认为一部分产品的实际销售发生在 2018 年，据此推测我们预计 2018 年 4 价 HPV 疫苗的实际销量超过当年批签发量。2018 年 9 价 HPV 疫苗实现批签发 121 万支。2018 年公司代理的 HPV 疫苗实现快速的批签发放量以及销售放量，是公司的第一大疫苗品类。

随着智飞生物与默沙东签订的采购协议，2019 年 9 价 HPV 的批签发数量有望实现大幅度提升。根据采购协议，2019 年公司将采购 HPV 疫苗产品共 55.07 亿元，我们估计 HPV 疫苗销售的毛利率在 50% 左右，则公司 2019 年 HPV 的销售收入将突破百亿元，

将有力的推动公司收入和业绩实现翻倍增长。根据公司的采购协议以及 4 价和 9 价 HPV 疫苗的中标价格（4 价中标价格 798 元/支；9 价中标价格 1298 元/支），我们估计 4 价和 9 价 HPV 疫苗销量分别为 450 万支和 600 万支左右。截止 2019 年三月底，公司 4 价 HPV 疫苗已经实现批签发 125 万支。2018 年批签发的 9 价 HPV 疫苗，其中 90 万支于 12 月底完成批签发，我们预计将于 2019 年实现销售，公司 2019 年 HPV 疫苗的销量有保障。

## 2.2. AC-Hib 三联苗处于放量期，为公司业绩增长提供第二动力

2018 年 AC-Hib 三联苗实现批签发 644 万支，考虑“疫苗事件”对国产二类疫苗的影响以及批签发周期，我们认为实际销量将略低于批签发数量。三联苗仍处于高速增长期，且生产量和批签发量进一步增加，成为公司业绩增长的又一动力。

公司 4 月 2 日公告：主要产品之一三联苗的再注册申请目前行政程序尚未完成，批文有效期至 19 年 4 月 1 日，在子公司未获得再注册批件之前，将暂停 AC-Hib 疫苗的生产。我们认为此次事件对公司基本面影响有限：公司三联苗目前库存充足，考虑去年批签发且并未销售完毕的产品及上半年生产的产品，存货在 600 万支。我们预计 2019 年该产品将仍然维持高速增长，销量有望突破 600 万支。

## 2.3. 五价轮状病毒疫苗独家产品，市场空间广阔

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。该产品 2018 年实现批签发约 80 万支。随着“疫苗事件”不良影响的逐渐消除，我们认为其 2019 年将实现快速放量，销量有望突破 450 万支。

## 2.4. EC 诊断试剂盒及微卡疫苗有望年内获批，为公司中长期业绩增长提供保障

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  $\gamma$  干扰素释放分析技术具有成本优势，价格更为低廉。

结核病的治疗主要使用化学药物，需要至少连续服用 6 个月，治疗过程相当漫长，对患者的肝功能伤害很大，所以对结核病的预防显得尤为重要。公司的在研产品注射用母牛分枝杆菌（预防）即预防微卡，主要针对结核杆菌潜伏感染的高危人群，包括成人在内。微卡主要针对带菌人群，对于成人结核病的感染起到很好的预防作用。由于该疫苗可用于结核杆菌感染人群的应用，市场空间广阔。目前微卡疫苗已经完成 III 期临床试验，未来上市可期。

假设 EC 诊断试剂盒筛查一次的价格为 40-50 元，接种一人份微卡的价格为 2000 元。考虑入学和入职体检有望将结核杆菌筛查列为常规检查项目，渗透率将在较高水平。

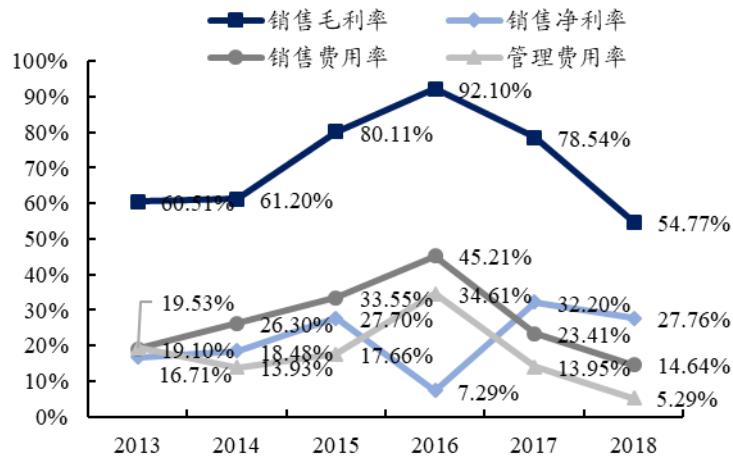
2017年小学、初中、高中和大学的新入学人数相加约为7000万人，每年新入职员工人数大体测算在3000-4000万人，因此主要检测人群在1亿1000万左右。根据推算，如果2020年EC诊断试剂盒的渗透率为20%，则会有8.8-11亿的销售额。考虑筛查群体中阳性概率在15%-20%，由于微卡对结核病预防效果较好，适用于筛查结果为阳性的带菌人群接种，因此我们认为其渗透率较高。微卡一人的接种价格我们估算为2000元左右，如果筛查后20%的人注射微卡疫苗，则其市场在13.2-17.6亿元左右。

## 2.5. 代理产品占比提高推动公司毛利率下降，效率提升带动公司销售费用率及管理费用率下降

公司代理产品数量及销售占比不断提高。公司自主产品毛利率控制在90%左右，代理产品毛利率相对较低，我们估测在50%左右。随着HPV疫苗及五价轮状疫苗的放量，公司的毛利率将进一步降低。

公司毛利率下降明显，虽然公司效率提升显著，销售费用率和管理费用率大幅度下滑，但公司净利率仍然出现下滑。我们认为，公司管理效率提升，虽然代理产品增长使得公司未来毛利率与净利率仍会出现下滑，但整体经营情况稳定。且随着公司结核病领域的自主产品相继上市，公司毛利率与净利率有望提升。

图2：2013-2018年公司毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率变化情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 3. 盈利预测与投资评级

我们预计公司2019年到2021年，归属母公司净利润为28.17亿元、37.26亿元和48.55亿元，同比增长94.1%、32.3%和30.3%；对应EPS为1.76元、2.33元和3.03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(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4,616</b>	<b>14,071</b>	<b>16,171</b>	<b>25,096</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,228</b>	<b>12,198</b>	<b>17,226</b>	<b>23,293</b>
现金	769	4,975	7,025	9,500	减:营业成本	2,365	6,208	8,780	11,989
应收账款	1,976	4,268	4,549	7,374	营业税金及附加	28	102	152	185
存货	1,784	4,547	4,408	7,819	营业费用	765	1,708	2,412	3,261
其他流动资产	87	282	188	403	管理费用	134	610	861	1,165
<b>非流动资产</b>	<b>2,194</b>	<b>10,241</b>	<b>15,967</b>	<b>22,641</b>	财务费用	18	331	749	1,069
长期股权投资	0	0	0	1	资产减值损失	74	0	0	0
固定资产	934	6,322	10,675	15,728	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	591	3,254	4,632	6,243	其他收益	0	0	-0	-0
无形资产	377	382	388	397	<b>营业利润</b>	<b>1,713</b>	<b>3,240</b>	<b>4,271</b>	<b>5,625</b>
其他非流动资产	292	282	272	273	加:营业外净收支	-20	-3	-6	-9
<b>资产总计</b>	<b>6,810</b>	<b>24,312</b>	<b>32,138</b>	<b>47,737</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,692</b>	<b>3,238</b>	<b>4,266</b>	<b>5,616</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,536</b>	<b>17,955</b>	<b>22,358</b>	<b>33,439</b>	减:所得税费用	241	421	539	761
短期借款	621	13,031	17,814	25,252	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1,628	4,325	4,094	7,402	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,451</b>	<b>2,817</b>	<b>3,726</b>	<b>4,855</b>
其他流动负债	287	600	450	785	EBIT	1,707	3,566	5,022	6,675
<b>非流动负债</b>	<b>94</b>	<b>159</b>	<b>152</b>	<b>147</b>	EBITDA	1,800	3,803	5,550	7,490
长期借款	0	66	59	53					
其他非流动负债	94	94	94	94	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,629</b>	<b>18,115</b>	<b>22,510</b>	<b>33,585</b>	每股收益(元)	0.91	1.76	2.33	3.03
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.61	3.87	6.02	8.85
归属母公司股东权益	4,181	6,198	9,628	14,152	发行在外股份(百万股)	1600	1600	1600	1600
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,810</b>	<b>24,312</b>	<b>32,138</b>	<b>47,737</b>	ROIC(%)	29.9%	16.0%	15.9%	14.6%
					ROE(%)	34.7%	45.4%	38.7%	34.3%
					毛利率(%)	54.8%	49.1%	49.0%	48.5%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	27.8%	23.1%	21.6%	20.8%
经营活动现金流	586	1,127	4,572	3,927	资产负债率(%)	38.6%	74.5%	70.0%	70.4%
投资活动现金流	-493	-8,283	-6,255	-7,489	收入增长率(%)	289.4%	133.3%	41.2%	35.2%
筹资活动现金流	-288	11,361	3,733	6,037	净利润增长率(%)	235.8%	94.1%	32.3%	30.3%
现金净增加额	-194	4,205	2,051	2,474	P/E	52.87	27.24	20.59	15.81
折旧和摊销	93	236	528	816	P/B	18.35	12.38	7.97	5.42
资本开支	480	8,047	5,726	6,674	EV/EBITDA	42.60	22.34	15.80	12.37
营运资本变动	-1,045	-2,256	-432	-2,812					

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>