



300122.SZ

买入

市场价格：人民币 46.95

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	32.1	9.3	10.6	28.2
相对深证成指	0.7	6.9	13.4	25.8

发行股数(百万)	1,600
流通股(%)	54
总市值(人民币 百万)	75,344
3个月日均交易额(人民币 百万)	436
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
蒋仁生	54

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月31日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物:生物制品

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

智飞生物

渠道为王，从独家代理逐渐转型创新龙头

公司是国内疫苗行业销售能力最强的企业，同时也是国内唯一代理默沙东四/九价HPV、五价重配轮状病毒疫苗和23价肺炎球菌多糖疫苗的厂商，不排除未来将代理更多新型疫苗。根据我们的测算2018-2030年公司的收入复合增速达到12.94%，首次评级给予“买入”评级。

支撑评级的要点

- 公司已上市产品（自主）包括：独家AC-Hib结合疫苗（液体剂型）、AC群脑膜炎结合疫苗、Hib结合疫苗、ACWY四价脑膜炎多糖疫苗、治疗性微卡；申报上市的疫苗包括：母牛分枝杆菌疫苗（微卡，预防性）和重组结核融合蛋白（EC，筛查潜伏性结核感染）。在研的品种包括：冻干AC-Hib结合疫苗（III期临床数据总结）、四价流感裂解疫苗（III期临床）、23价肺炎球菌多糖疫苗（III期临床）、福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗（II期临床）、ACWY四价脑膜炎结合疫苗（II期临床）、15价肺炎结合疫苗（I期临床）、冻干重组结核疫苗（I期临床）。正在储备的主要有：重组诺如病毒多价疫苗、灭活轮状病毒疫苗、双价手足口病疫苗、组分白百破疫苗、卡介苗纯蛋白衍生物（诊断用）等。
- 2018年公司与默沙东签署采购代理协议，其中五价轮状病毒疫苗至2021年底采购31.46亿（2018年9月首剂接种）、四价/九价HPV疫苗至2021年底采购180.02亿（2018年5月首剂接种）。2018年代理和推广服务产品收入39.58亿，根据测算，2019-2021年对应的收入为80.82亿、101.31亿、112.78亿，三年的复合增速达到46.81%。
- 预防性微卡及EC筛查2030年市场规模至少为31.70亿，同时AC-Hib三联冻干粉针剂、四价流感裂解疫苗、福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗预计分别在2020、2021及2022年获批上市。根据《中华实验和临床感染病杂志》2016年第2期数据，中国活动性结核感染率为459人/10万人（对应全国活动性结核人数640.5万人），假设预防性微卡的接种渗透率为15%，每剂350元（结核病人每月化疗及保肝等药物开支在300-400元，因此假设预防性微卡价格为350元/剂，共需接种6剂），则得到预防性微卡2030年的市场规模将超过20亿元。另外，潜伏性结核感染者中有10%左右转化为活动性结核，对应潜伏性结核感染人数6405万人，假设EC筛查渗透率为30%，检测一次的价格为60元，则得到2030年EC筛查的市场规模超过11.5亿元。不考虑正在储备阶段的15价肺炎结合疫苗、冻干重组结核疫苗、重组诺如病毒多价疫苗、灭活轮状病毒疫苗、双价手足口病疫苗，2030年AC-Hib三联疫苗、Hib结合疫苗、AC结合疫苗、ACWY四价多糖及结合疫苗、四价流感疫苗和痢疾双价结合疫苗的收入预计将超过28亿。

估值

- 预计2019-2021年公司归母净利润分别为24.55、33.68、41.39亿，EPS分别为1.53、2.11、2.59元，对应PE分别为31、22、18倍，首次评级给予“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 疫苗接种出现事故，新品种上市进度低于预期，代理品种断供。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,343	5,228	10,514	13,190	14,914
变动(%)	201	289	101	25	13
净利润(人民币 百万)	432	1,451	2,455	3,368	4,139
全面摊薄每股收益(人民币)	0.270	0.907	1.534	2.105	2.587
变动(%)	1,229.2	235.8	69.1	37.2	22.9
全面摊薄市盈率(倍)	174.3	51.9	30.7	22.4	18.2
价格/每股现金流量(倍)	369.9	128.6	11.8	18.0	11.9
每股现金流量(人民币)	0.13	0.37	3.98	2.61	3.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	134.9	38.6	20.7	14.9	11.5
每股股息(人民币)	0.130	0.500	0.846	1.160	1.426
股息率(%)	0.3	1.1	1.8	2.5	3.0

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,343	5,228	10,514	13,190	14,914
销售成本	(300)	(2,393)	(5,395)	(6,698)	(7,426)
经营费用	(488)	(888)	(1,692)	(1,841)	(1,802)
息税折旧前利润	554	1,947	3,428	4,651	5,686
折旧及摊销	(61)	(85)	(140)	(180)	(217)
经营利润(息税前利润)	493	1,862	3,288	4,471	5,469
净利息收入/(费用)	12	(18)	16	60	93
其他收益/(损失)	(8)	(20)	(14)	(17)	(16)
税前利润	498	1,824	3,290	4,514	5,547
所得税	(72)	(241)	(468)	(642)	(789)
少数股东权益	0	0	367	503	618
净利润	432	1,451	2,455	3,368	4,139
核心净利润	424	1,580	2,453	3,365	4,136
每股收益(人民币)	0.270	0.907	1.534	2.105	2.587
核心每股收益(人民币)	0.265	0.988	1.533	2.103	2.585
每股股息(人民币)	0.130	0.500	0.846	1.160	1.426
收入增长(%)	201	289	101	25	13
息税前利润增长(%)	4,339	278	77	36	22
息税折旧前利润增长(%)	748	252	76	36	22
每股收益增长(%)	1,229	236	69	37	23
核心每股收益增长(%)	1,180	272	55	37	23

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	498	1,824	3,290	4,514	5,547
折旧与摊销	61	85	140	180	217
净利息费用	(12)	18	(16)	(60)	(93)
运营资本变动	209	124	1,851	(32)	1,642
税金	(65)	(372)	(468)	(642)	(789)
其他经营现金流	(486)	(1,093)	1,569	214	(206)
经营活动产生的现金流	204	586	6,366	4,174	6,317
购买固定资产净值	3	77	606	639	619
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(254)	(570)	(1,212)	(1,277)	(1,239)
投资活动产生的现金流	(251)	(493)	(606)	(639)	(619)
净增权益	(208)	(800)	(1,353)	(1,856)	(2,281)
净增债务	260	361	29	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	90	124	(55)	(68)	(159)
融资活动产生的现金流	142	(288)	(1,327)	(1,822)	(2,219)
现金变动	95	(196)	4,433	1,714	3,478
期初现金	658	874	769	5,202	6,916
公司自由现金流	(47)	92	5,760	3,536	5,697
权益自由现金流	201	472	5,773	3,476	5,604

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	878	770	5,203	6,917	10,395
应收帐款	760	2,038	2,689	2,056	2,237
库存	628	1,784	222	17	228
其他流动资产	20	24	329	140	258
流动资产总计	2,286	4,616	8,443	9,130	13,118
固定资产	1,263	1,525	2,004	2,463	2,882
无形资产	300	377	365	364	348
其他长期资产	199	190	190	190	190
长期资产总计	1,761	2,092	2,559	3,017	3,419
总资产	4,106	6,810	11,097	12,233	16,618
应付帐款	690	1,653	4,281	3,484	5,304
短期债务	260	621	650	650	650
其他流动负债	120	262	441	384	506
流动负债总计	1,069	2,536	5,372	4,519	6,459
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	99	94	94	94	94
股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
储备	1,338	2,581	3,683	5,194	7,052
股东权益	2,938	2,905	5,283	6,794	8,652
少数股东权益	0	0	348	827	1,414
总负债及权益	4,106	6,810	11,097	12,233	16,618
每股帐面价值(人民币)	1.84	1.82	3.30	4.25	5.41
每股有形资产(人民币)	1.65	1.58	3.07	4.02	5.19
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.38)	(0.09)	(2.85)	(3.92)	(6.09)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.3	37.2	32.6	35.3	38.1
息税前利润率(%)	36.7	35.6	31.3	33.9	36.7
税前利润率(%)	37.1	34.9	31.3	34.2	37.2
净利率(%)	32.2	27.8	23.3	25.5	27.8
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.8	1.6	2.0	2.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	102.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.1	1.5	2.0	2.0
估值					
市盈率(倍)	174.3	51.9	30.7	22.4	18.2
核心业务市盈率(倍)	177.6	47.7	30.7	22.4	18.2
市净率(倍)	25.6	25.9	14.3	11.1	8.7
价格/现金流(倍)	370.0	128.7	11.8	18.0	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	134.9	38.6	20.7	14.9	11.5
周转率					
存货周转天数	445.0	183.9	67.9	6.5	6.0
应收帐款周转天数	152.2	97.7	82.1	65.7	52.5
应付帐款周转天数	101.2	81.8	103.0	107.4	107.5
回报率					
股息支付率(%)	48.1	55.1	55.1	55.1	55.1
净资产收益率(%)	15.8	49.7	60.0	55.8	53.6
资产收益率(%)	12.4	29.6	31.5	32.9	32.5
已运用资本收益率(%)	3.8	10.8	12.5	11.6	10.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测