

业绩增速符合预期，下半年有望加速放量 增持（维持）

2019 年 08 月 29 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

研究助理 李颖睿

021-60199793
liyr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	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）	52.95	27.28	20.62	15.83

投资要点

■ **事件：**公司发布半年报，2019 年 H1 公司实现营业收入 50.39 亿元，比上年同期增长 143.19%；归属于上市公司股东的净利润 11.47 亿元，比上年同期增长 68.08%；实现扣非净利润 11.77 亿元，同比增长 71.85%，符合预期。公司 2019 年 Q2 实现营业收入 27.45 亿元，同比增长 122.54%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.45 亿元、同比增长 52.55%；实现扣非净利润 6.44 亿元，同比增长 52.61%，符合预期。

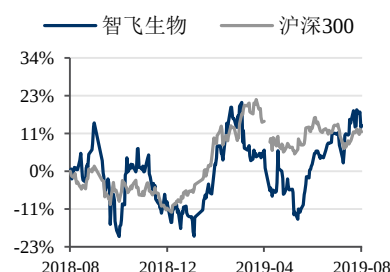
■ **公司现有产品均实现稳定增长，下半年批签发有望加速，业绩增长或高于上半年：**由于疫苗事件的影响，公司整体批签发进度略低于预期。根据草根调研，我们认为终端市场供不应求明显。下半年或将出台新的疫苗法，从而推动批签发的进度，公司下半年批签发有望加速，从而带动业绩放量快于上半年。4 价 HPV 疫苗和 9 价 HPV 疫苗上半年实现批签发分别为 282 万支和 118 万支；截至目前分别实现批签发 308 万支和 118 万支。如果上半年批签发的疫苗全部实现销售，则贡献收入超过 20 亿元（4 价和 9 价 HPV 疫苗招标价格分别为 798 元/支和 1298 元/支）。2019 年上半年，AC-Hib 三联苗实现批签发 299 万支，截至目前批签发批签发 428 万支。公司 4 月 2 日公告：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。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。公司五价轮状疫苗上半年实现批签发 174 万支。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。

■ **布局肺结核防疫领域，公司长期业绩增长有保障：**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。

■ **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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.03
一年最低/最高价	32.90/52.37
市净率(倍)	16.97
流通 A 股市值(百万元)	42063.19

基础数据

每股净资产(元)	2.83
资产负债率(%)	50.09
总股本(百万股)	1600.00
流通 A 股(百万股)	875.77

相关研究

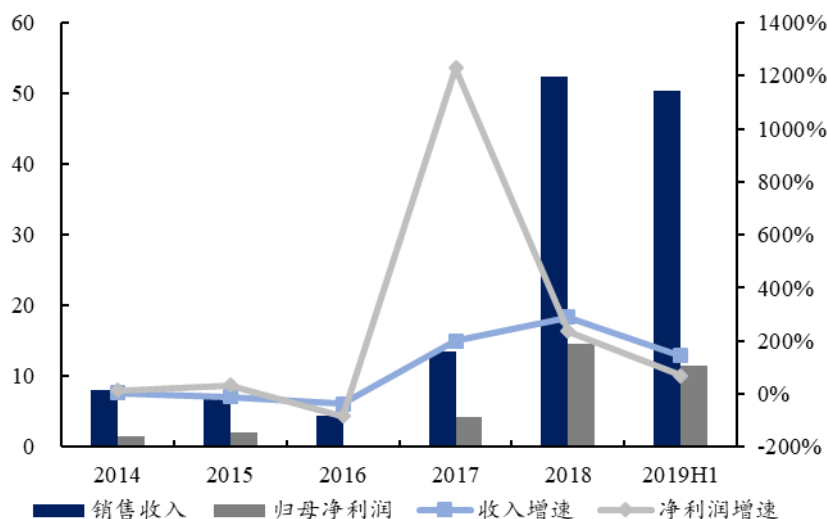
- 1、《智飞生物 (300122)：HPV 疫苗供不应求明显，公司半年报业绩增长符合预期》2019-07-03
- 2、《智飞生物 (300122)：公司发布第二期员工持股计划，员工动力及公司管理效率有望进一步提升》2019-06-05
- 3、《智飞生物 (300122)：业绩增长 236%符合预期，HPV 疫苗市场空间大，将支持公司业绩快速增长》2019-04-04

1. 公司发布半年报，业绩增速 68.08% 符合预期

2019 年 H1 公司实现营业收入 50.39 亿元，比上年同期增长 143.19%；归属于上市公司股东的净利润 11.47 亿元，比上年同期增长 68.08%；实现扣非净利润 11.77 亿元，同比增长 71.85%，符合预期。

公司 2019 年 Q2 实现营业收入 27.45 亿元，同比增长 122.54%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.45 亿元、同比增长 52.55%；实现扣非净利润 6.44 亿元，同比增长 52.61%，符合预期。

图 1：智飞生物 2014-2019H1 营收与净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 我们的观点：HPV 疫苗稳定增长，三联苗库存充足，在研产品为公司长期增长提供保障。

2.1. 公司现有产品均实现稳定增长，下半年批签发有望加速，业绩增长或高于上半年。

公司目前的产品中，4 价 HPV 疫苗、9 价 HPV 疫苗、三联苗和 5 价轮状病毒疫苗均处于放量期。

其中 4 价 HPV 疫苗和 9 价 HPV 疫苗上半年实现批签发分别为 282 万支和 118 万支；截至目前分别实现批签发 308 万支和 118 万支。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。如果上半

年批签发的疫苗全部实现销售，则贡献收入超过 20 亿元（4 价和 9 价 HPV 疫苗招标价格分别为 798 元/支和 1298 元/支）。

2019 年上半年，AC-Hib 三联苗实现批签发 299 万支，截至目前批签发批签发 428 万支。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。

公司五价轮状疫苗上半年实现批签发 174 万支。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。

由于疫苗事件的影响，公司整体批签发进度略低于预期。根据草根调研，我们认为终端市场供不应求明显。下半年或将出台新的疫苗法，从而推动批签发的进度，公司下半年批签发有望加速，从而带动业绩放量快于上半年。

2.2. 布局肺结核防疫领域，公司长期业绩增长有保障

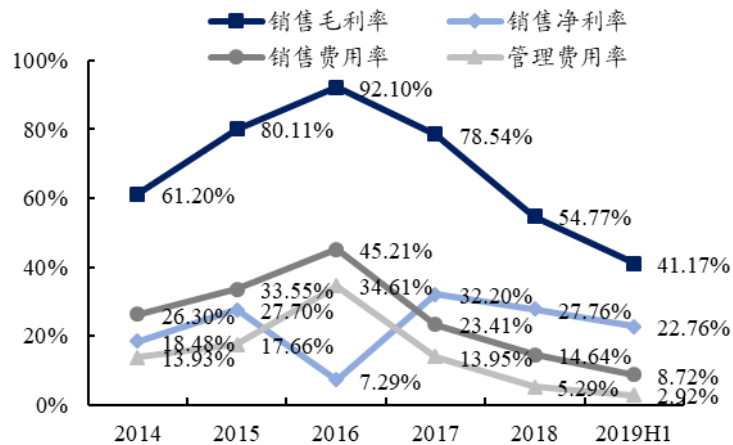
公司的结核领域产品主要为 EC 诊断试剂和微卡疫苗。假设 EC 诊断试剂盒筛查一次的价格为 40-50 元，接种一人份微卡的价格为 2000 元。考虑入学和入职体检有望将结核杆菌筛查列为常规检查项目，渗透率将在较高水平。2017 年小学、初中、高中和大学的新入学人数相加约为 7000 万人，每年新入职员工人数大体测算在 3000-4000 万人，因此主要检测人群在 1 亿 1000 万左右。根据推算，如果 2020 年 EC 诊断试剂盒的渗透率为 20%，则会有 8.8-11 亿的销售额。考虑筛查群体中阳性概率在 15%-20%，由于微卡对结核病预防效果较好，适用于筛查结果为阳性的带菌人群接种，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。

2.3. 代理产品占比上升带来毛利率和净利率下滑

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。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 2：2014-2019H1 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

*注：管理费用率为包括研发费用口径

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
流动资产	4,616	14,071	16,171	25,096	营业收入	5,228	12,198	17,226	23,293
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
非流动资产	2,194	10,241	15,967	22,641	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	营业利润	1,713	3,240	4,271	5,625
其他非流动资产	292	282	272	273	加:营业外净收支	-20	-3	-6	-9
资产总计	6,810	24,312	32,138	47,737	利润总额	1,692	3,238	4,266	5,616
流动负债	2,536	17,955	22,358	33,439	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	归属母公司净利润	1,451	2,817	3,726	4,855
其他流动负债	287	600	450	785	EBIT	1,707	3,566	5,022	6,675
非流动负债	94	159	152	147	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					
负债合计	2,629	18,115	22,510	33,585	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.91	1.76	2.33	3.03
					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
负债和股东权益	6,810	24,312	32,138	47,737	ROIC(%)	29.9%	16.0%	15.9%	14.6%
					ROE(%)	34.7%	45.4%	38.7%	34.3%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	54.8%	49.1%	49.0%	48.5%
经营活动现金流	586	1,127	4,572	3,927	销售净利率(%)	27.8%	23.1%	21.6%	20.8%
投资活动现金流	-493	-8,283	-6,255	-7,489	资产负债率(%)	38.6%	74.5%	70.0%	70.4%
筹资活动现金流	-288	11,361	3,733	6,037	收入增长率(%)	289.4%	133.3%	41.2%	35.2%
现金净增加额	-194	4,205	2,051	2,474	净利润增长率(%)	235.8%	94.1%	32.3%	30.3%
折旧和摊销	93	236	528	816	P/E	52.95	27.28	20.62	15.83
资本开支	480	8,047	5,726	6,674	P/B	18.38	12.40	7.98	5.43
营运资本变动	-1,045	-2,256	-432	-2,812	EV/EBITDA	42.67	22.37	15.82	12.38

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>