

# HPV 疫苗维持快速增长，新产品上市可期 买入（维持）

2020 年 04 月 21 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 李颖睿

执业证号：S0600519090002  
021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,587	15,683	21,440	26,800
同比（%）	102.5%	48.1%	36.7%	25.0%
归母净利润（百万元）	2,366	3,449	4,462	5,610
同比（%）	63.0%	45.7%	29.4%	25.7%
每股收益（元/股）	1.48	2.16	2.79	3.51
P/E（倍）	52.64	36.11	27.92	22.20

■ **公司发布 2019 年年报：**全年实现营收 105.87 亿元（+102.50%），实现归母净利润 23.66 亿元（+63.05%），扣非后归母净利润为 23.88 亿元（+63.70%），符合预期。

■ **代理均实现快速增长，或为公司收入增长的主要动力：**4 价 HPV 与 9 价 HPV 在 2019 年批签发分别为 554 万支（+45.88%）和 332 万支（+174.71%），均实现快速增长。考虑 4 价 HPV 和 9 价 HPV 的中标价分别为 798/支和 1298/支，则两个产品为公司贡献收入约为 87 亿元，或为公司业绩增长的主要动力。我们认为 HPV 市场空间广阔，根据草根调研判断终端市场仍有供不应求的现象，该产品 2020 年有望继续维持快速增长，成为公司业绩增长的主要动力。

■ **三联苗 2019 年销量维持稳定，老产品新剂型补全 2020 年三联苗缺口：**AC-Hib 三联苗 2019 年实现批签发 428 万支，2018 年 12 月批签发 163 万支。2018 年 12 月批签发的产品或在 2019 年实现销售，因此我们认为公司 2019 年三联苗的整体销量在 450-500 万支，基本维持稳定。公司自主疫苗产品均升级优化完成并实现市场准入，预充装 ACYW135 多糖疫苗已准入 20 个省级单位，预充装 AC 结合疫苗已准入 24 个省级单位，预充装 Hib 结合疫苗已准入 20 个省级单位，升级换代产品的顺利中标准入，对公司今后疫苗产品的销售工作起到了积极的推动作用，同时将补全 2020 年三联苗的市场空缺。

■ **布局结核病防疫领域，公司长期业绩增长有保障：**公司的 EC 诊断试剂盒及维卡疫苗目前已在中检院进行鉴定，我们预计其有望于 2020 年上半年获批。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、高中和大学新入学人数及新入职员工人数的总和大体测算在 1 亿 1000 万左右。如果 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，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 2020 年到 2022 年，归属母公司净利润为 34.49 亿元、44.62 亿元和 56.10 亿元，同比增长 45.7%、29.4% 和 25.7%；对应 EPS 为 2.16 元、2.79 元和 3.51 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“买入”评级。

■ **风险提示：**研发项目未达预期的风险、疫苗风险事件的不可测性。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	77.80
一年最低/最高价	35.58/79.50
市净率(倍)	21.66
流通 A 股市值(百万元)	68134.83

## 基础数据

每股净资产(元)	3.59
资产负债率(%)	47.48
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)：业绩增长符合预期，新品种即将上市值得期待》2020-03-01
- 2、《智飞生物 (300122)：业绩增速符合预期，下半年有望加速放量》2019-08-30
- 3、《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

智飞生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>8,167</b>	<b>15,346</b>	<b>22,149</b>	<b>25,136</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,587</b>	<b>15,683</b>	<b>21,440</b>	<b>26,800</b>
现金	1,150	6,974	9,534	11,918	减:营业成本	6,136	8,163	11,153	13,411
应收账款	4,437	5,062	7,924	8,308	营业税金及附加	51	125	146	168
存货	2,484	3,195	4,565	4,765	营业费用	1,096	2,352	3,216	4,020
其他流动资产	95	116	126	144	管理费用	183	784	1,072	1,876
<b>非流动资产</b>	<b>2,776</b>	<b>7,908</b>	<b>13,217</b>	<b>16,326</b>	财务费用	75	276	641	781
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-18	0	0	0
固定资产	1,037	4,629	8,468	11,092	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	947	2,478	3,936	4,394	其他收益	-1	-0	-0	-0
无形资产	455	472	493	518	<b>营业利润</b>	<b>2,814</b>	<b>3,982</b>	<b>5,212</b>	<b>6,544</b>
其他非流动资产	337	329	320	321	加:营业外净收支	-48	-17	-23	-27
<b>资产总计</b>	<b>10,942</b>	<b>23,254</b>	<b>35,366</b>	<b>41,462</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,765</b>	<b>3,965</b>	<b>5,188</b>	<b>6,517</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,072</b>	<b>14,735</b>	<b>22,841</b>	<b>23,892</b>	减:所得税费用	399	515	726	907
短期借款	2,384	11,340	18,261	19,070	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	2,213	2,897	4,085	4,310	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,366</b>	<b>3,449</b>	<b>4,462</b>	<b>5,610</b>
其他流动负债	475	498	495	513	EBIT	2,875	4,258	5,838	7,326
<b>非流动负债</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	EBITDA	2,972	4,456	6,268	7,966
长期借款	0	0	0	0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他非流动负债	123	123	123	123		<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,195</b>	<b>14,858</b>	<b>22,964</b>	<b>24,015</b>	每股收益(元)	1.48	2.16	2.79	3.51
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.59	5.25	7.75	10.90
归属母公司股东权益	5,747	8,396	12,402	17,446	发行在外股份(百万股)	1600	1600	1600	1600
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,942</b>	<b>23,254</b>	<b>35,366</b>	<b>41,462</b>	ROIC(%)	29.9%	18.7%	16.3%	17.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					ROE(%)	41.2%	41.1%	36.0%	32.2%
	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	42.0%	48.0%	48.0%	50.0%
经营活动现金流	1,367	3,274	2,477	6,670	销售净利率(%)	22.4%	22.0%	20.8%	20.9%
投资活动现金流	-623	-5,330	-5,741	-3,748	资产负债率(%)	47.5%	63.9%	64.9%	57.9%
筹资活动现金流	-393	7,880	5,824	-538	收入增长率(%)	102.5%	48.1%	36.7%	25.0%
现金净增加额	352	5,824	2,560	2,384	净利润增长率(%)	63.0%	45.7%	29.4%	25.7%
折旧和摊销	97	197	431	640	P/E	52.64	36.11	27.92	22.20
资本开支	573	5,132	5,310	3,108	P/B	21.67	14.83	10.04	7.14
营运资本变动	-1,256	-650	-3,057	-361	EV/EBITDA	42.36	28.96	21.28	16.55

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>