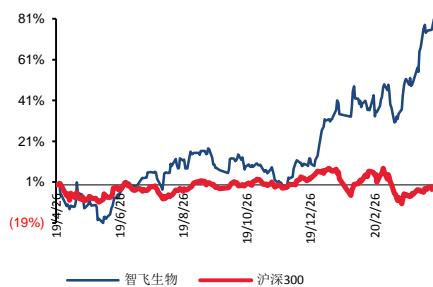




医疗保健 制药、生物科技与生命科学

EC 诊断审批完毕待制证，近期有望批准上市

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,600/876
总市值/流通(百万元)	123,728/67,723
12 个月最高/最低(元)	80.20/36.50

相关研究报告:

智飞生物(300122)《业绩符合预期，
微卡 & EC 诊断获批在即》
--2020/01/05

智飞生物(300122)《重磅产品获批
在即，管线价值存预期差》
--2019/12/08

智飞生物(300122)《员工持股计划
力度大，充分彰显未来发展信心》
--2019/06/05

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

事件: 近日全资子公司安徽龙科马的重组结核杆菌融合蛋白(EC)上市申请审评进度变更为“审批完毕-待制证”，我们判断 EC 诊断试剂获批在即。

点评:

EC 诊断&预防用微卡获批在即，市场前景广阔。 EC 诊断试剂用于结核分支杆菌潜伏感染者(LTBI)筛查，预防用微卡用于 15-65 岁结核分支杆菌携带者等高危人群肺结核的预防(参考 3 期临床方案)。我国 18%-20% 人口，约 2.5 亿人为结核杆菌携带者，我国向 WHO 承诺到 2035 年发病率整体下降 90%，即每年约 10 万左右的发病人数。要降低发病率，筛选结核杆菌携带者，然后对该人群进行疫苗接种是最为行之有效的方法。2018 年我国小学、初中、高中以及大学入学人数分别为 1867 万、1603 万、1350 万和 791 万人，合计超 5600 万人。全国范围内学生入学体检结核杆菌有望陆续成为必查项目，仅考虑新生入学市场，不考虑其他体检人群，假设 EC 试剂定价 50 元/剂次，50% 执行率，峰值收入可达 14 亿元，贡献约 5 亿净利润；高中、大学新生入学数量约 2000 万人，按照 20% 感染率计算(全国整体感染率约 20%)，大约 400 万人为携带者，保守以 20% 渗透率计算约 80 万人份，按照 2000 元/人份(6 剂次/人份)计算，仅考虑新生入学市场，微卡销售峰值约 16 亿元，贡献 7-8 亿元净利润。**我们预测 EC 诊断 5 月初获批，预防用微卡 20 年二季度获批。考虑到市场准入等流程，预计在四季度实现销售。我们预测首个完整销售年度 EC 诊断试剂销量 1000 万人份，按照 20% 感染率判断，约 200 万携带者，假设 25% 使用微卡，则微卡销量约 50 万人份，按照 EC 诊断 50 元/人份，微卡 2000 元/人份计算，首个完整年度 EC 和微卡销售额分别为 5 亿元、10 亿元。**

与默沙东合作顺利，HPV 代理续约有望年底启动。 公司与默沙东合作已有 7 年多，双方合作顺利，而且我们草根调研双方满意当前合作模式。智飞与默沙东关于 HPV 的采购协议 21 年上半年到期，预计 20 年底有望启动新一轮采购谈判，我们判断智飞大概率负责默沙东 HPV 疫苗国内代理，主要原因：1) 默沙东国内销售推广人员仅有 20 人，协助智飞负责国内学术推广，尚未有扩建团队，自己销售的计划(我们判断，建立覆盖全国的销售团队至少 2 年以上时间)；2) 国内疫苗学术推广能力智飞最强，国内其他企业短期内很难追赶，公司拥有约 2000 人，覆盖全国 3 万多接种点的疫苗直销团队，且三联苗、HPV

执业资格证书编码：S1190519080005

和五价轮状等品种的成功已证明公司强大学术推广实力。

研发进入收获阶段，自主重磅品种“微卡、三代狂苗和 15 价肺炎”等业绩贡献存预期差。预防用微卡、EC 诊断试剂近期有望陆续获批，峰值有望贡献超 20 亿净利润；三代狂苗、四价流感疫苗临床 3 期，预计 21-22 年获批；15 价肺炎即将启动 3 期临床，有望 22-23 年获批，我们保守测算未来“三联苗&微卡&三代狂苗&四价流感和 15 价肺炎”峰值可贡献超 50 亿净利润，考虑到代理 HPV 等峰值 30 亿净利润，公司疫苗业务有望突破 80 亿净利润。此外，大股东控股、智飞参股的智睿投资积极布局单抗、CAR-T 和治疗型肿瘤疫苗等生物药，未来生物药若取得突破，公司将打破长期成长天花板。

盈利预测与投资建议。市场对智飞销售能力有认知，却忽视了公司强大的产品线（自有+代理），疫苗企业当中有望最先突破 50 亿净利润，中期疫苗业务有望贡献超 80 亿净利润，若治疗性生物药取得突破，将打开长期成长空间。预计 20-22 年净利润 35.1 亿、46.7 亿、58.0 亿元，同比增速 48%、33%、24%，对应 PE 分别为 35X、27X、21X，维持“买入”评级。

风险提示：销售低于预期、新品未能获批、行业黑天鹅事件等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10587	14963	19071	22338
(+/-%)	102%	41%	27%	17%
净利润(百万元)	2366	3509	4673	5797
(+/-%)	63%	48%	33%	24%
摊薄每股收益(元)	1.48	2.19	2.92	3.62
市盈率(PE)	52.3	35.3	26.5	21.3

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

尾页报表输出

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1150	1000	1298	4486	营业收入	10587	14963	19071	22338
应收款项	4500	6360	8106	9495	营业成本	6136	8828	11157	12909
存货净额	2484	3576	4512	5220	营业税金及附加	51	73	93	108
其他流动资产	32	224	286	335	销售费用	1096	1496	1907	2234
流动资产合计	8167	11161	14203	19536	管理费用	183	277	332	258
固定资产	1984	2216	2315	2386	财务费用	75	90	23	(43)
无形资产及其他	241	233	225	217	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	551	551	551	551	资产减值及公允价值变动	17	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(251)	0	0	0
资产总计	10942	14160	17294	22690	营业利润	2814	4149	5509	6822
短期借款及交易性金融负债	2384	1617	0	0	营业外净收支	(48)	(48)	(48)	(48)
应付款项	2223	3199	4036	4669	利润总额	2765	4101	5461	6774
其他流动负债	466	667	841	967	所得税费用	399	592	788	977
流动负债合计	5072	5483	4878	5636	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2366	3509	4673	5797
其他长期负债	123	123	123	123					
长期负债合计	123	123	123	123					
负债合计	5195	5606	5001	5759					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	5747	8555	12293	16931					
负债和股东权益总计	10942	14160	17294	22690					
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.48	2.19	2.92	3.62	净利润	2366	3509	4673	5797
每股红利	0.54	0.44	0.58	0.72	资产减值准备	12	(86)	0	0
每股净资产	3.59	5.35	7.68	10.58	折旧摊销	89	113	158	187
ROIC	41%	40%	43%	46%	公允价值变动损失	(17)	50	50	50
ROE	41%	41%	38%	34%	财务费用	75	90	23	(43)
毛利率	42%	41%	42%	42%	营运资本变动	(2489)	(2053)	(1732)	(1387)
EBIT Margin	29%	29%	29%	31%	其它	(12)	86	0	0
EBITDA Margin	30%	29%	30%	31%	经营活动现金流	(51)	1619	3150	4647
收入增长	102%	41%	27%	17%	资本开支	(564)	(300)	(300)	(300)
净利润增长率	63%	48%	33%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	47%	40%	29%	25%	投资活动现金流	(564)	(300)	(300)	(300)
息率	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	52.3	35.3	26.5	21.3	负债净变化	0	0	0	0
P/B	21.5	14.5	10.1	7.3	支付股利、利息	(871)	(702)	(935)	(1159)
EV/EBITDA	40.2	29.4	22.4	18.5	其它融资现金流	2737	(767)	(1617)	0
					融资活动现金流	996	(1469)	(2552)	(1159)
					现金净变动	381	(150)	298	3188
					货币资金的期初余额	769	1150	1000	1298
					货币资金的期末余额	1150	1000	1298	4486
					企业自由现金流	(293)	1429	2904	4344
					权益自由现金流	2444	586	1267	4381

资料来源：公司资料和太平洋证券预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。