

# 智飞生物 (300122)

## 行业震荡迎新生，HPV疫苗带来倍数级增长机遇

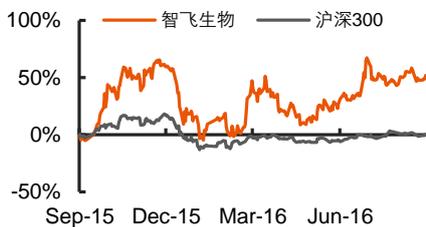
### 推荐 (首次)

现价: 17.59 元

#### 主要数据

|               |                       |
|---------------|-----------------------|
| 行业            | 生物医药                  |
| 公司网址          | www.zhifeishengwu.com |
| 大股东/持股        | 蒋仁生/54.13%            |
| 实际控制人/持股      | 蒋仁生/%                 |
| 总股本(百万股)      | 1,600                 |
| 流通 A 股(百万股)   | 863                   |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                     |
| 总市值 (亿元)      | 281.44                |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 151.80                |
| 每股净资产(元)      | 1.56                  |
| 资产负债率(%)      | 6                     |

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**魏巍** 投资咨询资格编号  
S1060514110001  
021-20632019  
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**倪亦道** 一般从业资格编号  
S1060116040040  
021-38640502  
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点:

##### ■ 疫苗行业巨震，大潮退去见真章:

自今年3月“山东疫苗事件”以来，行业面临重大变化、产业链众单位陷入迷茫。民营疫苗制造企业智飞生物却仍保持积极备战状态，进一步强化销售队伍。究其原因，在于公司拥有具竞争力的疫苗品种与后续产品储备，同时在质控与配送等方面长期保持高标准。

疫苗事件的发酵造成相关企业短期业绩承压几乎不可避免，但从长期看，研发质控能力强并能够快速适应新生态者将在洗牌后的市场中占得先机。

##### ■ HPV疫苗推动公司进入大品种时代:

公司是MSD国内唯一代理商，2012年9月获得4价HPV疫苗Gardasil(佳达修)代理资质。目前国际市场在售HPV疫苗有MSD的4/9价苗Gardasil与GSK的2价苗Cervarix，其中Gardasil市占率超九成。

今年7月，Cervarix通过审批正式落地中国，HPV疫苗再次引起众人关注。根据送审时间来看MSD仅比GSK晚2个月，因此Gardasil大概率也将在今年年内获批。

从海外疫苗销售历史数据来看，由于HPV疫苗受众广泛且效果突出，MSD与GSK的产品上市后均在1年内就实现了5倍和10倍的销售增长。考虑到该疫苗在国内拥有很高的知名度，我们认为疫苗上市后将直接面对300亿存量市场和每年22.5亿的增量市场，为智飞带来数倍的业绩提升。

##### ■ 自产代理双线发力，智睿投资布局未来:

**自产产品:** AC-Hib于2015年中期开始销售，而与传统的AC苗和Hib苗相比具有一定优势，年销售峰值有望达到20亿元。独家品种“微卡”用于补充结核菌高危人群免疫预防，正在进行III期临床，有望在2017年上市。并配合在研的EC诊断试剂，可以从众多结核杆菌携带者中筛选高危人群，针对性进行预防与治疗，两者合计市场空间约10亿元。

|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 801   | 713   | 461   | 1206  | 1584  |
| YoY(%)    | 2.7   | -11.0 | -35.3 | 161.6 | 31.3  |
| 净利润(百万元)  | 148   | 197   | 91    | 448   | 621   |
| YoY(%)    | 13.5  | 33.4  | -54.0 | 392.8 | 38.6  |
| 毛利率(%)    | 61.2  | 80.1  | 91.8  | 94.0  | 94.2  |
| 净利率(%)    | 18.5  | 27.7  | 19.7  | 37.1  | 39.2  |
| ROE(%)    | 6.0   | 8.0   | 3.4   | 14.4  | 16.7  |
| EPS(摊薄/元) | 0.09  | 0.12  | 0.06  | 0.28  | 0.39  |
| P/E(倍)    | 190.2 | 142.6 | 309.7 | 62.8  | 45.3  |
| P/B(倍)    | 11.5  | 11.4  | 10.6  | 9.1   | 7.5   |

**代理产品：**除 HPV 疫苗外，注册中的 MSD 五价轮状病毒疫苗 RotaTeq 也有望在近年登陆中国。完全铺开年后销量可达 20 亿元。

**智睿投资：**公司与董事长蒋仁生先生合资建立智睿投资，投资并在上市公司体外孵化风险较高的创新生物医药公司，体现了公司进军生物医药全领域的决心，为公司长期发展战略奠定了坚实的基础。

■ **大品种疫苗保障增长动力，布局生物医药空间广阔，首次覆盖，给予“推荐”评级：**公司独家品种 AC-Hib 疫苗具有较大潜在市场，一旦疫苗行业重回正轨大概率会快速放量。加上其他传统产品后预计公司 2016-2018 年现有产品发展能够带来的 EPS 为 0.06、0.28、0.39 元，以 2017 年 40XPE 计算对应 179 亿市值。未来数年又有预防用微卡及配套试剂等新品及 HPV、RV 疫苗等代理产品逐步落地，奠定后续增长基础。给予总市值 375 亿元，对应股价 23.50 元。此外公司成立智睿投资以较安全方式进入生物医疗产业，开拓长期发展空间。上半年回购股票进行员工持股彰显公司信心。首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示：**行业恢复速度不达预期，后续产品审批风险。

# 正文目录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>一、民营疫苗龙头：坚持直销为主，韬光养晦待春来</b> | <b>5</b>  |
| <b>二、政策指导落地，疫苗市场逐步恢复</b>       | <b>6</b>  |
| 2.1 上工治未病，二类疫苗价值凸显             | 6         |
| 2.2 山东疫苗案引发行业流通模式变革，新平台落地中     | 7         |
| 2.3 提前建设疫苗配送，智飞先行一步            | 8         |
| <b>三、HPV 疫苗推动公司进入大品种时代</b>     | <b>8</b>  |
| <b>四、自产代理双线发力，智睿投资布局未来</b>     | <b>10</b> |
| 4.1 AC-Hib 初入市场，具显著增长动力        | 10        |
| 4.2 预防用微卡 III 期临床中，使用范围显著扩大    | 12        |
| 4.3 在研产品拓宽品类，支撑中长期发展           | 13        |
| 4.4 代理五价轮状病毒疫苗市场不容小觑           | 14        |
| 4.5 成立智睿，布局生物医疗领域              | 15        |
| <b>五、首次覆盖，给予“推荐”评级</b>         | <b>17</b> |
| <b>六、风险提示</b>                  | <b>17</b> |
| 6.1 行业恢复速度不达预期                 | 17        |
| 6.2 后续产品审批风险                   | 17        |

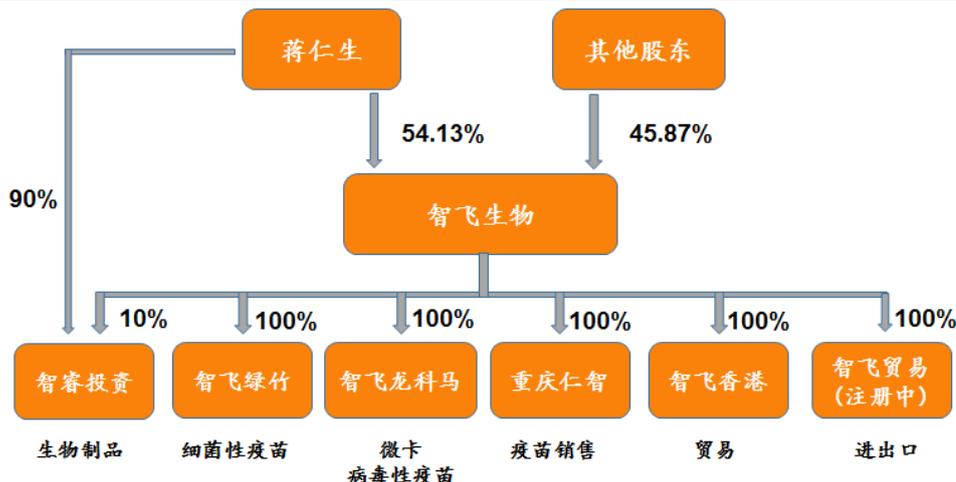
## 图表目录

|       |                            |    |
|-------|----------------------------|----|
| 图表 1  | 公司持股结构及子公司                 | 5  |
| 图表 2  | 公司历年营业收入情况（单位：百万元）         | 5  |
| 图表 3  | 公司历年毛利情况（单位：百万元）           | 5  |
| 图表 4  | 全球疫苗市场规模及增速（单位：亿美元）        | 6  |
| 图表 5  | 二类疫苗流通示意图                  | 7  |
| 图表 6  | HPV 病毒危险程度与分型              | 8  |
| 图表 7  | 已上市的 HPV 疫苗                | 8  |
| 图表 8  | Gardasil 全球销量（百万美元）        | 9  |
| 图表 9  | Cervarix 全球销量（百万美元）        | 9  |
| 图表 10 | 中国 HPV 疫苗上市及研发情况           | 9  |
| 图表 11 | 中国 HPV 疫苗接种率与市场规模弹性测算      | 10 |
| 图表 12 | AC-Hib 疫苗批签发量（万支）          | 11 |
| 图表 13 | Hib 疫苗批签发量（万支）及智飞占比        | 11 |
| 图表 14 | AC 结合疫苗批签发量（万支）及智飞占比       | 11 |
| 图表 15 | 15 年批签发的 AC-Hib 疫苗过期时间（万支） | 12 |
| 图表 16 | WHO 消灭结核病计划                | 12 |
| 图表 17 | 公司在研产品                     | 13 |
| 图表 18 | 国内 RV 疫苗注册与研发情况            | 14 |
| 图表 19 | 兰州所 RV 疫苗批签发量（万剂）          | 15 |
| 图表 20 | MSD 全球在售疫苗及其销售情况           | 15 |
| 图表 21 | 全球生物药市场（亿美元）               | 16 |
| 图表 22 | 我国单抗市场规模（亿元）及增速            | 16 |
| 图表 23 | 样本医院胰岛素销售额及进口占比            | 16 |
| 图表 24 | 样本医院重组干扰素销售额进口占比           | 16 |

## 一、 民营疫苗龙头：坚持直销为主，韬光养晦待春来

智飞生物 2002 年进入疫苗行业，并于 2010 年 9 月在创业板挂牌上市。由蒋仁生先生担任董事长及总经理，持有公司 54.13% 股份。旗下拥有北京绿竹、安徽龙科马、智仁生物、智飞贸易和智飞香港等五家全资子公司并参股智睿投资。仅上市公司就拥有 180 人的研发队伍。

图表1 公司持股结构及子公司



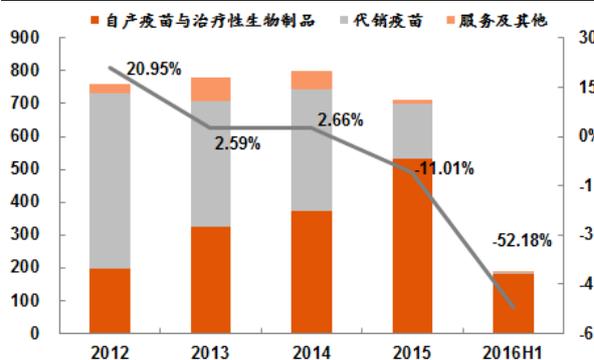
资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司主营二类疫苗，产品包括自产疫苗（包括 AC-Hib、AC 结合、Hib、微卡、ACYW<sub>135</sub>）与代销疫苗两类。随着 2015 年公司与默沙东的甲肝灭活疫苗和 23 价肺炎球菌多糖疫苗代销协议中止，代销收入在当年明显下降，但对毛利影响较小。

公司长期以来坚持以直销为主，较少使用经销商渠道。以 2015 年为例，通过自营直销出售的产品收入占比接近 80%。同时公司自费采购冷藏车，分散于众多省份，为直销产品提供冷链配送。对直销模式的坚持源于公司董事长蒋仁生先生在疫苗领域多年的实践经验。该模式成本投入相对较高，在疫苗行业中并不常见，但确实有助于保障产品质量。

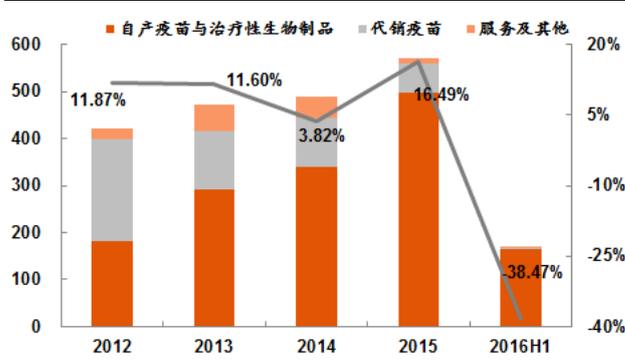
自今年 3 月“山东疫苗事件”发生以来，疫苗行业，尤其是二类疫苗行业遭遇重创：一方面政府在事件发生后紧急叫停二类疫苗传统供应与配送方式，导致疫苗销售无据可依，被迫陷入停滞；另一方面二类疫苗为自主选择接种，受该事件影响，群众接种意愿明显下降，终端需求锐减。

图表2 公司历年营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 公司历年毛利情况（单位：百万元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

疫苗事件造成相关企业短期业绩承压几乎不可避免。由中报数据可以看到，智飞生物 2016 年上半年实现营收 1.84 亿元，同比下降 52.17%，实现归属净利润 1,203.89 万元，同比下降 88.87%。其中：自产疫苗实现收入 1.69 亿元，同比下降 11.53%；微卡实现收入 1,257.89 万元，同比下降 66.05%；代理疫苗实现收入 187.01 万元，同比下降 98.75%（代理疫苗收入下降主要是代理合同结束的关系）。而可比公司也有着类似的际遇，上半年沃森生物 Hib 疫苗与其他代理疫苗的收入也同比下滑 36.05% 和 37.55%，长生生物二类苗收入同比下滑 25.16%。

但另一方面，疫苗是现代医疗中不可或缺的重要环节，短时间中因为渠道匹配问题引起的停滞并不会导致社会对疫苗需求长期下降。并且整顿后的疫苗行业规范程度将明显上升，进入门槛提高。经历此次洗牌后，持有重要品种且能够快速适应新生态者将占得先机。

## 二、政策指导落地，疫苗市场逐步恢复

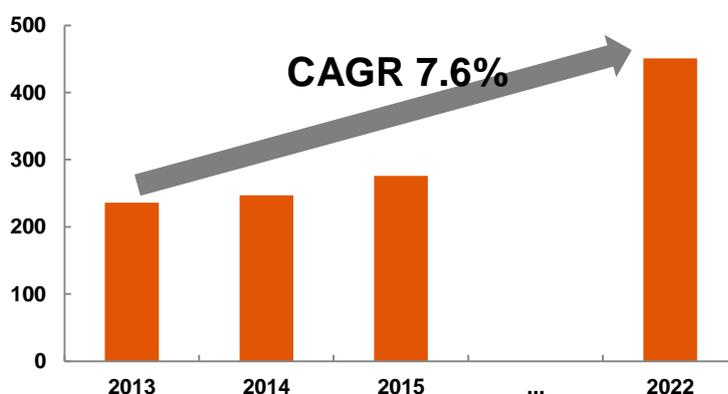
### 2.1 上工治未病，二类疫苗价值凸显

在不久前召开的全国卫生与健康大会上以及政治局会议通过的“健康中国 2030”中，“预防”被作为未来建设健康中国的工作重心之一。越来越多的人意识到相比治疗与抢救，治未病拥有更低成本和更好的效果。疫苗作为预防工作中的重要一环，必然将获得更多推动。

疫苗的作用机理在于选择某一种或一类特定的疾病，通过主动触发身体免疫机能留下免疫记忆，从而达到预防效果。在提升全民卫生健康的总体工作中，接种疫苗有着非常高的经济杠杆：根据美国疾病预防控制中心（CDC）数据，部分疾病若通过接种疫苗实现事前预防，其费用消耗仅为事后治疗的 1/27，具有极高的性价比。其杠杆效应源自疫苗可以大幅减少乃至消灭某些传染病，其中最著名的成就是在上世纪 60 年代通过全球大规模普及天花疫苗消灭了烈性传染病天花。此外，疫苗在降低脊髓灰质炎、麻疹、肺炎等传染病中也表现卓著。

疫苗行业的发展受到全球的关注。根据 Kalorama Information 的研究数据，2015 年全球疫苗销售额达到 276 亿美元，相比上年增长 11%。随着新品疫苗的上市与推广，预计到 2022 年该市场将进一步扩大至 451 亿美元，从而在 2013 年至 2022 年的十年中达到 7.6% 的平均年增长率，显著高于不足 5% 的全球医药行业整体增速。

图表4 全球疫苗市场规模及增速（单位：亿美元）



资料来源：Kalorama Information、平安证券研究所

在中国，疫苗市场总体规模约 280 亿元，并被根据国家免疫计划的设置分割为一类疫苗（约 70 亿元）和二类疫苗（约 210 亿元）。前者由国家统一采购并免费向适龄人群提供，主要由国企所垄断，

由于一类苗的生产与消费基于国家公共卫生政策与社会福利，因此定价受到严格控制，利润非常有限，同时在国家免疫计划的推广下接种覆盖率已处于较高水平。后者则由公民自由选择并自费接种，品种随新品推出实时更新，定价及供需情况都更市场化。考虑到国内民众对二类苗必要性认知尚处较低水平，接种覆盖率不高，后续提升空间巨大，再加上近年来新品种陆续上市以及二类疫苗拥有颇高的利润水平，因此具有较高的投资价值。

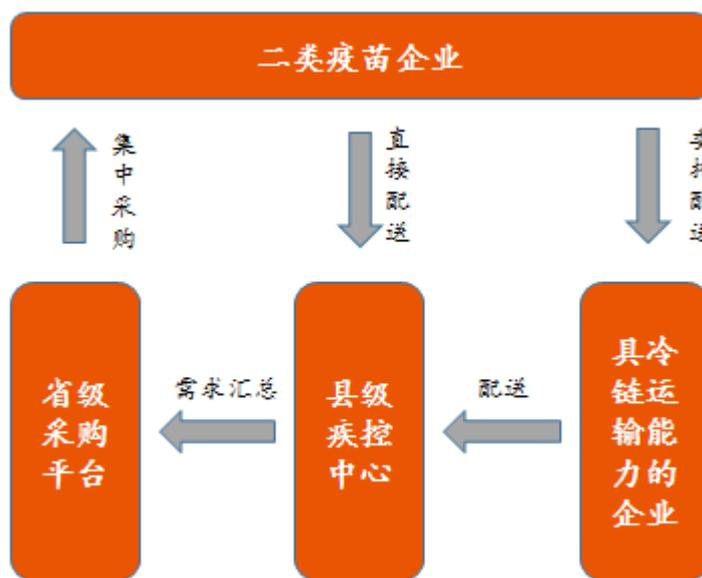
## 2.2 山东疫苗案引发行业流通模式变革，新平台落地中

2016年3月发生“山东疫苗案”，警方发现大量未经冷藏的疫苗类产品通过非法渠道流入多个省份，涉案金额达5.7亿元，45家涉案药品经营企业存在编造药品销售记录、向无资质的单位和个人销售疫苗等生物制品、出租出借证照、挂靠走票等行为。

此次疫苗案对行业的影响最终超越了2013年时的乙肝疫苗事件，它改变了整个二类苗产业的流通方式：4月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《国务院关于修改〈疫苗流通和预防接种管理条例〉的决定（草案）》，取消药品批发企业经营疫苗的流通方式，将二类苗改由省疾控统一采购。此文在理论上将二类疫苗的采销纳入了一个更安全更容易监管的体系中，但在实践中，由于相当数量省份的采购平台还未建成，因此二类苗行业一时陷入了停滞状态。而在疫苗流通企业被叫停后，部分在渠道中的疫苗被退回了生产企业。

6月，CFDA与卫计委发布《关于贯彻实施新修订〈疫苗流通和预防接种管理条例〉的通知》（74号文），正式规定原有的疫苗经销商不得再购入疫苗，且自2017年1月1日起停止疫苗销售。根据通知，未来二类苗的配送有两种途径：（1）生产企业自行配送、（2）委托具有资质的配送企业进行配送，而生产企业需对配送企业的条件与资质进行核查。

图表5 二类疫苗流通示意图



通知的发布给疫苗生产企业与疾控中心指明了方向，结束了之前行业一片迷茫的情况。7月，卫计委也再次发声敦促各地积极做好衔接工作，完成平台建设，早日恢复采购。据我们了解，部分疫苗招标采购程序比较完善的地区（如浙江、河南等省市）的采购工作已经有所恢复，四川、山东、重庆、宁夏、陕西、山西六省市也已建成二类苗省级采购平台。但由于政策在执行过程中各地疾控中心仍具有观望情绪，因此采购量尚未恢复到之前水平。而在偏远地区，流通方式的切换也存在一定困难，

采购平台与运输渠道仍需要时间去建设和完善。因此我们判断全国二类苗销售或将在 2016 年末恢复到较理想的情况。

## 2.3 提前建设疫苗配送，智飞先行一步

尽管根据新政疫苗的配送不再通过渠道商实现，生产商可以选择自行配送或是委托专业物流商进行配送，但实际上无论采用何种方式配送，生产企业都需要投入较大精力并承担相应责任。自行配送无疑对产品质量保障是最有利的，同时不会受制于专业配送企业的地域覆盖情况，但也意味着前期需要耗费时间与财力进行仓储、冷链的布局。智飞在政策出台前即已基本完成重点区域直销及配送模式的建设，使公司在行业变革中获得了先发优势。

## 三、HPV 疫苗推动公司进入大品种时代

公司 2011 年 4 月与默沙东 (MSD) 签署市场推广合同，建立代理合作关系。并于次年 9 月获得四价 HPV 疫苗 (Gardasil) 代理权。在其他代理疫苗已逐渐退出智飞产品线的今天，这个尚未在国内上市的重磅产品则极具看点。

HPV 即人乳头瘤病毒，能引起人体皮肤黏膜的鳞状上皮增殖，其最广为人知的影响是导致了 99.7% 的宫颈癌。HPV 的感染非常常见，但绝大多数情况下都会被人体免疫系统在 4-6 个月内自行清除，但约有 0.2% 的 HPV 感染者最终发展为宫颈癌。目前已发现 200 余种不同类型的 HPV，其中 54 种可感染生殖道黏膜，并根据致病性差异被分为高危型、可能高危型、低危型和不确定型。根据世界范围统计，其中与宫颈癌感染相关度较高的是 16 型 (51%)、18 型 (16.2%)、45 型 (9%) 和 31 型 (6%)，但具体感染频率与亚型关系与地区有一定关系。

图表6 HPV 病毒危险程度与分型

|       |  |
|-------|--|
| 高危型   | 16、18、31、33、35、39、45、51、52、56、58、59、68、73、82 等 |
| 可能高危型 | 26、53、66 等                                     |
| 低危型   | 6、11、40、42、43、44、54、61、70、72、81、CP6108 等       |
| 不确定型  | 34、57、83 等                                     |

资料来源：《诊断病理学杂志》、平安证券研究所

HPV 病毒可由机体免疫反应达到免疫效果，但不同亚型间不具备交叉免疫。预防性 HPV 疫苗的原理是采用重组 DNA 技术在细胞表达体系中合成类病毒粒子 (VLP)，VLP 能诱导人体产生免疫反应，但不含有 HPV 病毒 DNA，因此不具有感染性。目前全球市场共有 3 个 HPV 疫苗上市，遍布 130 多个国家与地区，分别为 GSK 的希瑞适 Cervarix (2008 年上市) 以及 MSD 的佳达修 Gardasil (2006 年上市) 和 Gardasil 9 (2014 年上市)。

图表7 已上市的 HPV 疫苗

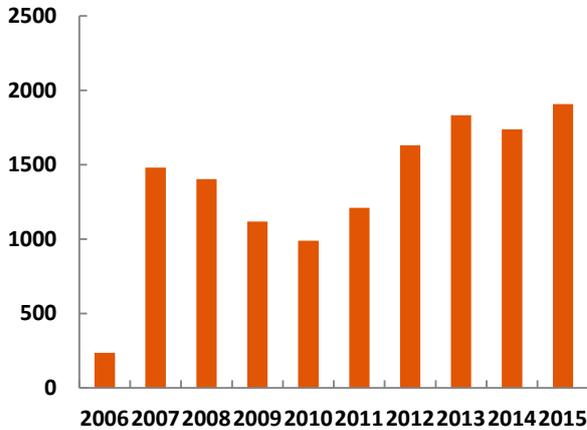
| 公司  | 疫苗         | 针对亚型                      | 宫颈癌预防率 |
|-----|------------|---------------------------|--------|
| GSK | Cervarix   | 16、18                     | ~70%   |
| MSD | Gardasil   | 6、11、16、18                | ~70%   |
| MSD | Gardasil 9 | 6、11、16、18、31、33、45、52、58 | ~90%   |

资料来源：药智网、丁香园、平安证券研究所

HPV 疫苗拥有广泛的受众并且是目前唯一直接对癌症起到预防作用的疫苗，一经上市就受到了政府与民众极大的重视，因此产品市场培育期非常短。不论是 Gardasil 还是 Cervarix 都在上市第二年就

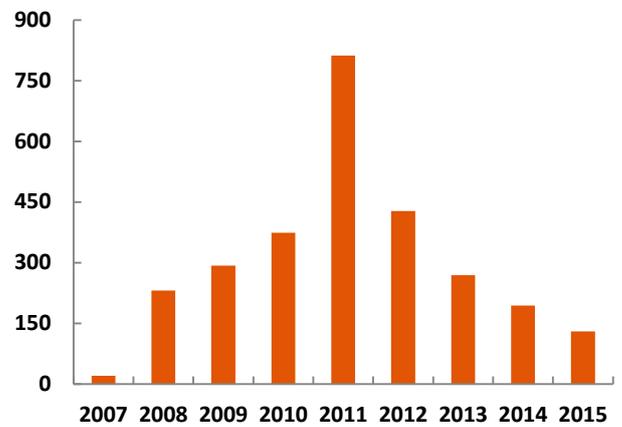
实现了跨越式放量。尤其是 Gardasil，在先发优势和多价优势下占据市场较大份额，而 2014 年末 9 价 Gardasil 获批后更是形成了绝对优势。根据 2013 年美国 CDC 统计，全美 13-17 岁女孩 HPV 疫苗接种率为 37.6%。

图表8 Gardasil 全球销量 (百万美元)



资料来源: 彭博咨询, 平安证券研究所

图表9 Cervarix 全球销量 (百万美元)



资料来源: 彭博咨询, 平安证券研究所

为进入中国市场, 2008 年 GSK 展开了针对中国内地的临床试验。次年 MSD 也开始了国内的临床, 但由于我国药品评审中心采用预防癌前病变而非欧美所使用的预防持续感染作为临床终点指标, 两大疫苗在国内的临床之路显得格外漫长。今年 7 月 18 日, GSK 的 Cervarix 获得 CFDA 上市许可, 成为内地首个获批的 HPV 疫苗, 引起市场的普遍关注。MSD 的 Gardasil 也处于评审阶段, 数据核查等进展顺利, 有望在年底前获批, 2018 年前上市。

图表10 中国 HPV 疫苗上市及研发情况

| 预防用 HPV 疫苗                                       | 企业         | 状态             |
|--|------------|----------------|
| 双价人乳头瘤病毒吸附疫苗(16/18 型)                            | GSK        | 2016 上市申请获批    |
| <b>重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18 型)疫苗(酵母)</b>              | <b>MSD</b> | <b>上市申请审评中</b> |
| 重组(大肠杆菌)人乳头瘤病毒(16/18 型)双价疫苗                      | 厦门大学       | 2010 临床申请获批    |
| 重组人乳头瘤病毒双价(16/18 型)疫苗(酵母)                        | 泽润生物(沃森)   | 2011 临床申请获批    |
| 重组(大肠杆菌)人乳头瘤病毒(6/11 型)双价疫苗                       | 万泰生物       | 2013 临床申请获批    |
| 四价重组人乳头瘤病毒疫苗(6/11/16/18 型)(汉逊酵母)                 | 成生所        | 2015 临床申请获批    |
| 四价重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18 型)疫苗(汉逊酵母)                 | 博唯生物       | 2016 临床申请获批    |
| 重组(毕赤酵母)人乳头瘤病毒双价(16/18 型)疫苗                      | 健康元        | 临床申请审评中        |
| 重组人乳头瘤病毒(16/18 型)二价疫苗(汉逊酵母)                      | 瑞科生物       | 临床申请审评中        |
| 重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18/31/33/45/52/58 型)九价疫苗(大肠埃希菌) | 万泰沧海       | 临床申请审评中        |
| 重组四价人乳头瘤病毒(16/18/52/58 型)病毒样颗粒疫苗(毕赤酵母)           | 上生所        | 临床申请审评中        |
| 重组三价人乳头瘤病毒(16/18/58 型)疫苗(大肠杆菌)                   | 康乐卫士       | 临床申请审评中        |
| 六价重组人乳头瘤病毒疫苗(6/11/16/18/52/58 型)(汉逊酵母)           | 成生所        | 临床申请审评中        |
| 重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18/31/33/45/52/58 型)疫苗(酵母)      | MSD        | 临床申请暂停         |
| 重组 16 型人乳头瘤病毒疫苗(大肠杆菌)                            | 迪沙麦特       | 临床未获批          |

资料来源: Insight, 平安证券研究所

智飞与 MSD2012 年签署的代理协议中代理期为 3+2 年, 3 年销售后双方无异议即延续 2 年。前三年的基础采购额为 11.40 亿元、14.83 亿元和 18.53 亿元, 累计 44.76 亿元, 对应三年销售额在 85 亿元左右。但考虑到近年来 HPV 疫苗在公众中甚高的认知度以及前往香港注射疫苗的不便(6 个月

中往返 3 次,小城市及农村还涉及办理通行证便利性问题),我们认为产品上市后实际销售量将明显高于合同基础采购量。

此次 Cervarix 在国内获批的适用年龄为 9-25 岁,根据人口统计,我国在此范围的女性约 1.45 亿,考虑到我国居民经济情况,保守按 10%的接种率估算且不考虑男性接种因素,出厂价格为 2,000 元/人,则存量市场规约 290 亿元。目前大陆居民对 HPV 疫苗的认可度水平较高,再辅以 GSK、MSD 在产品上市后必然会加以推广,因此存量市场的消化预计会在较短时间内完成。再加上之后每年约 750 万女童进入适用年龄会额外带来增量,此部分按 15%渗透率计算,则产品落地的前 5 年总市场规模能达到 400 亿元。Gardasil 的销售在 2015 年占据全球 HPV 疫苗市场 93%。考虑到国内市场 Cervarix 具有先发优势,以及沃森生物(上海泽润)、万泰沧海等国内企业有望在未来数年中推出国产 HPV 疫苗,估计 Gardasil 上市后占据总市场规模的 3/4,即 300 亿元,则智飞能在 5 年的代理中获利约 60 亿元。如果合同到期后 HPV 疫苗市场竞争尚未充分,产品仍有较高盈利价值,我们认为很可能合同就会得到续签,则会进一步为公司贡献利润。此外,MSD 的 9 价 Gardasil 也已于 2015 年中旬申报国内临床,不排除将来出现产品升级换代可能。

图表11 中国 HPV 疫苗接种率与市场规模弹性测算

| 适用人群(百万人) | 接种率 | 接种人群(百万人) | 对应市场规模(亿元) |
|-----------|-----|-----------|------------|
| 182.50    | 2%  | 3.65      | 73         |
| 182.50    | 4%  | 7.30      | 146        |
| 182.50    | 6%  | 10.95     | 219        |
| 182.50    | 8%  | 14.60     | 292        |
| 182.50    | 10% | 18.25     | 365        |
| 182.50    | 12% | 21.90     | 438        |
| 182.50    | 14% | 25.55     | 511        |
| 182.50    | 16% | 29.20     | 584        |
| 182.50    | 18% | 32.85     | 657        |
| 182.50    | 20% | 36.50     | 730        |

资料来源:平安证券研究所

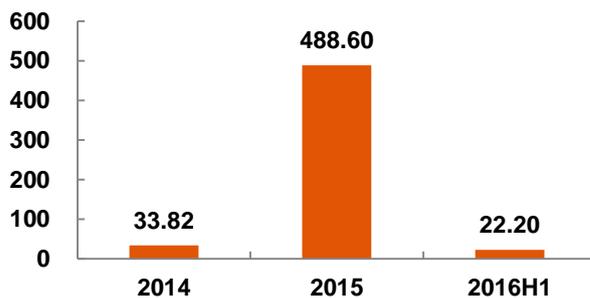
## 四、自产代理双线发力,智睿投资布局未来

### 4.1 AC-Hib 初入市场,具显著增长动力

公司的全球独家产品 AC-Hib 三联苗为二类疫苗 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗(AC 结合疫苗)与 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗(Hib 疫苗)的联苗。针对人群为二月龄以上幼儿,主要可以替代免疫计划中的 A 群脑膜炎球菌多糖疫苗或二类苗中的 AC 结合疫苗,同时也替代了 Hib 疫苗。其多联多价的特征具有减少接种所需针次的优势(3+1 针,按原免疫方案需 4 针流脑疫苗+4 针 Hib 疫苗),也杜绝了接种后若产生副反应时不同厂家出现扯皮现象的可能。

该疫苗于 2003 年立项,2014 年的年末获批,并于 2015 年中期正式进行销售,半年左右时间实现约 2.35 亿元的收入。2016 年疫苗事件发生前销售也保持着良好的增长势头,一季度销售约 40 万支。预计在疫苗采购恢复正常后,该产品销售将达到 450 万支/年的水平,并在之后 3 年内挑战 800-1,000 万支的销量(对应新出生人口约 10%的覆盖率)。

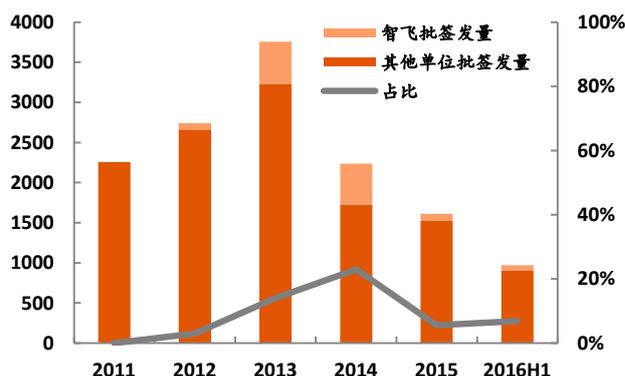
图表12 AC-Hib 疫苗批签发量 (万支)



资料来源: 中检院、公司公告、平安证券研究所

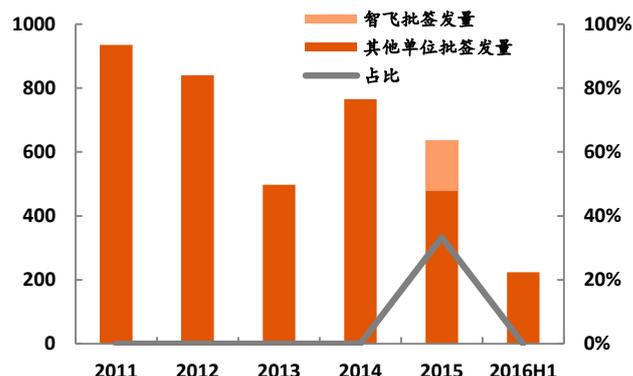
过去 5 年中 AC 结合疫苗批签发数量大约在 500 万支, Hib 疫苗批签发数量在 2,000 多万支 (2015 年已部分被 AC-Hib 取代), 再加上三联苗接种成本相比分开接种 AC 结合和 Hib 疫苗相差不大, 从产品替代角度看, AC-Hib 销量上千万支是可能的。在可被其替代的传统二类疫苗中, 智飞供货量占比不高, 自产 Hib 疫苗基本已在 2015 年完成大部分替代, 一类苗 A 群多糖疫苗则完全不生产, 因此替代效应对公司自身可能的影响主要体现在 AC 结合疫苗上, 总体冲击程度不高。

图表13 Hib 疫苗批签发量 (万支) 及智飞占比



资料来源: 中检院, 平安证券研究所

图表14 AC 结合疫苗批签发量 (万支) 及智飞占比



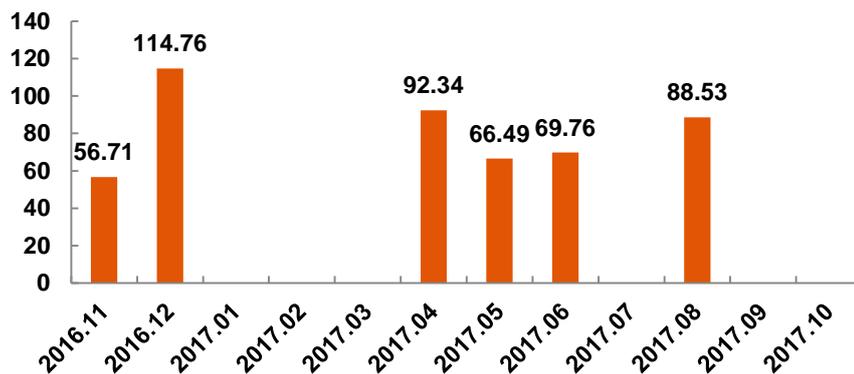
资料来源: 中检院, 平安证券研究所

注: 上述统计包括冻干疫苗

市场目前对 AC-Hib 的主要担心在于 2015 年批签发量较大, 但 2016 年受事件影响出货量较小, 产品可能面临过期风险。我们认为该风险固然存在, 但不会对公司未来业绩产生非常大的影响。主要原因有二:

- (1) 疫苗的有效期为 2 年。根据中检院数据查询, 2015 年获得批签发的产品中 171.47 万支 (约占 35%) 将于 2016 年年底前过期, 其余 317.12 万支到期时间在 2017 年的 4-9 月。而 AC-Hib 自 2014 年上市至 2016 年年中已发货数量大约在 175 万支, 扣除 2014 年批签发的 33.82 万支, 可以大致估算出截止 6 月底, 公司尚未发货且将于 2016 年年底到期的 AC-Hib 数量仅大约在 30 万支左右。在目前销售已部分恢复的情况下, 基本不会出现报废情况。我们预计 2017 年初疫苗供应将基本恢复, 因此绝大部分 2017 年到期的产品应该也能够及时销售并使用。
- (2) 疫苗产品的难点在于研发, 而其生产成本并不高, 三联苗的毛利率预计在 95% 左右, 即每支成本在 10 元左右。即使有少部分疫苗过期报废, 导致的减值数额也较为有限。

图表15 15年批签发的AC-Hib疫苗过期时间(万支)



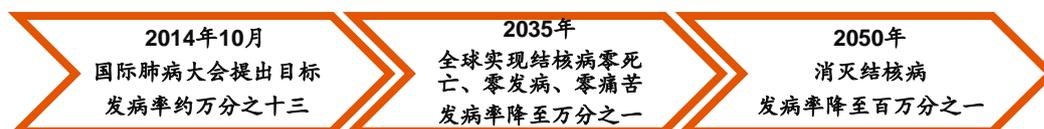
资料来源:中检院、平安证券研究所

## 4.2 预防用微卡 III 期临床中, 使用范围显著扩大

智飞旗下注射用母牛分枝杆菌(商品名:微卡)系由2008年收购安徽龙科马时获得,同样也是全球独家品种。目前微卡作为结核病的辅助用药使用,对复治及难治性肺结核患者有效。

我国是结核病高负担国家之一,由于庞大的人口基数,发病数居世界第3位。2015年全国共报告肺结核患者864,015例,考虑到约65%的患者为农牧民,可能存在较大数量未就诊患者,因此实际患者数量会更大。根据WHO2015年的估算数据,中国的发病数约为93万例,占全球发病人数近10%。若要实现2050年在世界范围消灭结核病的目标,改善国内结核患病情况刻不容缓。

图表16 WHO 消灭结核病计划



资料来源:WIND, 平安证券研究所

治疗用微卡的使用方式为肺结核患者化疗一周后联合使用,每隔2-3周用药一次,每次一瓶。初治肺结核疗程为6个月,复治及难治性肺结核患者可酌情延长。目前公司微卡的销售额约在7,000万元水平,按每人单疗程11瓶、每瓶出厂价50元测算,覆盖约12.73万人,覆盖率约14%。

根据早年我国流行病学研究,我国44.5%的人口为结核菌携带者,其中多数仅为潜伏感染,但约有5-10%的携带者最终可能患病。因此对结核杆菌感染高危人群进行早期筛查与预防性治疗是非常有意义的。公司正在进行微卡用于预防结核杆菌感染高危人群肺结核发病的相关临床研究,目前处于III期临床中,根据时间推断,不排除今年年底即可完成的可能。假设预防性微卡在高危携带者中普及率达到10%,则将新产生450万使用者。预防性微卡的使用方式为6支/人,按出厂价50元/支计算,存量市场规模高达13.5亿元。

同时,公司配套的结核菌筛查用EC诊断试剂也在III期临床中,与价格高昂的检测金标准 $\gamma$ -干扰素筛查相比符合率达到83%以上,达到世界领先水平。如果临床进展顺利,EC试剂有望在2018-2019年上市。试剂的上市将大幅改善结核菌高危人群筛查的便利程度与成本,提高筛查普及率与预防性治疗参与度,为微卡真正打开市场空间提供保障。以每年筛查2,500万人次估算,EC试剂本身也具有产生过亿年利润的能力。

### 4.3 在研产品拓宽品类，支撑中长期发展

除微卡及 EC 试剂外，公司在研产品中不乏有诸如双价痢疾结合疫苗、肺炎疫苗、重组结核疫苗和狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞) 等有望获得较大市场的产品。这些品种多处于临床早期或审评阶段，支撑着公司中长期发展。

图表17 公司在研产品

| 序号 | 药品名称                                       | 注册阶段 | 进展情况         |
|----|--|------|--------------|
| 1  | ACYW135 群流脑结合疫苗                            | 临床试验 | 临床进行中        |
| 2  | 福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗                              | 临床试验 | 临床进行中        |
| 3  | 结核体内诊断试剂                                   | 临床试验 | 临床进行中        |
| 4  | 冻干重组结核疫苗                                   | 临床试验 | 临床进行中        |
| 5  | 注射用母牛分枝杆菌 (预防)                             | 临床试验 | 临床进行中        |
| 6  | 流感裂解疫苗                                     | 临床试验 | 临床进行中        |
| 7  | 23 价肺炎球菌多糖疫苗                               | 临床试验 | 临床准备中        |
| 8  | 15 价肺炎球菌结合疫苗                               | 申请临床 | 在审评          |
| 9  | 冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗                           | 申请临床 | 在审评          |
| 10 | 四价流感病毒裂解疫苗                                 | 申请临床 | 在审评          |
| 11 | 冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)                       | 申请临床 | 在审评          |
| 12 | 皮内注射用卡介苗 (一类苗)                             | 申请临床 | 在审评          |
| 13 | 肠道病毒 71 型灭活疫苗                              | 申请临床 | 待审评          |
| 14 | ACYW135 群脑膜炎球菌 (结合)<br>b 型流感嗜血杆菌 (结合) 联合疫苗 | 申请临床 | 暂不批准<br>注册申请 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

(1) **细菌性痢疾** 发病率历年都位居法定甲、乙类传染病的前列，由志贺菌引起。志贺菌分为4类：福氏、宋内氏、痢疾和鲍氏，全球范围内均以福氏、宋内氏感染为主。疫苗主要通过口服或注射两种方式。口服方式有利于同时引起全身和黏膜免疫应答，但免疫原性较低，对婴幼儿保护力弱，而注射方式全身免疫应答强而黏膜免疫应答较弱。同类产品目前仅有兰生所生产 (口服)。

(2) **肺炎链球菌 (SP)** 是引起肺炎的最常见的病原菌，也有可能引起中耳炎、败血症和脑膜炎。约有20%的人群是肺炎链球菌携带者。近年来随着抗生素的过度使用，这种细菌对 β 内酰胺类等常用的抗生素显示出明显的抗药性，进一步凸显出疫苗的价值。肺炎链球菌根据荚膜多糖的差异可分为90种以上的血清型，通过疫苗进行完全覆盖难以实现，且不同地区常见类型有一定差异，因此一般追求覆盖更多当地临床常见类型。智飞在研的肺炎疫苗有两种：15价肺炎结合疫苗 (PCV) 和23价肺炎疫苗 (PPV)。在辉瑞的7价肺炎结合疫苗“佩儿”到期不再注册后，国内市场目前尚没有适合2岁以下婴幼儿的肺炎结合疫苗，潜在竞争者为审评流程中的PCV13，包括在上市审评的辉瑞和在临床中的民海生物、沃森生物、科兴生物、兰生所。而23价肺炎疫苗与原先代理的Pneumovax 23类似，主要针对2岁以上人群，免疫有效期在5-10年。

(3) 正如前文所述，我国结核杆菌感染率约 44.5%，基数巨大，而其中部分人群有转化为**结核病**的可能。新型结核疫苗有望与结核诊断试剂及微卡成为扼杀结核病的系列产品，用于结核潜伏感染者的筛选、预防与治疗，依托其协同作用进一步拓宽市场空间。

(4) **狂犬病** 是一种由狂犬病病毒引起的脑炎，病死率 100%，但可通过暴露后的及时免疫接种进行预防，接受正确治疗后很少致死。亚洲和拉丁美洲是狂犬病的高发地区。目前 WHO 推荐的狂犬病疫苗共四种：人二倍体细胞疫苗(HDCV)，鸡胚细胞纯化疫苗(PCECV)，Vero 细胞疫苗(PVRV)和鸭胚纯化疫苗(PDEV)，智飞的 MRC-5 细胞狂犬病疫苗属于人二倍体细胞疫苗(HDCV)，不良反应很轻。目前国内有 7 家公司或单位的狂犬疫苗获得上市许可，为地鼠肾细胞疫苗和 Vero 细胞疫苗，考虑到狂犬病疫苗用量较大以及智飞的人二倍体细胞在不良反应方面的优势，上市后有望从中分得一部分市场。

#### 4.4 代理五价轮状病毒疫苗市场不容小觑

除 HPV 疫苗外,注册中的 MSD 五价轮状病毒疫苗 RotaTeq 也有望在近年登陆中国。轮状病毒( RV )是引起婴幼儿发生急性肠胃炎的主要原因,多发于 6 月龄至 3 岁婴幼儿,我国每年约有 1,300 万婴幼儿患轮状病毒感染性肠胃炎,同时有研究发现该病毒还可引起肠道外多脏器(心脏、肺、肝、胰腺等)损害。目前对于轮状病毒引起的腹泻尚无特效治疗药物,疫苗接种后不一定能完全达到免疫效果,但可以减轻症状,避免严重腹泻。

轮状病毒可根据特异性抗原决定簇 VP4 和 VP7 分型,按 VP4 可区分至少 13 种 P 基因型,按 VP7 可区分至少 14 种 G 基因型。其中 G1、G2、G3、G4、G9 以及 P[8]、P[4]、P[6]较为常见,是病毒预防的重点。

现阶段在全球范围销售的 RV 疫苗主要有 GSK 的 Rotarix 和 MSD 的 RotaTeq。Rotarix 是由 G1P[8]病毒株制备而来的口服减毒活疫苗,全程需接种 2 剂次。虽然是单价苗,但实际运用中发现对 G2P[4]等也有很好的保护效果。GSK 于 2013 年提交了 Rotarix 在中国的上市申请,但之后因数据问题主动撤回,没有再做申请。而 MSD 的 RotaTeq 则包含由外鞘蛋白 G1/G2/G3/G4 和吸附蛋白 P[5]所组成的 4 种基因重置株以及外鞘蛋白 G6 和吸附蛋白 P[8]组成的 1 种基因重置株,全程需接种 3 剂次。RotaTeq 的国内上市申请在 2016 年 2 月进入审评阶段,如果顺利的话有望在 2018 年获批。

图表18 国内 RV 疫苗注册与研发情况

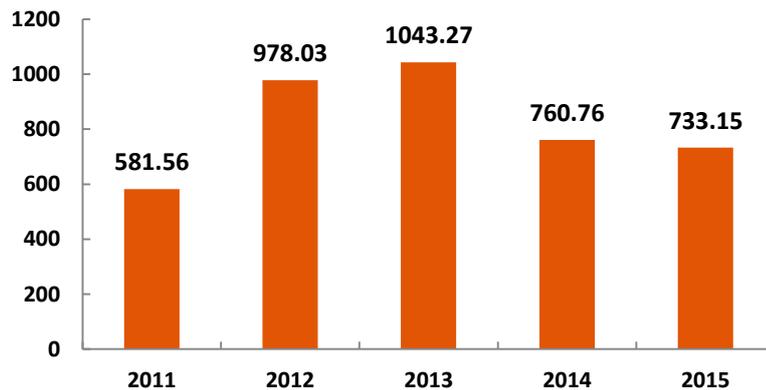
| RV 疫苗                    | 企业   | 进度            |
|--------------------------|------|---------------|
| 口服轮状病毒活疫苗                | 兰生所  | 已上市           |
| 口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗(Vero 细胞) | MSD  | 上市申请待审评       |
| 口服轮状病毒活疫苗                | 鑫科贤  | 上市申请复审尚未启动    |
| Ⅲ 价轮状病毒基因重配疫苗            | 兰生所  | 2011.04 获临床批件 |
| 口服六价重配轮状病毒活疫苗(Vero 细胞)   | 武生所  | 2015.06 获临床批件 |
| 冻干四价口服轮状病毒活疫苗(FRhL-2 细胞) | 博沃生物 | 临床审批排队中       |
| 人类轮状病毒减毒活疫苗 ( Rotarix )  | GSK  | 上市申请撤回        |

资料来源: Insight、平安证券研究所

我国已上市的 RV 疫苗目前仅有兰生所的 1 价疫苗“罗威特”一种,年销量大约保持在 750 万剂,销售额 9 亿元左右(终端零售价 148-198 元/剂,估计出厂价在 120 元/剂左右)。而 RotaTeq 在海外市场的最大竞争对手 Rotarix 因数据问题撤回申请后未再次申报。

智飞与 MSD 签订的 RV 疫苗代销协议首期持续 15 年,到期前 1 年商议续签事项,可以视为长期代理。假设 RotaTeq 在 2018 年上市推广后市场需求达到 900 万剂(+20%),全面铺开后占据 3/4 市场份额,出厂价格以 300 元/剂(香港的平均终端价格约 450HKD)估算,则 RotaTeq 每年可贡献 20.25 亿元收入,按 20%净利率计算为 4.05 亿元净利润。

图表19 兰州所 RV 疫苗批签发量 (万剂)



资料来源: 中检院、平安证券研究所

MSD 是全球五大疫苗公司之一, 拥有强大的研发能力。除以上两个确定的代理品种之外, 智飞未来或有可能从 MSD 引入更多具有市场潜力的品种。根据 74 号文的要求: “向我国出口疫苗的境外疫苗厂商应当在我国境内指定一家代理机构, 统一销售该厂商进口的全部疫苗”, 限制了 MSD 的进口疫苗必须通过“有且仅有”的一家代理商进入国内销售。考虑到智飞与 MSD 的长期代理合作关系, 该规定无疑强化了智飞作为 MSD 独家代理商的黏性与议价能力。

图表20 MSD 全球在售疫苗及其销售情况

| 疫苗名称          | 适应症      | 2015 年销售额 (亿美元) | 2014 年销售额 (亿美元) |
|---------------|----------|-----------------|-----------------|
| BCG Vaccine   | 结核病      |                 |                 |
| COMVAX        | 流感、流脑、乙肝 |                 |                 |
| GARDASIL      | 宫颈癌      | 19.08           | 17.38           |
| GARDASIL 9    |          |                 |                 |
| ProQuad       | 麻腮风和水痘疫苗 | 15.05           | 13.94           |
| M-M-R II      | 麻腮风疫苗    |                 |                 |
| VARIVAX       | 水痘病毒活疫苗  |                 |                 |
| Pedvax Hib    | 脑膜炎、流感   |                 |                 |
| PNEUMPVAX 23  | 肺炎       | 5.42            | 3.46            |
| RECOMBIVAX HB | 乙肝       |                 |                 |
| RotaTeq       | 腹泻、急性胃肠炎 | 6.10            | 6.59            |
| VAQTA         | 甲肝       |                 |                 |
| ZOSTAVAX      | 水痘       | 7.49            | 7.65            |

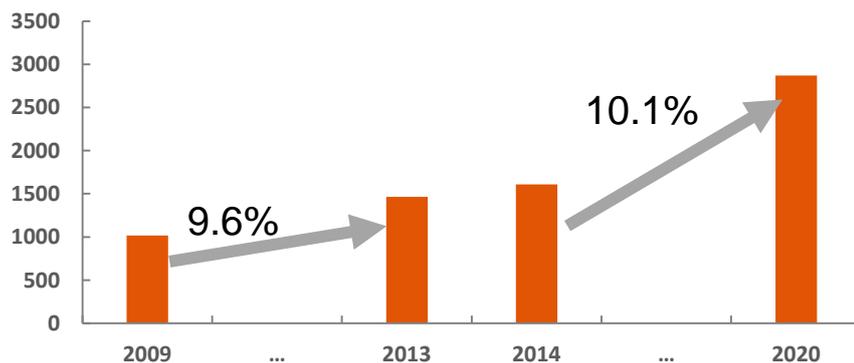
资料来源: Insight、平安证券研究所

注: 蓝色为智飞已有同类品种、曾经代理或已签署代理协议的产品

#### 4.5 成立智睿, 布局生物医疗领域

除疫苗之外, 生物医疗领域的其他分支也在我们生活中占据越来越重要的地位。近年来随抗体药物、重组蛋白等的发展, 生物制药产业规模迅速扩大, 已经突破 2,500 亿美元。根据 IMS Health 的统计数据, 2014 年全球前 20 大畅销药中生物药不管是在品种数量还是销售额上均占据了半壁江山, 且增速明显高于化药。而细胞治疗等方向暂时产业化程度较低, 但作为有望改变现有肿瘤、自免疫疾病治疗方式的全新途径, 也是国内外关注的热点。

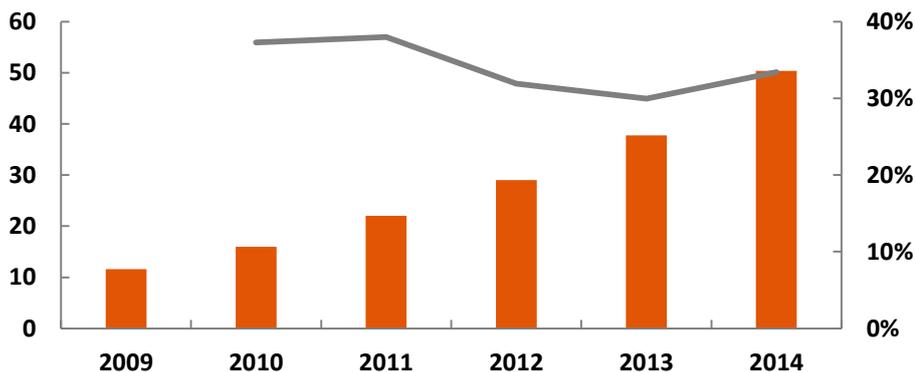
图表21 全球生物药市场（亿美元）



资料来源：PMR、平安证券研究所

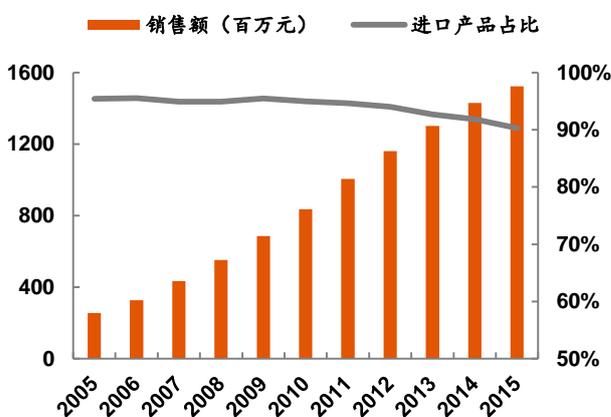
我国的生物医疗市场也有望在未来数年中迎来高速增长。单抗方面，百泰生物、兰生国健等都是该领域的先行者，近年来随着世界上第一批“爆款”单抗药物专利陆续到期，我国参与生物类似药研发生产的企业数量显著提升，复星、恒瑞、海正等知名药企旗下均有上市的重抗品种，而处于临床阶段的抗体药物更是种类繁多。此外，重组胰岛素、干扰素等生物制品同样具有巨大的市场空间，但目前国产化程度偏低，进口替代的实现将带来显著的市场机会。

图表22 我国单抗市场规模（亿元）及增速



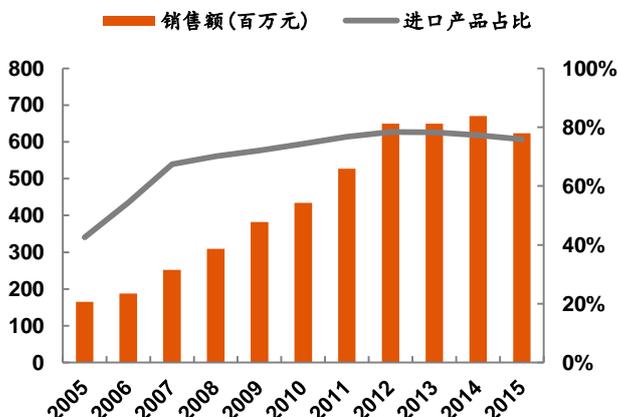
资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表23 样本医院胰岛素销售额及进口占比



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表24 样本医院重组干扰素销售额进口占比



资料来源：PDB，平安证券研究所

2014 年底，智飞与董事长蒋仁生先生共同出资 1 亿元设立股权投资公司“智睿投资”，其中公司出资 10%，董事长出资 90%。2016 年 6 月，双方再次进行分期同比例增资，至 2018 年底智睿投资的注册资本将提升至 5 亿元。

智睿投资主要以股权方式参与智飞业务之外的生物技术与产品，对其进行培育，并在产品技术进入三期临床或取得上市许可后优先转让给智飞生物。智睿投资运行一年半以来，参与了多项有前景的生物技术、产品的投资，其中部分肿瘤、心血管、代谢类疾病治疗产品已进入临床阶段。

智睿以相对安全方式为使智飞生物得以及时赶上生物医疗发展的大潮，为公司的远期高速增长奠定了基础，将公司的对象市场由百亿级疫苗市场提升至千亿级的生物医疗市场。

## 五、首次覆盖，给予“推荐”评级

公司独家品种 AC-Hib 疫苗具有较大潜在市场，一旦疫苗行业重回正轨大概率会快速放量，年销售顶峰有望达到 20 亿元。未来数年又有预防用微卡及配套试剂等新品及 HPV、RV 疫苗等代理产品逐步落地，奠定后续增长基础。此外，公司成立智睿投资以较安全方式进入生物医疗产业，开拓长期发展空间。上半年回购股票进行员工持股彰显公司信心。

因部分待上市重磅品种对公司价值形成重大推动，我们采用分部估值法对公司进行估值：（具体测算方法见上文）

①**现有业务**：已经上市的 AC-Hib 加上其他传统产品，预计 2016-2018 年贡献 EPS 为 0.06、0.28、0.39 元，以 2017 年 40XPE 计算对应 179 亿市值。

②**预防用微卡及配套试剂**：预防用微卡存量市场 13.5 亿对应 6 亿净利润+微卡与配套试剂后续 1.25 亿/年的净利润增量×40 倍 PE，对应 56 亿市值。

③**HPV 疫苗**：5 年 60 亿净利润+续签或新品迭代按额外 5 年测算 20 亿净利润，对应 80 亿市值。

④**RV 疫苗**：4 亿/年净利润×15 倍 PE，对应 60 亿市值。

根据以上测算，公司合理市值 375 亿元，对应股价 23.50 元。首次覆盖，给予“推荐”评级，目标价 23.5 元。

## 六、风险提示

### 6.1 行业恢复速度不达预期

总体疫苗行业恢复速度受到政策影响，若政策不能完全明晰，可能会慢于预期。

### 6.2 后续产品审批风险

公司部分产品尚处临床或评审阶段，落地时间并不确定，具有审批风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度             | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 1359  | 1477  | 1968  | 2598  |
| 现金               | 809   | 1298  | 642   | 1970  |
| 应收账款             | 427   | 85    | 1255  | 505   |
| 其他应收款            | 7     | 6     | 27    | 17    |
| 预付账款             | 7     | 2     | 5     | 4     |
| 存货               | 108   | 84    | 37    | 101   |
| 其他流动资产           | 109   | 86    | 38    | 103   |
| <b>非流动资产</b>     | 1322  | 1312  | 1295  | 1274  |
| 长期投资             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产             | 622   | 613   | 632   | 675   |
| 无形资产             | 286   | 274   | 262   | 250   |
| 其他非流动资产          | 414   | 425   | 400   | 348   |
| <b>资产总计</b>      | 2682  | 2789  | 3262  | 3872  |
| <b>流动负债</b>      | 125   | 44    | 70    | 58    |
| 短期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款             | 73    | 8     | 24    | 17    |
| 其他流动负债           | 53    | 36    | 46    | 41    |
| <b>非流动负债</b>     | 87    | 85    | 85    | 85    |
| 长期借款             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债          | 87    | 85    | 85    | 85    |
| <b>负债合计</b>      | 212   | 129   | 155   | 143   |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本               | 800   | 1600  | 1600  | 1600  |
| 资本公积             | 1008  | 208   | 208   | 208   |
| 留存收益             | 761   | 852   | 1299  | 1920  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 2469  | 2660  | 3107  | 3728  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 2682  | 2789  | 3262  | 3872  |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 223   | 398   | -648  | 1333  |
| 净利润            | 197   | 91    | 448   | 621   |
| 折旧摊销           | 44    | 34    | 36    | 41    |
| 财务费用           | 0     | -18   | -14   | -18   |
| 投资损失           | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -32   | 291   | -1118 | 689   |
| 其他经营现金流        | 16    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -337  | -27   | -23   | -23   |
| 资本支出           | -4    | -27   | -23   | -23   |
| 长期投资           | 10    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -342  | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -214  | 117   | 14    | 18    |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -54   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 800   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -106  | -700  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -54   | 18    | 14    | 18    |
| <b>现金净增加额</b>  | -327  | 489   | -656  | 1328  |

利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 713   | 461   | 1206  | 1584  |
| 营业成本            | 142   | 38    | 72    | 92    |
| 营业税金及附加         | 5     | 3     | 8     | 11    |
| 营业费用            | 239   | 175   | 386   | 483   |
| 管理费用            | 126   | 134   | 217   | 285   |
| 财务费用            | -28   | -18   | -14   | -18   |
| 资产减值损失          | 10    | 30    | 20    | 12    |
| 公允价值变动收益        | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 221   | 99    | 517   | 719   |
| 营业外收入           | 11    | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 231   | 106   | 524   | 726   |
| 所得税             | 33    | 15    | 76    | 105   |
| <b>净利润</b>      | 197   | 91    | 448   | 621   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 197   | 91    | 448   | 621   |
| EBITDA          | 234   | 115   | 539   | 742   |
| EPS(元)          | 0.12  | 0.06  | 0.28  | 0.39  |

主要财务比率

| 会计年度           | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | -11.0 | -35.3 | 161.6 | 31.3  |
| 营业利润(%)        | 28.2  | -55.0 | 420.5 | 39.2  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 33.4  | -54.0 | 392.8 | 38.6  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 80.1  | 91.8  | 94.0  | 94.2  |
| 净利率(%)         | 27.7  | 19.7  | 37.1  | 39.2  |
| ROE(%)         | 8.0   | 3.4   | 14.4  | 16.7  |
| ROIC(%)        | 11.5  | 4.5   | 34.0  | 25.3  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 7.9   | 4.6   | 4.7   | 3.7   |
| 净负债比率(%)       | -33.2 | -22.4 | -37.6 | -13.1 |
| 流动比率           | 10.8  | 33.6  | 28.2  | 44.6  |
| 速动比率           | 10.0  | 31.7  | 27.7  | 42.8  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.3   | 0.2   | 0.4   | 0.4   |
| 应收账款周转率        | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.8   |
| 应付账款周转率        | 13.5  | 11.3  | 75.0  | 77.9  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.12  | 0.06  | 0.28  | 0.39  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.28  | 0.25  | -0.40 | 0.83  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 1.5   | 1.7   | 1.9   | 2.3   |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 142.6 | 309.7 | 62.8  | 45.3  |
| P/B            | 11.4  | 10.6  | 9.1   | 7.5   |
| EV/EBITDA      | 120.6 | 232.0 | 50.8  | 35.1  |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033