智飞生物（300122）

五价轮状病毒疫苗签订采购协议超预期，为公司业绩增长贡献增量

增持（维持）

2018 年 07 月 10 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

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,343	6,363	9,234	13,128
同比（%）	201.1%	373.9%	45.1%	42.2%
净利润（百万元）	432	1,630	2,251	3,136
同比（%）	1229.2%	277.0%	38.1%	39.3%
每股收益（元/股）	0.27	1.02	1.41	1.96
P/E（倍）	180.14	47.78	34.59	24.83

投资要点

- **五价轮状病毒疫苗产品独家，市场空间广阔：**目前全球范围内销售的主要有默沙东的 5 价轮状病毒疫苗和 GSK 的单价轮状病毒疫苗。我国唯一生产轮状病毒的企业为兰州所，中标价 172 元/支。默沙东的轮状病毒疫苗是减毒重组的活疫苗，接种对象主要为 6 至 32 周龄的婴幼儿。2006 年，默沙东五价轮状病毒疫苗研制成功在美国上市，上市第二年销售额超过 5 亿美元，之后每年保持超过 6 亿美元的销售额。

- **采购协议超预期，五价疫苗替换轮状病毒疫苗市场广阔：**此次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，相较于之前的采购协议（上市第一年度约 3.5 亿元，以后逐年增加，上市第六年预期达到约 11.6 亿元），超预期。若以毛利率 45%估算，今年该产品将有望贡献收入增量达 4.5 亿元，若以海外售价 250 元/支测算，今年将卖出 180 万支产品。产品采购额达顶峰的 2021 年将突破 23 亿的销售额，销量突破 900 万支兰州所的轮状病毒疫苗的销量在 2013 年达到顶峰，批签发突破 1000 万支。2015 年即山东疫苗事件发生的前一年实现批签发 760 万支。我们认为五价苗产品更优有望实现市场替代，叠加智飞生物优秀的销售能力，我们认为可以完成采购协议并实现成功销售。

- **现有产品保障公司业绩实现快速增长：**1）AC-Hib 疫苗我们预计 2018 年该产品将仍然维持高速增长，销量有望突破 600 万支，销售收入超过 12 亿元；2）公司正在销售的 4 价 HPV 疫苗目前实现批签发约 300 万支，以此推测该产品今年有望实现销售达 600 万支，带来收入 48 亿元；3）默沙东最新上市的 9 价 HPV 疫苗亦将代理销售权交给智飞生物，该产品主要瞄准 16-26 岁的女性，根据第六次人口普查的数据推断，该年龄层的女性人口约在 1 亿，若渗透率达到 10%，每人打三针，就有 3000 万支的存量市场空间，我们认为海南的 1298 元/支的售价会低于我国其他地区的售价，其他地区的售价在 1400 元/支左右。3000 万支带来的市场空间则在 420 亿元。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018 年到 2020 年，营业收入分别为 63.63 亿元、92.34 亿元和 131.28 亿元，同比增长 373.9%、45.1%和 42.2%；归属母公司净利润为 16.30 亿元、22.51 亿元和 31.36 亿元，同比增长 277.0%、38.1%和 39.3%；对应 EPS 为 1.02 元、1.41 元和 1.96 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)	48.67
一年最低/最高价	18.16/50.67
市净率(倍)	24.36
流通 A 股市值(百万元)	42302.46

基础数据

每股净资产(元)	2.00
资产负债率(%)	34.05
总股本(百万股)	1600.00
流通 A 股(百万股)	869.17

相关研究

1、《【东吴医药】智飞生物事件点评：智飞生物代理销售 9 价 HPV 疫苗，公司产品梯度合理，有效抢占市场》2018-05-03

2、《【东吴医药】智飞生物 2018 年一季报点评：四价 HPV 叠加三联苗推动公司业绩爆发，新产品相继上市助力后续发力》2018-04-26

3、《【东吴医药】智飞生物事件点评：五价轮状病毒疫苗获批上市，公司未来业绩增长可期》2018-04-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一、事件：

7 月 9 日，公司发布公告明确五价轮状病毒疫苗的采购合约：2018-2021 年采购额为 2.47、6.5、9.49 和 13 亿元，2019-2021 年同比增速为 163%、46%和 37%，超预期。

二、我们的观点：五价轮状病毒疫苗采购合约超预期，贡献利润增量拉动业绩增长。

1. 五价轮状病毒疫苗产品独家，市场空间广阔

五价轮状病毒疫苗为默沙东独家产品，由智飞生物担任中国总代理。轮状病毒感染大多发生于 6~24 月龄的婴幼儿，通常会引起腹泻，严重时会发生致命性胃肠炎、脱水及电解质平衡失调。我国每年大约有 1300 万婴幼儿患轮状病毒感染性胃肠炎，近 4 万名儿童因轮状病毒腹泻死亡，约占中国 5 岁以下儿童总死亡人数的 12%，目前已将其列为国家重点防治的“小儿四病”之一。

目前全球范围内销售的主要有默沙东的 5 价轮状病毒疫苗和 GSK 的单价轮状病毒疫苗。我国唯一生产轮状病毒的企业为兰州所，中标价 172 元/支。默沙东的轮状病毒疫苗是减毒重组的活疫苗，接种对象主要为 6 至 32 周龄的婴幼儿。2006 年，默沙东五价轮状病毒疫苗研制成功在美国上市，上市第二年销售额超过 5 亿美元，之后每年保持超过 6 亿美元的销售额。

图表 1：五价轮状病毒疫苗历年全球销售额（百万美元）

资料来源：Bloomberg、东吴证券研究所

目前在研的相似产品中，最快的为兰州所的三价轮状病毒疫苗。但默沙东的五价产品价态更多，产品更有优势，结合智飞生物强大的销售推广能力，我们认为其产品未来市场空间广阔。

图表 2：五价轮状疫苗研发进度

药物名称	企业名称	临床阶段
冻干四价口服轮状病毒疫苗	武汉博沃	申请临床
三价轮状病毒基因重配疫苗	兰州所	完成 III 期临床
轮状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）	昆明所	申请临床
口服六价重配轮状病毒活疫苗（Vero）	武汉所	完成 I 期临床

人轮状病毒减毒活疫苗	GSK	完成 I 期临床
口服五价重配轮状病毒减毒疫苗	默沙东	获批上市

资料来源：药物临床试验登记信息平台、东吴证券研究所

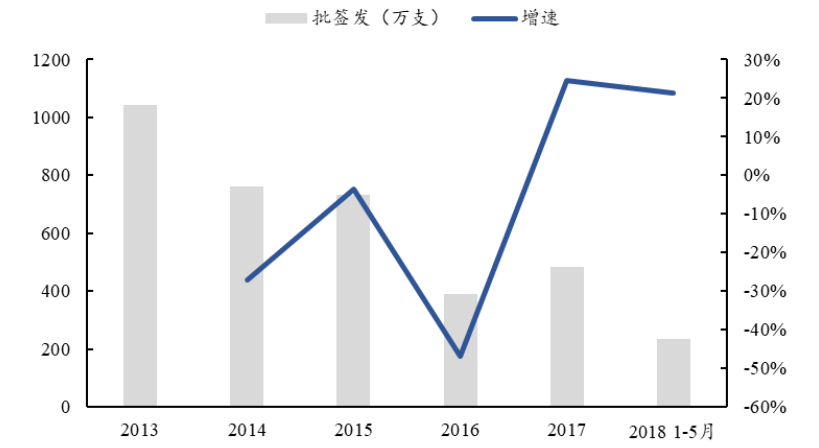
2. 采购协议超预期，五价疫苗替换轮状病毒疫苗市场广阔

此次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，相较于之前的采购协议（上市第一年度约 3.5 亿元，以后逐年增加，上市第六年预期达到约 11.6 亿元），超预期。

若以毛利率 45%估算，今年该产品将有望贡献收入增量达 4.5 亿元，若以海外售价 250 元/支测算，今年将卖出 180 万支产品。产品采购额达顶峰的 2021 年将突破 23 亿的销售额，销量突破 900 万支。

兰州所的轮状病毒疫苗的销量在 2013 年达到顶峰，批签发突破 1000 万支。2015 年，即山东疫苗事件发生的前一年实现批签发 760 万支，我们认为五价苗产品更优，有望实现市场替代，叠加智飞生物优秀的销售能力，我们认为可以完成采购协议并实现成功销售。

图表 3：轮状疫苗 2012-2018 年 1-5 月批签发情况



资料来源：中检所、东吴证券研究所

3. 现有产品保障公司业绩实现快速增长

2017 年，AC-Hib 三联苗的批签发总量达到 470 万支，是公司营收增长的主要驱动力。AC-Hib 疫苗可以替代多种单联疫苗，总注射次数由 8 针降至 4 针。我国每年新生儿数量约为 1,700 万人，若渗透率在 10%则可实现 680 万支的销量。我们预计 2018 年该产品将仍然维持高速增长，销量有望突破 600 万支，销售收入超过 12 亿元。

公司正在销售的 4 价 HPV 疫苗目前实现批签发约 300 万支，以此推测该产品今年有望实现销售达 600 万支，带来收入 48 亿元。4 价的主要市场我们认为将集中在 26-45 岁的女性，根据人口统计年鉴测算，该年龄段的女性约有 1 亿 6000 万人，市场空间仍然较大。如果该部分人群的渗透率在 10%，则有约 4800 万支的存量市场空间，考虑中标价格 798 元/支，整个市场在 380 亿。

默沙东最新上市的 9 价 HPV 疫苗亦将代理销售权交给智飞生物，该产品主要瞄准 16-26 岁的女性，根据第六次人口普查的数据推断，该年龄层的女性人口约在 1 亿，若

渗透率达到 10%，每人打三针，就有 3000 万支的存量市场空间，我们认为海南的 1298 元/支的售价会低于我国其他地区的售价，其他地区的售价在 1400 元/支左右。3000 万支带来的市场空间则在 420 亿元。

三、盈利预测与评级

我们预计公司 2018 年到 2020 年，营业收入分别为 63.63 亿元、92.34 亿元和 131.28 亿元，同比增长 373.9%、45.1%和 42.2%；归属母公司净利润为 16.30 亿元、22.51 亿元和 31.36 亿元，同比增长 277.0%、38.1%和 39.3%；对应 EPS 为 1.02 元、1.41 元和 1.96 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。

四、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）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**2,286**	**13,710**	**12,114**	**25,295**
现金	874	3,262	4,734	6,730
应收账款	701	4,040	2,840	6,942
存货	628	5,765	4,132	10,539
其他流动资产	83	644	408	1,085
非流动资产	**1,820**	**7,944**	**11,534**	**16,678**
长期股权投资	0	0	1	1
固定资产	722	4,738	7,518	11,464
在建工程	541	2,658	3,476	4,682
无形资产	300	293	288	281
其他非流动资产	258	255	252	250
资产总计	**4,106**	**21,654**	**23,648**	**41,972**
流动负债	**1,069**	**17,146**	**17,002**	**32,323**
短期借款	260	10,631	12,232	20,428
应付账款	640	5,414	3,959	9,935
其他流动负债	169	1,100	811	1,959
非流动负债	**99**	**149**	**172**	**169**
长期借款	0	50	73	70
其他非流动负债	99	99	99	99
负债合计	**1,168**	**17,295**	**17,174**	**32,491**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,938	4,359	6,474	9,481
负债和股东权益	**4,106**	**21,654**	**23,648**	**41,972**

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	204	-1,259	4,517	474
投资活动现金流	-251	-6,292	-3,961	-5,725
筹资活动现金流	142	9,939	915	7,247
现金净增加额	93	2,387	1,472	1,996
折旧和摊销	64	169	371	581
资本开支	231	6,123	3,590	5,144
营运资本变动	-348	-3,345	1,316	-4,065

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1,343**	**6,363**	**9,234**	**13,128.2**
减:营业成本	288	2,515	3,894	5,772.5
营业税金及附加	12	59	86	131.6
营业费用	314	963	1,247	1,853.7
管理费用	187	464	582	827.1
财务费用	-12	287	580	821.5
资产减值损失	47	197	268	144.4
加:投资净收益	0	0	0	0.2
其他收益	0	0	0	-0.2
营业利润	**512**	**1,877**	**2,578**	**3,577.5**
加:营业外净收支	-8	3	3	1.4
利润总额	**505**	**1,880**	**2,581**	**3,578.9**
减:所得税费用	72	251	330	442.5
少数股东损益	0	0	0	0.0
归属母公司净利润	**432**	**1,630**	**2,251**	**3,136.4**
EBIT	494	2,149	3,156	4,398.9
EBITDA	558	2,318	3,527	4,979.9

重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.27	1.02	1.41	1.96
每股净资产(元)	1.84	2.72	4.05	5.93
发行在外股份(百万股)	1600	1600	1600	1600
ROIC(%)	12.9%	12.3%	14.6%	12.8%
ROE(%)	14.7%	37.4%	34.8%	33.1%
毛利率(%)	78.5%	60.5%	57.8%	56.0%
销售净利率(%)	32.2%	25.6%	24.4%	23.9%
资产负债率(%)	28.5%	79.9%	72.6%	77.4%
收入增长率(%)	201.1%	373.9%	45.1%	42.2%
净利润增长率(%)	1229.2%	277.0%	38.1%	39.3%
P/E	180.14	47.78	34.59	24.83
P/B	26.51	17.86	12.03	8.21
EV/EBITDA	138.60	36.84	24.26	18.43

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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