

智飞生物： 中报下的隐忧

在收入利润双增长的同时，市场对智飞生物的质疑之声也在不断增强。

文 | 孙斌



2020年上半年，民营疫苗第一股智飞生物（300122.SZ）在新冠肺炎疫苗概念和业绩增长预期的带动下，股价一度创下历史新高，达194元，较年初增长300%，公司市值最高突破3000亿元，仅次于宁德时代和迈瑞医疗，位列创业板第三位。

作为智飞生物的实际控制人，蒋仁生也因此身价倍增。数据显示，蒋仁生家族在智飞生物的持股比例为57.1%，家族财富超过1200亿元，问鼎重庆新首富。

8月3日，智飞生物发布2020年上半年财报。数据显示，2020年上半年该公司实现营收69.94亿元，同比增长38.8%；实现归母净利润15.05亿元，同比增长31.18%。其中，第二季度该公司实现营收43.59亿元，同比增长58.79%；实现归母净利润9.88亿元，同比增长53.23%。

不过，在收入利润双增长的形势下，市场对智飞生物的质疑之声也在不断增强。

一方面，智飞生物过度依赖代理业务，其产业话语权较弱，应收存货双高加剧公司资金端压力。另一方面，随着重磅疫苗代理协议即将到期，智飞生物面临续签考验，在国产替代加速的情况下，其市场供应格局或存“变数”。

依赖代理

智飞生物创始人蒋仁生原本是广西桂林山村的一名教师，1977年高考恢复后，25岁的他考上了现在的桂林医学院。三年大专毕业后，蒋仁生被分配到桂林灌阳县卫生防疫站工作。从县城一线防疫员到自治区防疫站科长，他一干就是近二十年。

20世纪90年代，下海潮兴起。1999年，46岁的蒋仁生决定下海经商。但是，本来想自己创办一家疫苗公司的蒋仁生，却因为无法在短期内

拿到生物制品许可证，而去了成都的一家疫苗企业，负责销售管理工作。在这里，他认识了后来的创业伙伴吴冠江等人。

2002年，蒋仁生、吴冠江及其他几位创业伙伴收购了一家经营不善的疫苗公司——重庆金鑫生物制品公司，并更名为重庆智飞生物有限公司。自此，蒋仁生的疫苗帝国拉开了序幕。

2010年9月，智飞生物在深交所挂牌上市，成为第一家在创业板上市的民营疫苗企业。

在2012年之前，智飞生物自主与代理产品贡献毛利比例大致相当。2013~2016年，智飞生物开启以自主产品为主、代理产品为辅的产品格局。这一阶段，智飞生物业绩整体表现一般，业绩波动较大。

2013~2016年，该公司自主产品主营业务毛利占比上升至99.5%，代理产品下降至0.5%，营业收入增速历年依次为-2.7%、5%、-6%、-37%。值得一提的是，2016年，受“山东疫苗事件”及代理产品到期等因素影响，其业绩暴跌，扣非后净利润同比下降85.68%。

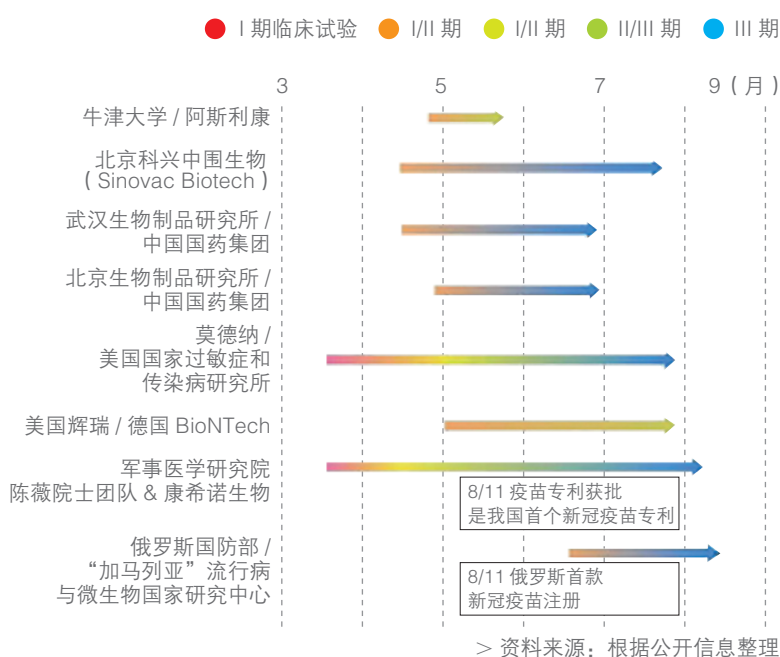
2017年至今，该公司业绩结构由自主产品为主向以代理为主转变。智飞生物因与默沙东续签23价肺炎疫苗、灭活甲肝疫苗等合同，并成功代理四价及九价HPV疫苗、五价轮状疫苗等，业绩大幅上涨。

2017~2019年，该公司营业收入分别为13.43亿元、52.28亿元、105.87亿元，同比增速分别为192.6%、299.1%、104.1%。

其中，智飞生物代理产品收入由2017年的2.74亿元，陡增至2019年的91.89亿元，增长超过30倍。代理产品收入占比也由2017年的21.2%上涨至2019年的87.3%。然而，来自自主产品的收入增长缓慢，仅由2017年的10.18亿元，增长至2019年的13.36亿元。

智飞生物近九成收入来自代理产品，大部分利润同样来自代理业务。

全球主要国家疫苗研发情况



可以看出,该公司近九成收入来自代理产品,结合毛利来看,大部分利润同样来自代理业务。

上半年财报显示,智飞生物上半年业绩大幅增长的主要来源是代理跨国药企默沙东的重磅产品九价 HPV 疫苗、四价 HPV 疫苗、五价轮状疫苗等。其中被明确证明有效的宫颈癌疫苗九价 HPV 疫苗,长期处于供不应求的状态。

目前,智飞生物有 5 种代理产品在售,均来自默沙东,包括四价 HPV 疫苗、九价 HPV 疫苗、五价轮状疫苗、23 价肺炎疫苗和灭活甲肝疫苗。

其中两款 HPV 疫苗与轮状疫苗贡献了主要的增长。根据智飞生物披露的数据,今年上半年,四价 HPV 疫苗批签发量达 366.44 万支,同比增长 29.80%;九价 HPV 疫苗批签发量达 215.98 万

支,同比大幅增长 83.13%;轮状疫苗批签发量达 216.99 万支,同比增长 24.66%。

值得注意的是,23 价肺炎疫苗与灭活甲肝疫苗 2020 年以来的批签发量为“0”。据了解,这两款产品的注册证已经到期,需重新续期。根据国家规定,未通过批签发的产品,不得上市销售或者进口。而这两款产品的国产替代品种也较为成熟,至于何时才能重新恢复销售,需要智飞生物给出更多信息。

除了上述两款产品注册证到期,智飞生物与默沙东签署的 23 价肺炎疫苗及灭活甲肝疫苗经销协议预计在 2020 年年底到期,四价 HPV 疫苗与九价 HPV 疫苗的协议到期时间为 2021 年 6 月底,五价轮状疫苗协议的到期时间为 2021 年年底。

在即将到期的产品中,四价与九价两款 HPV 疫苗对于智飞生物的重要性举足轻重,能否续约还存在不确定性。

研发停滞

就像一枚硬币的两面,从当初尝试代理业务到现在依赖代理业务,智飞生物在“躺着赚钱”的同时正慢慢形成“惰性”。随着代理疫苗营收占比的不断攀升,智飞生物研发占比则不断下滑。

2017~2019 年,智飞生物的研发投入分别为 0.94 亿元、1.70 亿元和 2.59 亿元,占营收的比重分别为 7%、3.23% 和 2.45%。2020 年上半年的研发投入占营收比重仅为 2%。

对比同行,智飞生物的研发投入占比也低于行业水平。以 2019 年为例,智飞生物的研发投入占比仅为 2.45%,对比国内疫苗上市公司,华兰生物、康泰生物、万泰生物、沃森生物等公司的研发投入占比分别为 4%、11.09%、14.02%、23.06%;对比国外四大疫苗巨头公司,默沙东、

赛诺菲、辉瑞、葛兰素史克等公司的研发投入占比分别为 21.1%、16.7%、16.7%、13.5%。

另外，今年上半年智飞生物非免疫规划疫苗毛利率为 38.34%，低于同业水平，且较上年同期下降 2.48 个百分点。

2019 年财报显示，智飞生物代理产品的毛利率仅为 34.41%，在强势的默沙东面前，公司并没有太大的话语权，2019 年该公司代理产品毛利率同比 2018 年大幅下降 16.64 个百分点。

目前来看，智飞生物不仅代理产品存在不确定性，公司最核心的产品 AC-Hib 三联疫苗未通过再注册批准，也为公司自主产品的未来发展蒙上了一层阴影。

今年上半年，AC-Hib 联合疫苗的批签发量也由上一年同期的 298.64 万支直接归“0”。AC-Hib 联合疫苗在 2019 年度的销售收入占公司主营业务收入的 10% 左右，这对智飞生物 2020 年业绩还将继续产生影响。

AC-Hib 联合疫苗未通过再注册的原因，源于国家对于液体疫苗去除佐剂改为冻干粉形态的要求。

目前，智飞生物的冻干粉 AC-Hib 疫苗仍处于开发状态，有机构预计 2020 年年底至 2021 年或将获批。这意味着智飞生物 AC-Hib 疫苗的“断档期”仍将持续。

两大利好

在市场的质疑声中，智飞生物在 2020 年中报抛出了两款重磅产品。

一是独家产品重组结核杆菌融合蛋白(EC)。4 月 29 日，该公司公告全资子公司安徽智飞龙科马生物制药有限公司（简称智飞龙科马）研发的重组结核杆菌融合蛋白（EC）获批上市。

目前，国内结核病检测与防治需求客观存

在。人体感染结核杆菌后在抵抗力下降等因素下发展为结核病。WHO 数据显示，2016 年全球有约 1040 万例结核病新发病例，其中 170 万人死亡。中国肺结核发病数约 80 万 ~90 万人 / 年，是全球 30 个结核病高负担国家之一，位居第 2 名。

EC 筛查主要用于入职和入学体检。有机构预测，按照小学至大学的新入学人数约 7000 万人，体检每年约 4000 万人（长期可能接近 7000 万 ~8000 万人），假设价格 40 元 / 人次，目前 EC 市场空间可达 15 亿元左右，净利润约 5 亿元。并且，EC 可与公司后续即将获批上市的预防性微卡形成强协同，EC 检测后阳性潜伏患者可选择接种预防性微卡。国内结核病感染率 20%，按照接种渗透率 15% 计算，微卡价格为 2000 元，微卡销售峰值约为 35 亿元，净利润在 14 亿元左右。

二就是万众瞩目的新冠肺炎疫苗。今年 6 月下旬，智飞龙科马与中科院微生物所合作研发的新冠肺炎疫苗已获得临床试验批件。

目前该疫苗已进入临床 II 期试验，并完成患者入组，处于第一梯队。智飞生物参与研发的重组蛋白疫苗较易实现大规模生产，具备产能高、成本低、效果较为显著的特点，有较大潜力。一旦研发成功，考虑到全球巨大的接种需求，将为公司带来丰厚利润。

虽然在新冠肺炎疫苗的赛道上强手如云，但智飞生物此次的表现却是可圈可点。首先是行动迅速，第一时间进军疫苗研发。1 月 29 日，智飞生物宣布，旗下全资子公司智飞龙科马与中科院微生物所签订《合作意向框架协议》，双方将加快新型冠状病毒（2019-nCoV）疫苗的开发。其次是强强联合，与智飞生物合作的中科院微生物研究所，也是一个实力和级别超高的研究单位。能搭上这样的关系，智飞生物在新冠肺炎疫苗竞赛中，能够占有一席之地就在意料之中了。E

今年 6 月下旬，智飞龙科马与中科院微生物所合作研发的新冠肺炎疫苗已获得临床试验批件。