

# 智飞生物 (300122)

## 1 季度受疫情影响业绩相对平稳，EC、微卡疫苗等有望开启发展新阶段

2020 一季度收入增长 14.87%，业绩增长 2.85%

公司公告 2020 年 1 季报：实现营收 26.35 亿元，同比增长 14.87%；归母净利润 5.16 亿元，同比增长 2.85%；归母扣非后净利润 5.25 亿元，同比下降 1.47%，整体业绩符合此前业绩预告。一季度公司业绩受到新冠疫情影响，随着疫情的控制，终端接种的持续恢复，公司业绩后续有望迎来回升。展望全年，公司代理 HPV 疫苗等有望持续快速增长，同时公司 EC 诊断试剂（已获批）以及有望获批的微卡疫苗将为公司贡献重要增长，公司基本面有望保持强劲。

### HPV 疫苗预计持续增长，不断强化销售

一季度受疫情影响公司业绩与去年基本持平，但公司的批签发整体呈现良好的趋势。一季度公司代理 MSD 产品方面：9 价 HPV 疫苗批签发 41.4 万剂，去年同期为 0；口服五价轮状疫苗 117.0 万剂，同比增长 249%，4 价 HPV 疫苗 112.6 万剂，同比小幅下滑 10.2%，预计今年公司代理品种营收有延续快速增长趋势。自有产品方面：ACYW135 群流脑多糖批签发 89.8 万剂，AC 流脑结合 97.1 万剂，Hib 疫苗 86.3 万剂，去年同期均为 0，由于 AC-Hib 再注册未通过，今年一季度没有批签发，预计公司将更多通过单苗的推广补足市场缺口。

公司 2019 年代理疫苗收入 91.9 亿元，同比增长 136.33%，HPV 系列、五价轮状等实现稳健增长，代理疫苗 2019 年毛利率下降 16.64%至 34.41%，预计是相对低毛利 9 价 HPV 持续放量营收占比提升所致。2019 年 4 价 HPV、9 价 HPV、23 价肺炎、5 价轮状批签发分别达到 554.4、332.4、144.9 及 469.8 万剂，分别同比增长 45.9%、173.4%、19.8%及 493.4%，增长明显。2019 年公司自主非免疫规划疫苗收入 13.24 亿元，同比增长 6.61%，毛利率下降 2.30%至 92.23%，增速有所下降，预计主要是 AC-Hib 再注册影响了批签发导致核心产品增长放缓，AC-Hib、四价流脑多糖、Hib、AC 结合疫苗 2019 年批签发分别为 428.1、75.5、42.8 及 66.9 万剂，分别同比增长 -33.5%、-57.07%、-26.83%及 54.45%。根据公司 2019 年年报，2019 年公司积极对现有自主产品进行优化升级，公司自主疫苗产品均升级优化完成并实现市场准入，其中预充装 ACYW135 多糖疫苗、预充装 AC 结合疫苗、预充装 Hib 结合疫苗已分别准入 20、24 及 20 个省级单位，升级换代产品的顺利中标准入，对自主疫苗产品的销售增长预计将起到积极的推动作用。

公司持续强化销售：公司不断加强市场团队建设，2019 年销售人员扩充至 1843 人，同比增长 22.7%，截至 2019 年年底，公司的营销网络可真正实现覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市，包括 300 多个地市，2600 多个区县，30000 多个基层卫生服务点（乡镇接种点、社区门诊），强销售能力及完善的营销网络布局为公司自主和代理产品持续增长奠定的坚实基础。

### EC 诊断试剂、微卡疫苗有望开启公司发展新阶段

公司近期公告重组结核杆菌融合蛋白(EC)获批，EC 作为体内诊断制品用于结核杆菌感染诊断和结核病的临床辅助诊断，市场应用前景广阔。同时与公司研发的结核菌素纯蛋白衍生物 (PPD)、母牛分枝杆菌疫苗(结核感染人群用)、成人卡介苗、冻干重组结核疫苗等产品组成公司结核病“诊、防产品矩阵”，构建公司较完整的“结核病监测、诊断、免疫预防”体系，公司在此领域的竞争优势进一步增强。公司的母牛分枝杆菌疫苗(结合感染人群用)已报产并纳入优先审评，有望在年内获批，根据 WHO 的数据，我们对微卡疫苗进行市场空间测算，假设渗透率 1%，则对应渗透目标人群为 350 万人，合理假设单人全 6 针花费 2000 元，产品上市后在中国的市场潜力可达 70 亿元，EC 试剂和微卡有望开启公司新的发展阶段。

公司持续强化研发 2017-2019 年研发投入占自主产品收入的比例分别为 9.20%、13.35%、19.37%，根据 2019 年年报，公司自主研发项目共计 28 项，包含 15 价肺炎结合疫苗、4 价流脑结合等潜力品种，公司管线的持续丰富及进展有望推动公司长期成长。

### 国内疫苗领军企业，内外兼修，维持“买入”评级

考虑 AC-Hib 再注册未通过带来的业绩影响，我们预计公司 2020-2021 年净利润分别为 32.25、4.71 亿元，较上次变化 -13.05%/-6.73%，新增 2022 年净利润 53.69 亿元，2020-2022 年 EPS 分别为 2.02、2.67 及 3.36 元，对应估值分别为 39、30、24 倍。公司渠道、销售能力强，且不断拓展研发，产品储备丰富，EC、微卡疫苗有望开启公司新阶段。维持“买入”评级。

**风险提示：**EC 销售不及预期，微卡疫苗获批进度及销售不及预期，HPV 销售低于预期，新冠肺炎疫情影响超预期，产品研发进度低于预期

## 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	79.16 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,600.00
流通 A 股股本(百万股)	875.77
A 股总市值(百万元)	126,656.00
流通 A 股市值(百万元)	69,325.88
每股净资产(元)	3.91
资产负债率(%)	54.09
一年内最高/最低(元)	85.09/36.01

## 作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：贝格数据

## 相关报告

- 1 《智飞生物-半年报点评:HPV 带动业绩高速增长，母牛分枝杆菌疫苗值得期待》 2019-08-30
- 2 《智飞生物-季报点评:一季报开门红，研发管线值得期待》 2019-04-29
- 3 《智飞生物-年报点评报告:HPV 疫苗有望带动 2019 年全年业绩高速增长》 2019-04-04

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,228.31	10,587.32	14,481.54	18,949.07	23,301.49
增长率(%)	289.43	102.50	36.78	30.85	22.97
EBITDA(百万元)	1,947.29	3,227.48	3,980.70	5,215.20	6,513.87
净利润(百万元)	1,451.37	2,366.44	3,224.95	4,271.34	5,369.18
增长率(%)	235.75	63.05	36.28	32.45	25.70
EPS(元/股)	0.91	1.48	2.02	2.67	3.36
市盈率(P/E)	87.27	53.52	39.27	29.65	23.59
市净率(P/B)	30.29	22.04	16.11	11.66	8.40
市销率(P/S)	24.23	11.96	8.75	6.68	5.44
EV/EBITDA	31.63	24.90	31.73	23.89	18.72

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	769.43	1,150.11	2,780.18	4,585.90	7,286.34
应收票据及应收账款	1,976.77	4,437.40	5,216.97	6,363.02	8,135.68
预付账款	23.83	31.11	448.04	177.23	584.70
存货	1,784.30	2,484.48	3,265.30	3,925.31	4,836.88
其他	62.13	63.43	260.13	268.36	213.09
<b>流动资产合计</b>	<b>4,616.47</b>	<b>8,166.52</b>	<b>11,970.62</b>	<b>15,319.82</b>	<b>21,056.70</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	934.41	1,036.84	1,515.32	1,814.98	1,995.70
在建工程	590.76	947.11	604.27	410.56	276.34
无形资产	376.88	455.03	451.19	445.12	438.80
其他	291.66	336.92	265.33	264.20	272.25
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,193.70</b>	<b>2,775.90</b>	<b>2,836.11</b>	<b>2,934.86</b>	<b>2,983.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,810.18</b>	<b>10,942.42</b>	<b>14,806.73</b>	<b>18,254.68</b>	<b>24,039.78</b>
短期借款	621.01	2,383.94	2,683.94	2,783.94	2,833.94
应付票据及应付账款	1,652.69	2,222.52	3,048.10	3,829.87	4,551.36
其他	261.90	465.54	1,106.95	674.45	1,464.36
<b>流动负债合计</b>	<b>2,535.60</b>	<b>5,072.00</b>	<b>6,838.99</b>	<b>7,288.27</b>	<b>8,849.66</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	93.68	123.08	105.23	107.33	111.88
<b>非流动负债合计</b>	<b>93.68</b>	<b>123.08</b>	<b>105.23</b>	<b>107.33</b>	<b>111.88</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,629.28</b>	<b>5,195.08</b>	<b>6,944.23</b>	<b>7,395.60</b>	<b>8,961.54</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,600.00	1,600.00	1,600.00	1,600.00	1,600.00
资本公积	207.96	207.96	207.96	207.96	207.96
留存收益	2,580.90	4,147.34	6,262.50	9,259.08	13,478.24
其他	(207.96)	(207.96)	(207.96)	(207.96)	(207.96)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,180.90</b>	<b>5,747.34</b>	<b>7,862.50</b>	<b>10,859.08</b>	<b>15,078.24</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,810.18</b>	<b>10,942.42</b>	<b>14,806.73</b>	<b>18,254.68</b>	<b>24,039.78</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,451.37	2,366.44	3,224.95	4,271.34	5,369.18
折旧摊销	92.98	96.56	88.20	108.12	122.82
财务费用	24.86	75.26	119.16	111.88	105.22
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(918.11)	(1,120.87)	(653.39)	(1,191.08)	(1,528.63)
其它	(65.50)	(50.40)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>585.59</b>	<b>1,366.99</b>	<b>2,778.92</b>	<b>3,300.26</b>	<b>4,068.59</b>
资本支出	429.63	596.04	237.85	205.90	158.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(922.76)	(1,218.78)	(457.76)	(413.81)	(321.36)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(493.14)</b>	<b>(622.73)</b>	<b>(219.91)</b>	<b>(207.91)</b>	<b>(162.91)</b>
债权融资	621.01	2,383.94	2,683.94	2,783.94	2,833.94
股权融资	(18.17)	(74.93)	(119.16)	(111.88)	(105.22)
其他	(891.26)	(2,701.81)	(3,493.73)	(3,958.69)	(3,933.97)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(288.42)</b>	<b>(392.80)</b>	<b>(928.95)</b>	<b>(1,286.63)</b>	<b>(1,205.24)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(195.97)</b>	<b>351.46</b>	<b>1,630.06</b>	<b>1,805.72</b>	<b>2,700.44</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5,228.31</b>	<b>10,587.32</b>	<b>14,481.54</b>	<b>18,949.07</b>	<b>23,301.49</b>
营业成本	2,364.93	6,135.82	8,624.67	11,254.87	13,714.74
营业税金及附加	28.38	51.41	93.50	105.74	131.21
营业费用	765.32	1,095.58	1,404.71	1,857.01	2,306.85
管理费用	133.50	182.69	238.95	322.13	396.13
研发费用	142.94	169.55	217.22	284.24	349.52
财务费用	18.17	74.93	119.16	111.88	105.22
资产减值损失	73.81	(18.23)	10.00	18.00	12.00
公允价值变动收益	0.00	(1.07)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(11.39)	83.12	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,712.65</b>	<b>2,813.52</b>	<b>3,773.34</b>	<b>4,995.20</b>	<b>6,285.83</b>
营业外收入	1.27	0.91	0.97	1.05	0.98
营业外支出	21.70	49.05	20.00	18.00	29.02
<b>利润总额</b>	<b>1,692.22</b>	<b>2,765.38</b>	<b>3,754.31</b>	<b>4,978.25</b>	<b>6,257.79</b>
所得税	240.85	398.94	529.36	706.91	888.61
<b>净利润</b>	<b>1,451.37</b>	<b>2,366.44</b>	<b>3,224.95</b>	<b>4,271.34</b>	<b>5,369.18</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,451.37</b>	<b>2,366.44</b>	<b>3,224.95</b>	<b>4,271.34</b>	<b>5,369.18</b>
每股收益（元）	0.91	1.48	2.02	2.67	3.36

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	289.43%	102.50%	36.78%	30.85%	22.97%
营业利润	234.34%	64.28%	34.11%	32.38%	25.84%
归属于母公司净利润	235.75%	63.05%	36.28%	32.45%	25.70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.77%	42.05%	40.44%	40.60%	41.14%
净利率	27.76%	22.35%	22.27%	22.54%	23.04%
ROE	34.71%	41.17%	41.02%	39.33%	35.61%
ROIC	71.19%	65.74%	50.18%	58.27%	62.23%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	38.61%	47.48%	46.90%	40.51%	37.28%
净负债率	-3.55%	21.47%	-1.22%	-16.59%	-29.53%
流动比率	1.82	1.61	1.75	2.10	2.38
速动比率	1.12	1.12	1.27	1.56	1.83
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.91	3.30	3.00	3.27	3.21
存货周转率	4.34	4.96	5.04	5.27	5.32
总资产周转率	0.96	1.19	1.12	1.15	1.10
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.91	1.48	2.02	2.67	3.36
每股经营现金流	0.37	0.85	1.74	2.06	2.54
每股净资产	2.61	3.59	4.91	6.79	9.42
<b>估值比率</b>					
市盈率	87.27	53.52	39.27	29.65	23.59
市净率	30.29	22.04	16.11	11.66	8.40
EV/EBITDA	31.63	24.90	31.73	23.89	18.72
EV/EBIT	33.07	25.60	32.45	24.40	19.08

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com