

2020年08月03日

智飞生物 (300122.SZ)

20H1 业绩超市场预期，新冠疫苗弹性值得期待

■事件：智飞生物发布 2020 年半年报，公司实现营业收入 69.94 亿元，同比增长 38.80%；归母净利润 15.05 亿元，同比增长 31.18%；扣非归母净利润 15.13 亿元，同比增长 28.58%；业绩超市场预期。

■公司代理产品营收占比提升，毛利率与期间费用率同比下降。分季度看，公司 20Q2 营收同比增速为 58.79%（环比增加 43.92pct），归母净利润同比增速为 53.23%（环比增加 50.38pct），扣非净利润同比增速为 53.40%（环比增加 54.87pct），随着国内疫情影响的逐步消退，公司二季度业绩增速环比改善明显。20H1 公司整体毛利率为 38.47%（-2.70pct），期间费用率为 10.02%（-2.12pct），其中销售费用率 6.14%（-2.58pct）、管理费用率 1.32%（-0.26pct）、研发费用率 1.52%（+0.18pct）、财务费用率 1.04%（+0.54pct）；公司毛利率与期间费用率同比下降明显，这主要与代理产品销售占比进一步提升有关。

■三联苗库存消化基本完成，其他自主疫苗有望迎来放量。综合公司报表与母公司报表数据，预计公司自主疫苗 20H1 实现销售额约 3.5 亿元，同比下降约 35%。其中，根据公司公告及中检院批签发数据，三联苗 20H1 预计消化库存接近 100 万支，目前三联苗库存已消化完成；根据 CDE 披露数据，冻干无佐剂三联苗预计 2020 年申报上市，有望 2022 年获批上市。公司其他自主疫苗均升级优化完成并实现市场准入，目前预充式 MCV2、MPSV4、Hib 疫苗已分别准入 27、22、23 个省级单位。2020 年公司将加大上述疫苗品种的市场推广，根据中检院数据，20H1 公司预充式 MCV2、MPSV4、Hib 疫苗批签发量分别为 147 万、179 万、111 万支，同比增长 541%、292%、292%，预计上述疫苗下半年销售有望明显提速。

■HPV 疫苗放量驱动业绩增长，五价轮状疫苗市场替代可期。根据母公司报表数据，预计公司代理疫苗 20H1 实现销售额约 66.5 亿元，同比增长约 48%。根据中检院数据，20H1 公司代理四价和九价 HPV 疫苗分别批签发 366 万、216 万支，同比增长 30%、83%，预计实际销量合计约 600 万支。根据基础采购协议，预计 2020 年公司代理 HPV 疫苗销量有望达到 1200 万支。根据中检院数据，五价轮状疫苗 20H1 批签发量为 217 万支，同比增长 25%，预计实际销量约 200 万支；考虑到五价轮状疫苗的依从性及有效性优势，预计 2020 年销量有望达到 500 万支。其他疫苗方面，公司代理 23 价肺炎疫苗与甲肝灭活疫

公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 买入-A

维持评级

股价（2020-08-03） 190.10 元

交易数据

总市值(百万元)	304,160.00
流通市值(百万元)	166,483.69
总股本(百万股)	1,600.00
流通股本(百万股)	875.77
12个月价格区间	43.24/190.10 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	76.9	101.52	236.29
绝对收益	95.23	140.15	320.58

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

齐震

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090003
qizhen@essence.com.cn

相关报告

- 智飞生物：重组新冠疫苗获批临床，为疫情防控贡献力量/马帅 2020-06-23
- 智飞生物：20Q1 业绩实现稳健增长，重磅品种未来放量可期/马帅 2020-04-28
- 智飞生物：2019 年业绩符合预期，重磅品种即将获批上市/马帅 2020-04-21
- 智飞生物：智飞生物系列深度二之结核专题：预防微卡与 EC 诊断获批在即，助力公司业绩估值双提升/马帅 2020-04-10
- 智飞生物：20Q1 业绩略超市场预期，预防微卡与 EC 诊断获批在即/马帅 2020-04-09

苗 20H1 均无批签发记录，但综合公司公告及中检院批签发数据，预计公司库存可维持终端销售正常。

■ **公司研发管线逐步进入兑现期，新冠疫苗未来业绩弹性值得期待。**

根据公司公告，公司 EC 诊断试剂于 2020 年 4 月 24 日获批上市，目前已完成海南、江西 2 个省份的市场准入；预防微卡已完成技术审评，预计有望近期获批上市；公司目前正在积极推进上述产品的市场准入，有望逐步迎来业绩兑现期。根据公司公告，公司与微生物所合作研发的新冠亚单位疫苗正在开展 I 期、II 期临床，目前临床研究进展顺利。在全球疫情持续蔓延的情况下，新冠疫苗未来市场空间值得期待；根据我们已发布深度报告测算，预计国内新冠疫苗市场空间高达 336-672 亿元，按净利率 50% 计算，对应利润空间为 168-336 亿元；预计出口市场空间为 125-187 亿元，按净利率 40% 计算，对应利润空间为 50-75 亿元。重组亚单位疫苗具有成本低、产能大的特点，未来新冠疫苗有望为公司带来显著业绩弹性。此外，根据公司公告及 CDE 披露数据，公司三代狂犬疫苗、四价流感疫苗、23 价肺炎疫苗等品种正在开展 III 期临床，15 价肺炎结合疫苗即将进入 III 期临床，四价流脑结合疫苗 II 期临床基本完成，公司后续在研品种有望在 2022-2023 年陆续迎来上市。

■ **投资建议：** 买入-A 投资评级。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入增速分别为 43.1%、25.9%、16.0%，净利润增速分别为 40.9%、29.2%、22.7%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：** 疫苗安全事故风险，行业政策风险，产品市场推广及研发进度不及预期，新生儿人口大幅下滑风险，新冠肺炎疫情影响疫苗供给风险等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,228.3	10,587.3	15,152.2	19,076.2	22,128.7
净利润	1,451.4	2,366.4	3,334.0	4,307.3	5,286.4
每股收益(元)	0.91	1.48	2.08	2.69	3.30
每股净资产(元)	2.61	3.59	4.72	6.12	7.87
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	209.6	128.5	91.2	70.6	57.5
市净率(倍)	72.7	52.9	40.3	31.0	24.2
净利润率	27.8%	22.4%	22.0%	22.6%	23.9%
净资产收益率	34.7%	41.2%	44.2%	44.0%	42.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
ROIC	71.2%	65.7%	51.8%	67.2%	70.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,228.3	10,587.3	15,152.2	19,076.2	22,128.7	成长性					
减:营业成本	2,364.9	6,135.8	8,962.6	10,790.3	11,712.8	营业收入增长率	289.4%	102.5%	43.1%	25.9%	16.0%
营业税费	28.4	51.4	75.8	95.4	110.6	营业利润增长率	234.3%	64.3%	39.2%	29.0%	22.7%
销售费用	765.3	1,095.6	1,469.8	2,289.1	3,171.0	净利润增长率	235.8%	63.0%	40.9%	29.2%	22.7%
管理费用	133.5	182.7	581.8	724.9	885.1	EBITDA 增长率	251.5%	65.7%	27.5%	27.2%	20.8%
财务费用	18.2	74.9	112.2	95.0	37.5	EBIT 增长率	277.6%	68.5%	28.3%	27.8%	21.1%
资产减值损失	73.8	-18.2	34.3	30.0	15.4	NOPLAT 增长率	246.5%	66.5%	39.7%	27.9%	21.1%
加:公允价值变动收益	-	-1.1	-	-	-	投资资本增长率	80.3%	77.2%	-1.4%	16.3%	25.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	42.3%	37.5%	31.4%	29.8%	28.4%
营业利润	1,712.6	2,813.5	3,915.7	5,051.5	6,196.3	利润率					
加:营业外净收支	-20.4	-48.1	-25.4	-31.3	-34.9	毛利率	54.8%	42.0%	40.8%	43.4%	47.1%
利润总额	1,692.2	2,765.4	3,890.4	5,020.2	6,161.3	营业利润率	32.8%	26.6%	25.8%	26.5%	28.0%
减:所得税	240.9	398.9	556.3	712.9	874.9	净利润率	27.8%	22.4%	22.0%	22.6%	23.9%
净利润	1,451.4	2,366.4	3,334.0	4,307.3	5,286.4	EBITDA/营业收入	37.2%	30.5%	27.1%	27.4%	28.6%
						EBIT/营业收入	35.6%	29.6%	26.6%	27.0%	28.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	57	34	24	18	14
						流动营业资本周转天数	87	106	103	92	105
						流动资产周转天数	238	217	232	223	215
						应收帐款周转天数	96	111	119	109	113
						存货周转天数	83	73	80	84	72
						总资产周转天数	376	302	321	312	284
						投资资本周转天数	201	177	157	134	140
						投资回报率					
						ROE	34.7%	41.2%	44.2%	44.0%	42.0%
						ROA	21.3%	21.6%	20.7%	25.3%	29.4%
						ROIC	71.2%	65.7%	51.8%	67.2%	70.0%
						费用率					
						销售费用率	14.6%	10.3%	9.7%	12.0%	14.3%
						管理费用率	2.6%	1.7%	3.8%	3.8%	4.0%
						财务费用率	0.3%	0.7%	0.7%	0.5%	0.2%
						三费/营业收入	17.5%	12.8%	14.3%	16.3%	18.5%
						偿债能力					
						资产负债率	38.6%	47.5%	53.1%	42.4%	29.9%
						负债权益比	62.9%	90.4%	113.1%	73.6%	42.6%
						流动比率	1.82	1.61	1.35	1.73	2.68
						速动比率	1.12	1.12	0.85	1.08	1.87
						利息保障倍数	102.51	41.89	35.91	54.16	166.43
						分红指标					
						DPS(元)	0.50	-	0.96	1.29	1.56
						分红比率	55.1%	0.0%	45.9%	47.8%	47.3%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,451.4	2,366.4	3,334.0	4,307.3	5,286.4	EPS(元)	0.91	1.48	2.08	2.69	3.30
加:折旧和摊销	93.0	96.6	85.7	85.7	85.7	BVPS(元)	2.61	3.59	4.72	6.12	7.87
资产减值准备	73.8	86.2	-	-	-	PE(X)	209.6	128.5	91.2	70.6	57.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	72.7	52.9	40.3	31.0	24.2
财务费用	24.9	75.3	112.2	95.0	37.5	P/FCF	2,213.1	248.1	84.1	123.9	152.2
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	58.2	28.7	20.1	15.9	13.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	31.6	24.9	73.7	57.7	47.7
营运资金的变动	-917.1	-1,115.6	-2,013.4	-1,241.4	-1,261.3	CAGR(%)	43.7%	30.7%	97.6%	43.7%	30.7%
经营活动产生现金流量	585.6	1,367.0	1,518.5	3,246.7	4,148.3	PEG	4.8	4.2	0.9	1.6	1.9
投资活动产生现金流量	-493.1	-622.7	-	-	-	ROIC/WACC	6.8	6.3	5.0	6.4	6.7
融资活动产生现金流量	-288.4	-392.8	-1,456.5	-2,932.8	-3,904.1	REP	2.4	1.9	9.3	6.1	4.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

马帅、齐震声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn	
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn	
	深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
		侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
胡珍		深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn	
范洪群		深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	
喻聪		深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn	
马田田		深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034