智飞生物（300122）

Q3 业绩超预期，新冠疫苗研发快速推进

买入（维持）

2020 年 10 月 18 日

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,587	14,167	19,319	24,147
同比（%）	102.5%	33.8%	36.4%	25.0%
归母净利润（百万元）	2,366	3,331	4,281	5,610
同比（%）	63.0%	40.8%	28.5%	31.1%
每股收益（元/股）	1.48	2.08	2.68	3.51
P/E（倍）	109.50	77.79	60.54	46.19

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 三季报，前三季度实现营业收入 110.5 亿元，同比增长 44.1%；实现归母净利润 24.8 亿元，同比增长 40.6%；实现扣非后归母净利润 24.8 亿元，同比增长 38.1%。

- **Q3 业绩略超预期，代理品种放量显著：**2020Q3 单季度，公司实现营收 40.6 亿元，同比增长 54.4%，实现归母净利润 9.7 亿元，同比增长 58.1%，Q3 业绩略超市场预期。**核心产品方面：**1）HPV 疫苗：9 价 HPV 疫苗前三季度批签发 459 万支（+144%），4 价 HPV 疫苗前三季度批签发 463 万支（+10%），我们预计前三季度 HPV 疫苗合计销售 800 万支左右；2）5 价轮状：前三季度批签发 301 万支（+0.6%），我们预计前三季度销售 350 万支左右；公司核心代理品种快速放量，带动 Q3 业绩略超预期。**期间费用方面：**2020 前三季度销售费用率为 7.4%，同比减少 1.8 个百分点；管理费用率为 1.3%，同比减少 0.4 个百分点；研发费用率为 2.0 个百分点，同比增加 0.6 个百分点。

- **新冠疫苗国内处于第一梯队，看好重组蛋白技术路线上市可能及未来市场表现：**在新冠疫苗研发进度方面，公司与微生物所合作的重组蛋白新冠疫苗已经完成临床二期，在国内公司的研发进度公司仅次于科兴生物、中生集团和康希诺，属于国内第一梯队。在产能和成本方面，重组蛋白新冠疫苗不需要高等级实验室，通过工程化细胞株进行工业化生产，产能高，成本低，具有较强的可及性。

- **在研产品管线不断推进，逐步向“代理+自产”双驱动良性发展：**1）微卡疫苗：即将获批，国内结核病市场空间巨大，重点看好微卡疫苗上市后给公司带来的业绩增量；2）15 价肺炎疫苗：一期临床已完成，预计 2020 年启动三期临床入组，该产品目前为国内最高价，预计为 10 亿净利润量级产品；3）人二倍体狂犬：预计 2020 年完成三期临床，有望在 2021 年报产；4）四价流感疫苗：目前处于临床三期阶段，预计 2021 年有望报产；5）四价流脑结合：二期临床完成，2020 年完成三期临床。

- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑新冠疫苗，我们预计 2020-2022 年公司业绩分别为 33.3/42.8/56.1 亿元，对应当前估值为 78/61/46 倍，考虑到公司在研产品管线丰富，新冠疫苗研发持续推进，维持“买入”评级。

- **风险提示：**研发失败的风险；代理业务被取消的风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	161.96
一年最低/最高价	42.76/193.59
市净率(倍)	34.90
流通 A 股市值(百万元)	145823.77

基础数据

每股净资产(元)	4.64
资产负债率(%)	53.32
总股本(百万股)	1600.00
流通 A 股(百万股)	900.37

相关研究

1、《智飞生物（300122）：Q2 略超预期，新冠疫苗处于国内第一梯队》2020-08-03
2、《智飞生物（300122）：HPV 疫苗维持快速增长，新产品上市可期》2020-04-21
3、《智飞生物（300122）：业绩增长符合预期，新品种即将上市值得期待》2020-03-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

智飞生物三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**8,167**	**14,720**	**21,537**	**23,136**
现金	1,150	7,622	9,191	11,266
应收账款	4,437	4,144	7,557	7,068
存货	2,484	2,839	4,648	4,633
其他流动资产	95	116	141	169
非流动资产	**2,776**	**4,447**	**6,290**	**7,364**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,037	2,622	4,265	5,176
在建工程	947	1,048	1,231	1,364
无形资产	455	472	493	518
其他非流动资产	337	306	302	305
资产总计	**10,942**	**19,167**	**27,827**	**30,500**
流动负债	**5,072**	**10,767**	**15,604**	**13,231**
短期借款	2,384	7,692	10,951	8,484
应付账款	2,213	2,576	4,160	4,191
其他流动负债	475	499	493	556
非流动负债	**123**	**121**	**120**	**121**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	123	121	120	121
负债合计	**5,195**	**10,888**	**15,724**	**13,352**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5,747	8,279	12,103	17,148
负债和股东权益	**10,942**	**19,167**	**27,827**	**30,500**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,367	3,943	1,140	6,743
投资活动现金流	-623	-1,819	-2,068	-1,381
筹资活动现金流	-393	4,348	2,497	-3,287
现金净增加额	352	6,471	1,570	2,075
折旧和摊销	97	137	240	320
资本开支	573	1,695	1,838	1,069
营运资本变动	-1,256	306	-3,670	569

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**10,587**	**14,167**	**19,319**	**24,147**
减:营业成本	6,136	7,651	10,761	13,341
营业税金及附加	51	113	132	151
营业费用	1,096	1,558	2,048	2,535
管理费用	183	850	1,082	1,328
财务费用	75	158	305	256
资产减值损失	-18	0	0	0
加:投资净收益	0	10	10	10
其他收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	**2,814**	**3,847**	**5,001**	**6,544**
加:营业外净收支	-48	-17	-23	-27
利润总额	**2,765**	**3,829**	**4,978**	**6,517**
减:所得税费用	399	498	697	907
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**2,366**	**3,331**	**4,281**	**5,610**
EBIT	2,875	4,003	5,290	6,799
EBITDA	2,972	4,140	5,530	7,119

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.48	2.08	2.68	3.51
每股净资产(元)	3.59	5.17	7.56	10.72
发行在外股份(百万股)	1600	1600	1600	1600
ROIC(%)	29.9%	21.7%	19.7%	22.8%
ROE(%)	41.2%	40.2%	35.4%	32.7%
毛利率(%)	42.0%	46.0%	44.3%	44.8%
销售净利率(%)	22.4%	23.5%	22.2%	23.2%
资产负债率(%)	47.5%	56.8%	56.5%	43.8%
收入增长率(%)	102.5%	33.8%	36.4%	25.0%
净利润增长率(%)	63.0%	40.8%	28.5%	31.1%
P/E	109.50	77.79	60.54	46.19
P/B	45.09	31.30	21.41	15.11
EV/EBITDA	87.64	62.64	47.19	36.02

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