


智飞生物(300122.SZ)

【联讯证券公司事件点评】智飞生物：中期业绩基本符合预期，上半年存货和新批签疫苗基本锁定全年业绩高增长

2019 年 07 月 03 日

事项：

买入(首次评级)

当前价：44.76 元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

相关研究

评论：

业绩基本符合预期，二季度疫苗批签发恢复明显

公司预告上半年归母净利润区间 10.58-12.62 亿元，第二季度利润区间为 5.56-7.60 亿元，利润中位数 6.58 亿元，按中位数计算，第二季度环比增长约 31.0%，同比增长约 55.5%，中报业绩基本符合预期。我们预计下半年业绩将略微加速，全年业绩前低后高，主要理由是一季度公司疫苗批签发量处于低谷，二季度 4-6 月份疫苗批签发进入稳定常态，重磅自产 AC-Hib 疫苗 4-6 月平均月均批签发 95 万剂，四价/九价 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗，23 价肺炎多糖疫苗也有较大数量批签发，奠定了下半年销售基础。

上半年存货和新批签发疫苗货值基本锁定全年业绩高增长

公司一季度存货和上半年新批签发疫苗基本锁定全年业绩。2019Q1 公司在实现历史最高单季度销售额（22.9 亿元）的基础上，季度末仍然有 21 亿元的存货，我们判断大部分为代理产品 HPV 疫苗和五价轮状病毒疫苗，假设代理产品存货 18 亿元，自产疫苗产品 2 亿元，其余为原材料和在产品，则一季度末代理产品存货可支撑约 30 亿的销售（代理产品存货以购入成本计入存货，40%左右的销售毛利率）；第二季度（截止 6 月 23 日批签发数据）自产疫苗 AC-Hib 疫苗合计新批签发 289.7 万剂，四价 HPV 疫苗 147 万剂，九价 HPV 疫苗 118 万剂，五价轮状病毒疫苗 140.5 万剂，另其他 ACYW135 多糖疫苗、Hib 结合疫苗和 23 家肺炎多糖疫苗都有批签发，二季度全部疫苗批签发货值约 38.43 亿元；一季末存货叠加第二季度新批签发合计可以支撑今年 Q2-Q4 约 70 亿左右的销售额，即使不考虑下半年疫苗批签发，基本锁定全年约 90 亿元销售额（加 Q1 销售额 22.9 亿元）。

重磅 EC 诊断试剂及预防性微卡逐渐进入收获期

我国结核杆菌带菌人群数量庞大，传统结核杆菌筛查方法难以区分是真实感染者还是卡介苗接种维持阳性和转阴者，筛查假阳性较多，难以保障大规模筛查的可靠性，公司在研 EC 诊断试剂恰好可以解决筛查假阳痛点；另外，预防用微卡（母牛分枝杆菌疫苗）可以用于高危人群预防用，可以有效降低结核病发病率，也是国内外首个完成 III 期临床试验的结核感染人群用疫苗，目前已经处于申报生产阶段。公司已经形成结核病筛查和预防完整产品线，预防用微卡有望年内获批，逐渐进入收获期。

盈利预测与投资评级

暂不考虑预防用微卡业绩贡献，我们预测 2019-2020 年，公司营业收入为 112.6/157.7/193.3 亿元，分别同比增 115.3%/40.0%/22.6%；归母净利润分别为



27.8/36.8/46.7 亿元, 分别同比增 91.5%/32.5%/26.9%; 对应每股 EPS 为 1.74/2.30/2.92 元, 当前收盘价 (44.76 元/股) 对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 25.8/19.5/15.3 倍; 公司未来三年净利润高速增长, 首次给予“买入”评级。

◇ 风险提示

疫苗质量事故; 4\9 价 HPV 疫苗进口量不及预期; 三联苗再注册及预防用微卡上市审批慢于预期。



附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	46.2	78.0	113.4	145.2	经营活动现金流	5.9	3.0	15.7	30.9
现金	7.7	7.5	14.2	22.5	净利润	14.5	27.8	36.8	46.7
应收账款和票据	19.8	45.0	66.2	83.1	折旧摊销	0.7	1.0	1.0	1.1
其它应收款	0.6	0.6	0.6	0.6	财务费用	0.2	0.4	-0.1	-0.1
预付账款	0.2	0.2	0.2	0.2	投资损失	0.7	0.8	0.0	0.5
存货	17.8	22.5	31.5	38.7	营运资金变动	-14.7	-25.9	-19.8	-18.7
其他	0.0	2.1	0.7	0.0	其它	4.5	-1.0	-2.3	1.4
非流动资产	21.9	23.8	26.7	23.5	投资活动现金流	-4.9	-3.3	-2.9	-2.8
在建工程	5.9	7.4	8.9	10.4	资本支出	-4.8	-3.0	-3.0	-3.0
固定资产	9.3	9.9	10.4	10.8	长期投资	-0.1	-0.3	0.1	0.2
无形资产	2.5	2.5	2.4	2.3	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	4.2	4.0	5.0	0.0	筹资活动现金流	-2.9	0.1	-6.1	-19.7
资产总计	68.1	101.7	140.1	168.7	短、长期借款	3.6	8.8	5.0	-5.0
流动负债	25.4	38.5	53.9	54.3	分配股利和利息	-2.3	-8.0	-11.1	-14.7
短期借款	6.2	15.0	20.0	15.0	其他	-4.2	-0.7	0.0	0.0
应付账款	16.5	20.5	30.9	36.3	现金净增加额	-1.9	-0.2	6.7	8.4
其他	2.7	3.0	3.0	3.0					
非流动负债	0.9	0.9	0.9	0.9	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	0.9	0.9	0.9	0.9	营业收入	290.3%	115.3%	40.0%	22.6%
负债合计	26.3	39.4	54.8	55.2	营业利润	235.3%	90.9%	31.1%	27.5%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	234.9%	91.5%	32.5%	26.9%
归属母公司股东权益	41.8	62.3	85.2	113.5	获利能力				
负债和股东权益	68.1	101.7	140.1	168.7	毛利率	54.9%	44.9%	41.0%	43.4%
					净利率	27.7%	24.7%	23.3%	24.2%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	3.7%	4.7%	4.6%	4.4%
营业收入	52.3	112.6	157.7	193.3	ROIC	32.0%	37.5%	35.7%	37.0%
营业成本	23.6	62.1	93.1	109.4	偿债能力				
营业税金及附加	0.3	0.5	0.8	1.0	资产负债率	38.6%	38.7%	39.1%	32.7%
营业费用	7.7	13.5	17.3	23.2	净负债比率	62.9%	63.3%	64.3%	48.6%
管理费用	2.7	2.5	3.5	4.5	流动比率	1.82	2.02	2.10	2.67
财务费用	0.2	0.4	-0.1	-0.1	速动比率	1.12	1.44	1.52	1.96
资产减值损失	0.7	0.8	0.0	0.5	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.96	1.33	1.30	1.25
投资净收益	0.1	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	3.90	3.47	2.83	2.59
营业利润	17.2	32.8	43.0	54.9	应付账款周转率	1.96	3.08	3.44	3.12
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
营业外支出	0.2	0.5	0.2	0.5	每股收益	0.91	1.74	2.30	2.92
利润总额	17.0	32.3	42.8	54.4	每股经营现金	2.61	3.90	5.33	7.10
所得税	2.4	4.6	6.0	7.7	每股净资产	0.37	0.19	0.98	1.93
净利润	14.5	27.8	36.8	46.7	估值比率				
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	49.4	25.8	19.5	15.3
归属母公司净利润	14.5	27.8	36.8	46.7	P/B	17.1	11.5	8.4	6.3
EBITDA	18.2	33.7	43.8	55.3	EV/EBITDA	39.7	21.7	16.8	13.2
EPS（元）	0.91	1.74	2.30	2.92					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015 年 11 月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com