

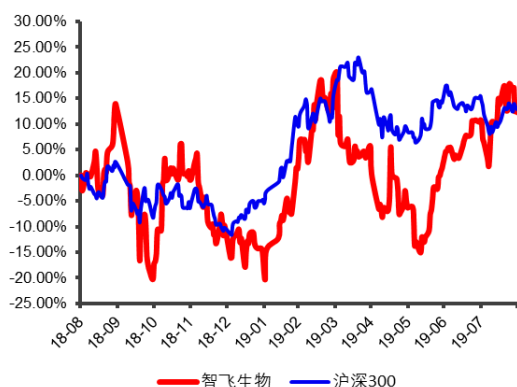
2019 年 9 月 2 日

智飞生物 (300122): 业绩持续高增长, 研发进展顺利
推荐 (维持)
医药生物
当前股价: 47.79 元
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,228	10,585	13,844	16,579
(+/-)	289.4%	102.5%	30.8%	19.8%
营业利润	1,713	2,985	3,999	4,898
(+/-)	234.3%	74.3%	34.0%	22.5%
归属母公司净利润	1,451	2,559	3,430	4,202
(+/-)	235.8%	76.3%	34.0%	22.5%
EPS (元)	0.91	1.60	2.14	2.63
市盈率	52.7	29.9	22.3	18.2

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	160000 / 87577
流通市值 (亿元)	418.5
每股净资产 (元)	2.83
资产负债率 (%)	50.1

股价表现 (最近一年)

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

 邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **公司业绩符合预期。**公司 2019 上半年实现营业收入 50.39 亿元, 同比增长 143.19%; 归属于上市公司股东净利润 11.47 亿元, 同比增长 68.08%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 11.77 亿元, 同比增长 71.85%, 对应 EPS 0.72 元。其中, 其中 Q2 单季营收 27.45 亿元, 同比增长 122.54%; 归属于上市公司股东净利润 6.45 亿元, 同比增长 52.55%。公司业绩保持高增长, 符合预期。

● **三联苗受再注册影响增速短期放缓。**公司自主产品二类苗共计实现营收 5.75 亿元, 同比增长 2.01%; 核心子公司智飞绿竹实现净利润 2.06 亿元, 同比增长-18.72%, 主要是加大研发投入所致; 报告期内, 公司三联苗批签发量达到 298.64 万支, 同比增长 6.82%, 预计实际销量在 220 万支左右; 因 AC-Hib 疫苗再注册申请尚未获批而暂停生产, 公司现有存货有限, 三联苗批签发量增长较为平缓。合理乐观预计公司三联苗在年内有望获得再注册批件, 公司新的冻干剂型三联苗即将申报生产有望于 2020 年正式获批上市, 届时产品全面升级, 有望显著增厚公司利润。

● **九价 HPV 疫苗持续快速放量。**报告期内, 公司代理的二类苗实现营收 44.23 亿元, 同比增长 200.98%; 毛利率为 33.98%, 同比下降 11.26%, 主要系较低毛利率的九价疫苗占比提升所致。报告期内, 公司四价 HPV 疫苗批签发量达 282 万支 (+7.56%), 九价 HPV 疫苗批签发量达 118 万支, 二者合计实现销量预计在 300 万支左右, 当前 HPV 疫苗仍处于供不应求状态, 九价 HPV 疫苗持续放量, 九价 HPV 疫苗单价和毛利更高, 对公司利润增厚更为明显。报告期内, 五价轮状疫苗批签发量

达 174 万支，销售情况良好，下半年有望进一步放量。公司代理产品贡献收入占比接近 90%，利润占比接近 80%，代理产品市场需求旺盛，随着销售队伍的扩充及消费渠道的下沉，代理二类苗将持续推动公司业绩保持高增长。

● **销售费用增加，研发进展顺利。**报告期内，公司销售费用为 4.39 亿元（+49.40%），销售费用率为 8.72%（-5.48pp），主要系销售团队的扩充和推广力度的加大。2019 上半年，公司研发投入为 1.02 亿元，同比增长 105.53%，研发力度持续加大。报告期内，重组结核杆菌融合蛋白（EC）和母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）两项产品已完成临床研究现场核查和 CDE 药品审评专家咨询会，正在申请药品上市许可，两项产品预计均可在下半年获批。报告期内，肠道病毒 71 型灭活疫苗和四价重组诺如病毒疫苗均获得临床试验通知书，公司在研品种持续丰富。

● **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 25.59 亿元、34.30 亿元、42.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.60 元、2.14 元、2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 29.9/22.3/18.2 倍，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**三联苗恢复生产不及预期的风险；核心产品销售不达预期的风险；新产品获批进度不达预期的风险；疫苗行业安全性风险等。

表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	5,228	10,585	13,844	16,579
货币资金	769	629	1,697	3,793	营业成本	2,365	5,492	7,277	8,716
应收款	2,038	3,822	4,615	5,066	营业税金及附加	28	28	28	28
存货	1,784	3,509	4,245	4,358	销售费用	765	1,482	1,827	2,155
其他流动资产	24	25	26	27	管理费用	134	265	318	381
流动资产合计	4,616	7,985	10,583	13,244	财务费用	18	35	34	-4
非流动资产：					费用合计	917	1,781	2,180	2,533
可供出售金融资产	50	60	70	80	资产减值损失	74	75	80	85
固定资产+在建工程	1,525	1,736	1,976	2,242	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	271	300	320	350	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	347	350	370	400	营业利润	1,713	2,985	3,999	4,898
非流动资产合计	2,194	2,446	2,736	3,072	加：营业外收入	1	2	2	3
资产总计	6,810	10,431	13,319	16,315	减：营业外支出	22	11	13	14
流动负债：					利润总额	1,692	2,976	3,988	4,887
短期借款	621	1,000	900	800	所得税费用	241	417	558	684
应付账款、票据	1,653	2,746	3,032	2,905	净利润	1,451	2,559	3,430	4,202
其他流动负债	262	280	300	320	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	2,536	4,026	4,232	4,025	归母净利润	1,451	2,559	3,430	4,202
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	94	100	120	150	成长性				
非流动负债合计	94	100	120	150	营业收入增长率	289.4%	102.5%	30.8%	19.8%
负债合计	2,629	4,126	4,352	4,175	营业利润增长率	234.3%	74.3%	34.0%	22.5%
所有者权益					归母净利润增长率	235.8%	76.3%	34.0%	22.5%
股本	1,600	1,600	1,600	1,600	总资产增长率	65.9%	53.2%	27.7%	22.5%
资本公积金	208	208	208	208	盈利能力				
未分配利润	2,098	3,966	6,285	9,038	毛利率	54.8%	48.1%	47.4%	47.4%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	32.8%	28.2%	28.9%	29.5%
所有者权益合计	4,181	6,305	8,967	12,140	三项费用/营收	17.5%	16.8%	15.7%	15.3%
负债和所有者权益	6,810	10,431	13,319	16,315	EBIT/销售收入	0.0%	28.6%	29.2%	29.8%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	27.8%	24.2%	24.8%	25.3%
净利润	1451	2559	3430	4202	ROE	34.7%	40.6%	38.3%	34.6%
折旧与摊销	93	89	110	134	营运能力				
财务费用	25	35	34	-4	总资产周转率	76.8%	101.5%	103.9%	101.6%
存货的减少	-1169	-1725	-736	-113	资产结构				
营运资本变化	124	-690	-506	-578	资产负债率	38.6%	39.6%	32.7%	25.6%
其他非现金部分	61	-8	-1	-11	现金流质量				
经营活动现金净流量	586	260	2330	3631	经营净现金流/净利润	0.40	0.10	0.68	0.86
投资活动现金净流量	-493	-310	-360	-410	每股数据（元/股）				
筹资活动现金净流量	-288	-91	-901	-1125	每股收益	0.91	1.60	2.14	2.63
现金流量净额	-194	-141	1,069	2,096	每股净资产	2.61	3.94	5.60	7.59

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>