

核心产品批签发符合预期，研发管线有实质推进

——智飞生物 (300122.SZ) 三季度业绩预告点评

公司简报

◆事件:

公司公布 2019 年三季度业绩预告: 预计前三季度实现归母净利润 16.52~18.69 亿元, 同比增长 52%~72%。其中 Q3 单季实现归母净利润 5.05~7.22 亿元, 同比增长 24.85%~78.61%。Q3 非经常性损益影响约为 -3500 万元, 扣非后预计净利润同比增长 54.03%~73.87% (中值 63.95%)。业绩符合预期。

◆点评:

预计九价 HPV 和五价轮状大幅增长, 三联苗维持稳定。19 年 Q1~Q3 四价 HPV 疫苗批签发 396.81 万支, 同比基本持平; 九价 HPV 疫苗批签发 187.65 万支, 同比大幅增长 515%; 五价轮状疫苗批签发 299.21 万支, 同比大幅增长 3462%, 九价 HPV 和五价轮状疫苗是拉动业绩的最大因素。根据我们对上海、杭州、南京、长沙、广州、南昌、郑州等多地草根调研情况看, 截至目前, HPV 疫苗终端仍然存在巨大供需缺口, 4 价需提前 3~12 个月预约, 9 价至少排队半年以上。公司完成基础采购额为大概率事件, 不排除增加采购额的可能性。自主产品三联苗 Q1~Q3 批签发 428 万支, 同比下滑 11%, 但今年批签发主要集中于 4 月份之后, 7 月份获批 129 万支, 我们预计已生产的三联苗水剂不影响正常批签发。公司冻干三联苗已提交报产申请, 有望明年下半年获批, 预计 19-20 年三联苗销售保持平稳。

大力推进自主研发, 自主管线梯队渐次丰富。公司今年以来在研管线有实质推进。截至目前, 预防用微卡和 EC 检测试剂盒均已完成临床和药学技术审评, 即将进入药理毒理审评, 预计将于今年底或明年获批上市, 有望接棒 AC-Hib 三联苗成为公司自主疫苗新的驱动力; 23 价肺炎疫苗 3 期临床已完成招募; 四价流感病毒裂解疫苗正在进行 3 期临床患者招募; 冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞) 已进入 3 期临床阶段; 组分百白破、肠道病毒 71 型灭活疫苗、四价重组诺如病毒疫苗 (毕赤酵母) 新获批临床试验, 其他在研项目稳步推进 (具体见表 1), 自主管线梯队渐次丰富。

◆盈利预测与评级: 公司非公开发行 1 亿股于 9 月 19 日获证监会核准批复, 第二期员工持股计划于 7 月 30 日完成购买, 成交均价为 41.27 元/股, 金额 66 亿元, 彰显长期发展信心。维持预测 19-21 年 EPS 1.53/2.22/2.45 元, 现价对应 19-21 年 PE 为 31/21/19 倍。维持“买入”评级。

◆风险提示: 冻干三联苗获批进度低于预期; 代理协议到期。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,343	5,228	12,832	19,792	23,751
营业收入增长率	201.06%	289.43%	145.43%	54.24%	20.00%
净利润 (百万元)	432	1,451	2,456	3,548	3,919
净利润增长率	1229.25%	235.75%	69.21%	44.48%	10.45%
EPS (元)	0.27	0.91	1.53	2.22	2.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.72%	34.71%	42.08%	43.50%	38.05%
P/E	173	52	31	21	19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 08 日

买入 (维持)

当前价: 46.85 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

经煜基 (执业证书编号: S0930517050002)
021-52523870
jingys@ebsecn.com

联系人

王明瑞
wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

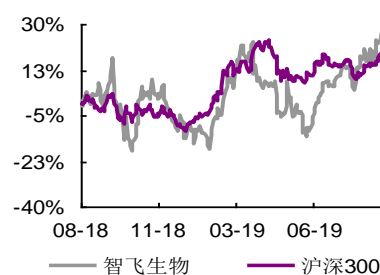
总股本(亿股): 16.00

总市值(亿元): 749.60

一年最低/最高(元): 32.90/53.29

近 3 月换手率: 35.29%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.44	5.95	-9.00
绝对	-11.25	6.87	7.61

资料来源: Wind

相关研报

业绩高速增长符合预期, 大力推进自主研发——智飞生物 (300122.SZ) 2019 年中报点评……………2019-08-31
HPV 疫苗需求旺盛, 自主大品种微卡获批在即——智飞生物 (300122.SZ) 2019 年半年度业绩预告点评……………2019-07-04
HPV 疫苗驱动高增长, 自产疫苗梯队逐步丰富——智飞生物 (300122.SZ) 2019 年一季报点评……………2019-04-30

表 1: 公司进入注册程序的研发项目 (截至 2019Q3)

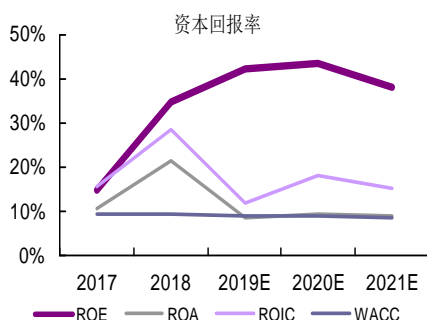
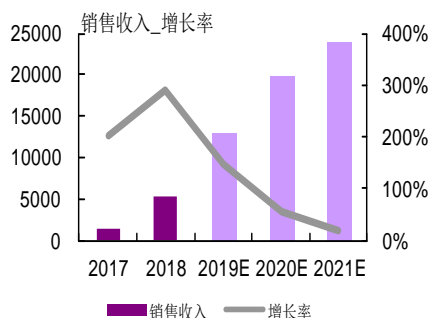
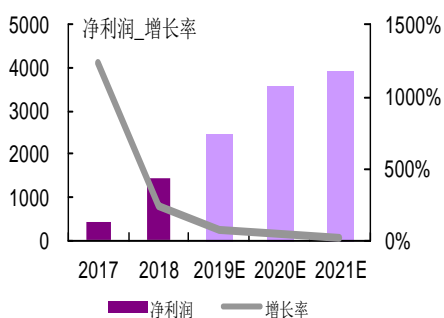
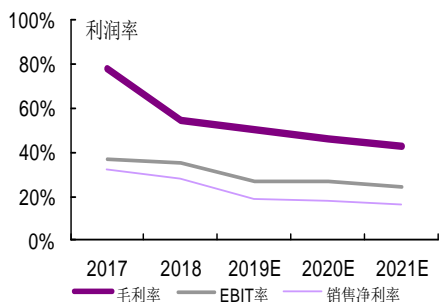
注册阶段	药品名称	注册分类	功能主治	进展情况
药品上市 许可申请	母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用)	预防类生物制品 1 类	用于预防潜伏性结核分枝杆菌感染者发生结核病	完成临床研究现场核查和 CDE 药品审评专家咨询会, 专业审评中
	重组结核融合蛋白 (EC)	治疗用生物制品 1 类	用于结核杆菌感染筛查; 可与结核菌素纯蛋白衍生物(PPD)联用, 主要用于鉴别卡介苗接种与结核杆菌感染; 区分卡介苗接种后阴转或未感染结核杆菌、卡介苗接种后维持阳性、结核杆菌感染这三类人群, 以便给不同类型人群分别接种不同类型疫苗; 结核病的临床辅助诊断。	完成临床研究现场核查和 CDE 药品审评专家咨询会, 专业审评中
临床 试验	流感病毒裂解疫苗	预防类生物制品 15 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗流感病毒免疫力, 用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	获得临床研究总结报告
	23 价肺炎球菌多糖疫苗	预防类生物制品 9 类	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	完成临床试验现场工作, 临床血清检测中
	冻干重组结核疫苗 (AEC/BC02)	预防类生物制品 1 类	用于预防潜伏性结核分枝杆菌感染者发生结核病	完成 Ia 期临床试验; Ib 期临床试验准备中
	15 价肺炎球菌结合疫苗	预防类生物制品 7 类	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	I 期临床试验
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	预防类生物制品 1 类	预防志贺氏菌引起的感染性疾病。	临床试验进行中
	ACYW135 群流脑结合疫苗	预防类生物制品 7 类	预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病。	临床试验进行中
	四价流感裂解疫苗	预防类生物制品 15 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗流感病毒免疫力, 用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	III 期临床试验
	皮内注射用卡介苗 (BCG)	预防类生物制品 15 类	用于 PPD 及重组结核融合蛋白 (EC) 试验阴性者预防结核病。	I 期临床试验准备中
	卡介苗纯蛋白衍生物 (BCG-PPD)	治疗类生物制品 15 类	用于卡介苗接种对象的选择及卡介苗接种后机体免疫反应的监测、结核病流行病学调查、结核感染人群的筛查以及临床疑似结核病人诊断。	I 期临床试验准备中
	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	预防用生物制品 9 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗狂犬病病毒免疫力, 用于预防狂犬病。	III 期临床试验
	肠道病毒 71 型灭活疫苗	预防类生物制品 1 类	预防 EV71 感染引起的疾病。	临床试验准备中
	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	预防类生物制品 15 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗狂犬病病毒免疫力, 用于预防狂犬病。	临床试验准备中
	四价重组诺如病毒疫苗 (毕赤酵母)	预防类生物制品 1 类	预防诺如病毒感染引起急性胃肠炎。	临床试验准备中
	组份百白破疫苗	预防类生物制品 4 类	预防百日咳、白喉和破伤风杆菌引起的疾病。	获得临床许可
	申请临床	ACYW135 群脑膜炎球菌 (结合) b 型流感嗜血杆菌 (结合) 联合疫苗	预防类生物制品 7 类	预防脑膜炎球菌和 Hib 引起的感染性疾病。

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 2: 公司临床前研发项目进展 (截至 2019Q3)

序号	产品名称	2019 年进度及变化	预计进度 (2020-2021 年)
1	重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)	完成生产工艺和质量标准的确定	申报临床试验 获得临床试验许可
2	双价手足口病疫苗	完成生产工艺和质量标准的确定	申报临床试验 获得临床试验许可
3	灭活轮状病毒疫苗	完成临床前研究及总结	申报临床试验 获得临床试验许可
4	寨卡病毒疫苗	临床前研究	临床前研究 完成 临床前研究
5	冻干人用狂犬病 BC01 佐剂疫苗 (MRC-5 细胞)	完成临床前研究及临床试验申报	获得临床试验许可 开展临床试验

资料来源: 公司公告、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,343	5,228	12,832	19,792	23,751
营业成本	288	2,365	6,416	10,688	13,478
折旧和摊销	64	93	125	143	162
营业税费	12	28	142	220	264
销售费用	314	765	1,514	2,428	2,850
管理费用	187	134	731	1,089	1,235
财务费用	-12	18	651	1,175	1,274
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	512	1,713	2,834	4,106	4,538
利润总额	505	1,692	2,866	4,139	4,572
少数股东损益	0	0	2	2	2
归属母公司净利润	432	1,451	2,456	3,548	3,919

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,106	6,810	28,908	39,075	44,763
流动资产	2,286	4,616	25,769	35,760	41,269
货币资金	874	769	4,106	6,333	7,600
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	701	1,976	6,789	9,448	10,984
应收票据	0	1	4	4	5
其他应收款	59	62	800	774	890
存货	628	1,784	12,687	17,521	19,644
可供出售投资	36	50	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	722	934	1,108	1,257	1,386
无形资产	201	252	288	323	365
总负债	1,168	2,629	23,069	30,915	34,457
无息负债	908	2,008	3,095	13,957	11,512
有息负债	260	621	19,974	16,958	22,945
股东权益	2,938	4,181	5,839	8,160	10,306
股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
公积金	307	483	729	1,008	1,008
未分配利润	1,031	2,098	3,508	5,548	7,692
少数股东权益	0	0	2	4	6

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	204	586	-13,747	7,758	-1,449
净利润	432	1,451	2,456	3,548	3,919
折旧摊销	64	93	125	143	162
净营运资金增加	510	2,574	19,388	-662	8,073
其他	-803	-3,532	-35,715	4,729	-13,604
投资活动产生现金流	-251	-493	-1,047	-320	-340
净资本支出	-231	-479	-185	-320	-340
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-20	-14	-862	0	0
融资活动现金流	142	-288	18,130	-5,211	3,056
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	260	361	19,353	-3,016	5,987
无息负债变化	720	1,100	1,087	10,862	-2,445
净现金流	93	-194	3,337	2,227	1,267

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	201.06%	289.43%	145.43%	54.24%	20.00%
净利润增长率	1229.25%	235.75%	69.21%	44.48%	10.45%
EBITDA 增长率	713.16%	250.97%	84.59%	50.29%	10.13%
EBIT 增长率	4338.98%	277.58%	87.10%	51.56%	10.05%
估值指标					
PE	173	52	31	21	19
PB	26	18	13	9	7
EV/EBITDA	134	39	26	17	16
EV/EBIT	152	41	27	17	17
EV/NOPLAT	177	48	32	20	20
EV/Sales	56	15	7	5	4
EV/IC	28	14	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	78.54%	54.77%	50.00%	46.00%	43.25%
EBITDA 率	41.50%	37.40%	28.13%	27.41%	25.15%
EBIT 率	36.74%	35.62%	27.15%	26.68%	24.47%
税前净利润率	37.59%	32.37%	22.33%	20.91%	19.25%
税后净利润率 (归属母公司)	32.20%	27.76%	19.14%	17.93%	16.50%
ROA	10.53%	21.31%	8.50%	9.09%	8.76%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.72%	34.71%	42.08%	43.50%	38.05%
经营性 ROIC	15.55%	28.25%	11.58%	18.03%	14.99%
偿债能力					
流动比率	2.14	1.82	1.13	1.18	1.22
速动比率	1.55	1.12	0.58	0.60	0.64
归属母公司权益/有息债务	11.30	6.73	0.29	0.48	0.45
有形资产/有息债务	14.41	10.20	1.43	2.28	1.93
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.27	0.91	1.53	2.22	2.45
每股红利	0.13	0.50	0.77	1.11	1.23
每股经营现金流	0.13	0.37	-8.59	4.85	-0.91
每股自由现金流(FCFF)	-0.13	-0.81	-9.95	3.19	-1.97
每股净资产	1.84	2.61	3.65	5.10	6.44
每股销售收入	0.84	3.27	8.02	12.37	14.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼