

增持

——首次

智飞生物 (300122)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2019年10月23日

行业：医药制造业



分析师：魏贊

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号：S0870119030007

基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	50.26
12mth A 股价格区间 (元)	34.25-52.83
总股本 (百万股)	1,600.00
无限售 A 股/总股本	54%
流通市值 (亿元)	436.84
每股净资产 (元)	3.21
PBR (X)	15.63
DPS (2018, 元)	10 派 5.00

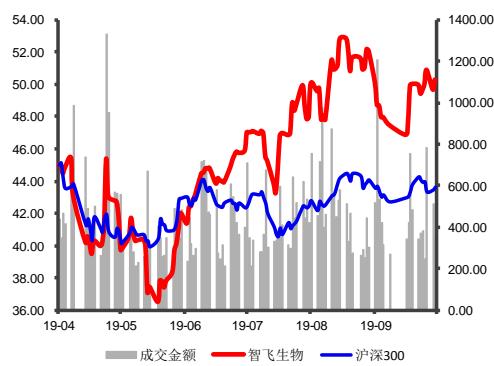
主要股东 (2019Q3)

蒋仁生	53.13%
吴冠江	7.26%
蒋凌峰	5.4%

收入结构 (2019H1)

代理产品	87.8%
自主产品	11.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2019年第三季度报告。

■ 事项点评

营收增长快速，毛利率持续提升

2019年前三季度，公司实现营收76.66亿元，同比增长119.35%；实现归母净利润17.63亿元，同比增长62.25%；实现扣非归母净利润17.98亿元，同比增长64.17%。其中公司第三季度实现营收26.27亿元，同比增长84.64%；实现归母净利润6.16亿元，同比增长52.39%；实现扣非归母净利润6.21亿元，同比增长51.36%。

2019年前三季度，公司整体毛利率为41.94%，同比下降14.93pct。期间费用率方面，2019年前三季度，公司的销售费用率和管理费用率分别为9.24%和3.01%，同比下降4.27pct和2.25pct，费用控制良好。报告期内，公司经营活动产生的现金流净额达到5.63亿元，同比增加14750.98%，主要是本期销售回款增加所致，现金流情况好转。

核心品种增长快速，在研产品稳步推进

截至2019年前三季度，公司的核心品种批签发增长快速，其中四价HPV疫苗批签发397万支，同比增长4%；九价HPV疫苗批签发188万支，同比增长515%；五价轮状疫苗批签发299万支，同比增长3462%；三联苗批签发428万支，同比下降11%。研发管线方面，公司的EC诊断试剂盒和微卡均已完成技术审评，将有望于2020年内获批上市；23价肺炎多糖疫苗、冻干人用狂犬疫苗和四价流感病毒裂解疫苗正在稳步推进III期临床试验；四价重组诺如病毒疫苗和百白破疫苗已分别于2019年5月和9月获得CDE批准，即将进入临床阶段。伴随研发管线的不断拓展，公司产品梯队未来将日益丰富，业绩具备明确成长性。

■ 风险提示

行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险。

■ 投资建议

给予“增持”评级

预计公司19、20年EPS至1.43、1.96元，以10月21日收盘价49.65

代理品种持续放量 在研产品稳步推进

元计算，动态PE分别为34.8倍和25.3倍。我们认为，公司作为具备较强实力的疫苗供应商，业绩将有望受益于我国疫苗市场的快速发展，具备明确成长性。考虑到公司代理产品的不断放量以及自主产品管线的日益丰富，我们看好公司未来发展，给予“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,228.31	10,303.05	14,585.85	18,514.30
年增长率	289.43%	97.06%	41.57%	26.93%
归属于母公司的净利润	1,451.37	2,280.19	3,137.66	4,057.66
年增长率	235.75%	57.11%	37.61%	29.32%
每股收益 (元)	0.91	1.43	1.96	2.54
PER (X)	54.73	34.84	25.32	19.58

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	769	1,133	2,625	3,768
存货	1,784	3,963	4,369	6,053
应收账款及票据	2,038	3,476	4,331	5,579
其他	24	84	73	121
流动资产合计	4,616	8,656	11,398	15,522
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	934	721	507	294
在建工程	591	601	611	611
无形资产	377	362	346	331
其他	292	246	257	243
非流动资产合计	2,194	1,929	1,721	1,479
资产总计	6,810	10,585	13,120	17,001
短期借款	621	943	1,708	1,708
应付账款及票据	1,731	4,170	4,384	6,316
其他	184	93	113	132
流动负债合计	2,536	5,205	6,205	8,156
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	94	93	95	94
非流动负债合计	94	93	95	94
负债合计	2,629	5,299	6,301	8,250
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,181	5,286	6,819	8,751
负债和股东权益总计	6,810	10,585	13,120	17,001

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,451	2,280	3,138	4,058
折旧和摊销	93	229	229	229
营运资本变动	(917)	(1,298)	(1,018)	(1,016)
经营活动现金流	586	1,254	2,418	3,356
资本支出	(339)	(10)	(10)	0
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	(493)	6	(16)	(1)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(800)	(1,159)	(1,611)	(2,127)
融资活动现金流	(288)	(896)	(910)	(2,212)
净现金流	(196)	364	1,492	1,143

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,228	10,303	14,586	18,514
营业成本	2,365	5,635	8,169	10,219
营业税金及附加	28	82	129	162
营业费用	765	1,133	1,604	2,037
管理费用	134	464	642	833
财务费用	18	43	70	86
资产减值损失	74	255	283	409
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,713	2,691	3,689	4,770
营业外收支净额	(20)	(21)	(23)	(24)
利润总额	1,692	2,670	3,666	4,746
所得税	241	390	529	689
净利润	1,451	2,280	3,138	4,058
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1,451	2,280	3,138	4,058

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	289.43%	97.06%	41.57%	26.93%
EBITDA 增长率	251.54%	52.15%	34.58%	27.50%
EBIT 增长率	277.58%	46.81%	37.47%	29.18%
净利润增长率	235.75%	57.11%	37.61%	29.32%
毛利率	94.30%	96.55%	96.54%	96.51%
EBITDA/总收入	37.25%	28.76%	27.34%	27.46%
EBIT/总收入	35.62%	26.54%	25.77%	26.23%
净利润率	27.76%	22.13%	21.51%	21.92%
资产负债率	38.61%	50.06%	48.02%	48.53%
流动比率	1.82	1.66	1.84	1.90
速动比率	1.12	0.90	1.13	1.16
总资产回报率(ROA)	21.31%	21.54%	23.92%	23.87%
净资产收益率(ROE)	34.71%	43.13%	46.01%	46.37%
EV/营业收入	32.8	11.8	7.9	5.5
EV/EBITDA	31.6	27.3	20.1	15.6
PE	54.7	34.8	25.3	19.6
PB	19.5	15.4	11.9	9.3

分析师承诺

魏贊 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。