

增持

——维持

智飞生物 (300122)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期：2020年08月05日

行业：医药制造业



分析师：魏赟
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 (2020H1)

报告日股价 (元)	190.10
12mth A 股价格区间 (元)	42.42-194.21
总股本 (百万股)	1600
无限售 A 股/总股本	54.7%
流通市值 (亿元)	1710.90
每股净资产 (元)	4.53
PBR (X)	48.56
DPS (2019, 元)	10 派 5.00

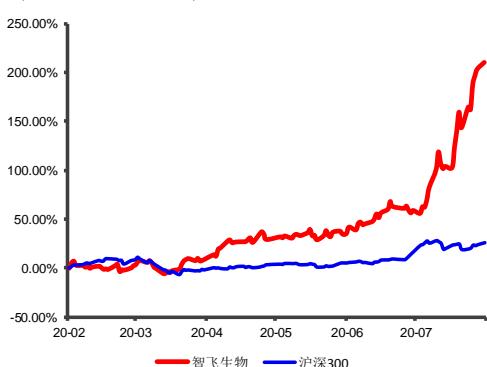
主要股东 (2020H1)

蒋仁生	50.94%
蒋凌峰	5.40%
吴冠江	4.73%

收入结构 (2019Y)

代理产品	86.79%
自主产品	12.63%
其他	0.58%

最近6个月股票与沪深300比较



■ 公司动态事项

公司发布2020年半年度报告。

■ 事项点评

营收保持高速增长，整体毛利率有所下降

2020H1，公司实现营收69.94亿元，同比增长38.80%；实现归母净利润15.05亿元，同比增长31.18%；实现扣非归母净利润15.13亿元，同比增长28.58%。从单季度来看，2020Q2，公司实现营收43.59亿元，同比增长58.79%；实现归母净利润9.88亿元，同比增长53.23%；实现扣非归母净利润9.88亿元，同比增长53.40%，超出市场预期。二季度业绩实现较快增长主要是由于疫情平稳后疫苗补种需求放量导致。

2020H1，公司整体毛利率为38.34%，同比下降2.48pp，Q2毛利率环比提升2.22pp。期间费用率方面，报告期内，公司的销售费用率和管理费用率分别为6.14%和2.84%，分别下降了2.58pp和0.08pp，期间费用率控制良好。报告期内，为加强核心竞争力，公司持续加大研发投入，2020H1公司的研发费用达到1.40亿元，同比增长37.03%。

自主品牌持续优化升级，代理产品保持快速放量

自主品牌中，AC-Hib疫苗由于未获得再注册批件已停止生产，2020H1无批签发，AC-Hib冻干剂型目前处于III期临床，有望于2021年上市。为减少AC-Hib疫苗停产影响，同时加强竞争力，公司持续对现有自主品牌进行优化升级。截至目前，公司自主品牌产品均升级优化成预灌封，并实现市场准入，其中预充装ACYW135多糖疫苗、预充装AC结合疫苗、预充装Hib结合疫苗已分别准入22、27、23个省级单位，三类疫苗上半年批签发量分别为179.43万支、111.38万支和146.70万支，同比增长291.72%、291.86%和541.07%，实现量价齐升，市占率提升显著。

代理产品中，四价、九价HPV疫苗和轮状病毒疫苗批签发量分别为366.44万支、215.98万支和216.99万支，同比增长29.80%、83.13%和24.66%，代理产品批签发量保持快速增长，持续增厚业绩表现。

进入自研产品收获期，新冠疫苗有望增厚业绩表现

公司自成立以来，一贯注重研发与技术创新，持续加大研发投入力度，也为公司可持续发展提供了根基。报告期内公司自主研发项目共计28项，其中进入注册程序的项目16项。公司自研产品已逐步迎来收获期，其中，公司的重组结核杆菌融合蛋白（EC）已于2020年4月

上市产品快速放量 研发迎来收获期

——2020年中报点评

获得药品注册批件，公司正积极推进其市场准入工作，截至目前，该产品已顺利准入海南、江西2个省份。此外，母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）已完成临床现场和生产现场核查，正在上市生产审评之中，有望在年内获批。这两个均为国家一类新药，并且是世界领先产品，市场前景较大，因此上市后将成为公司近年的核心增长点，进一步增厚公司业绩。此外，公司在研管线中还有多个重磅产品，包括15价肺炎球菌结合疫苗，目前已完成I期临床，该品种全球销量达到60亿美元，未来上市后有望进一步提升公司业绩表现。

新冠疫苗方面，由于全球疫情目前仍然处于爆发阶段，为进一步控制疫情，公司与中国科学院微生物研究所签订协议，双方共同开发重组新型冠状病毒疫苗，目前该疫苗已进入临床II期试验，并已完成患者入组，处于第一梯队。公司参与研发的重组蛋白疫苗较易实现大规模生产，具备产能高、成本低、效果较为显著的特点，有较大潜力。一旦研发成功，考虑到全球巨大的接种需求，将为公司带来丰厚利润。

■ 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；疫情加剧风险。

■ 投资建议

维持“增持”评级

预计公司20、21年EPS至2.01、2.60元，以8月03日收盘价190.10元计算，动态PE分别为95和73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行业的快速发展，具备明确成长性。此外，新冠疫苗的研发布局有望进一步为公司带来业绩增厚。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，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,587.32	14,835.67	19,117.75	23,023.62
年增长率	102.50%	40.13%	28.86%	20.43%
归属于母公司的净利润	2,366.44	3,218.24	4,154.07	5,111.25
年增长率	63.05%	36.00%	29.08%	23.04%
每股收益 (元)	1.48	2.01	2.60	3.19
PER (X)	128.53	94.51	73.22	59.51

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	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,150	2,473	4,701	8,188
存货	2,484	3,783	4,098	4,210
应收账款及票据	4,500	5,392	6,294	7,396
其他	32	50	52	70
流动资产合计	8,167	11,698	15,145	19,864
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,037	760	484	207
在建工程	947	957	967	967
无形资产	455	441	428	414
其他	337	328	319	1,220
非流动资产合计	2,776	2,487	2,198	2,809
资产总计	10,942	14,185	17,344	22,673
短期借款	2,384	2,384	2,384	2,384
应付账款及票据	2,292	3,624	3,815	5,096
其他	396	214	265	292
流动负债合计	5,072	6,222	6,464	7,772
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	123	105	107	112
非流动负债合计	123	105	107	112
负债合计	5,195	6,327	6,571	7,884
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,747	7,858	10,772	14,789
负债和股东权益总计	10,942	14,185	17,344	22,673

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,366	3,218	4,154	5,111
折旧和摊销	97	290	290	290
营运资本变动	(1,116)	(1,067)	(967)	(819)
经营活动现金流	1,367	2,551	3,577	4,664
资本支出	(537)	(10)	(10)	0
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	(623)	(10)	(10)	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	(1,107)	(1,240)	(1,095)
融资活动现金流	(393)	(1,218)	(1,339)	(1,177)
净现金流	351	1,323	2,228	3,487

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,587	14,836	19,118	23,024
营业成本	6,136	9,025	11,349	13,595
营业税金及附加	51	96	107	130
营业费用	1,096	1,335	1,912	2,302
管理费用	183	267	382	576
财务费用	75	111	99	82
资产减值损失	(18)	74	191	102
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
营业利润	2,814	3,724	4,834	5,944
营业外收支净额	(48)	(25)	(31)	(35)
利润总额	2,765	3,699	4,802	5,909
所得税	399	481	648	798
净利润	2,366	3,218	4,154	5,111
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	2,366	3,218	4,154	5,111

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	102.50%	40.13%	28.86%	20.43%
EBITDA 增长率	65.74%	34.12%	26.30%	20.89%
EBIT 增长率	68.55%	28.66%	28.19%	22.06%
净利润增长率	63.05%	36.00%	29.08%	23.04%
毛利率	42.05%	39.17%	40.64%	40.95%
EBITDA/总收入	30.48%	29.18%	28.60%	28.70%
EBIT/总收入	29.65%	27.22%	27.08%	27.45%
净利润率	22.35%	21.69%	21.73%	22.20%
资产负债率	47.48%	44.60%	37.89%	34.77%
流动比率	1.61	1.88	2.34	2.56
速动比率	1.12	1.27	1.71	2.01
总资产回报率(ROA)	21.63%	22.69%	23.95%	22.54%
净资产收益率(ROE)	41.17%	40.95%	38.56%	34.56%
EV/营业收入	11.8	7.6	20.5	15.8
EV/EBITDA	24.9	70.2	55.2	45.0
PE	128.5	94.5	73.2	59.5
PB	52.9	38.7	28.2	20.6

分析师声明

魏巍 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。