

代理 9 价 HPV 快速拉动，新冠等在研构建未来增长点

——智飞生物季报点评

公司点评

● 公司三季报业绩高速增长，代理产品快速拉动

公司前三季度收入 110.5 亿 (+44.2%)，增速较中期增速提高 5pp，在去年高速增长高基数的情况下继续高速增长。主要是代理的 HPV 疫苗近几年处于对存量市场快速覆盖的过程中，存量市场预计 10% 渗透率 3000 万人份，4-5 年覆盖完成。存量覆盖完成后，主要侧重于增量人口的覆盖，从批签发数据来看，1-3 季度四价 HPV436.5 万支，增长 10.0%；九价 HPV459 万支，增长 144.5%，预计全年覆盖人份约 400 万。另外是五价轮状疫苗渗透率在逐步提高中，目前公司代理产品处于快速市场替代中，19 年 5 价轮状增加 5 倍，今年前三季度批签发 300 万支，基本持平，有去年高基数影响。尽管三联苗停止批签发，但四价流感多糖批签发 423.98 万支 (+462%)，hib340.48 万支 (+1140%)，ac 流脑结合 201.79 万支 (+782%)，形成了较大程度的替代，约替代三分之二。

前三季度归母净利润 24.8 亿 (+40.6%)，较上半年增速增长 9pp，扣非净利润也是 24.8 亿 (+38.1%)，利润端继续保持高速增长。

● 新品研发构建公司未来增长点

2020 年 4 月 29 日公司收到重组结核杆菌融合蛋白 (EC) 药品注册批件，丰富了公司结核病管线，有利于接种卡介苗的人群的检测，渗透率按照 30% 估计，潜在市场空间 1500 万，预计 5-10 年形成 5 亿规模。重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞) 目前正处于 II 期临床试验过程中，目前进展速度处于国内前列，且产能高成本低。母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用) 即预防性宜卡也处于申报生产阶段，即将获批，预计 5-10 年形成 30 亿规模。另外公司多个重磅品种处于研发后期，15 价肺炎结合已经完成一期临床、23 价肺炎多糖有望启动三期临床。四价流感、人二倍体狂苗等，预计 2021 年报产。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2020-2022 年营业收入 151.9/201.3/264.2 亿，同比增长 43.4%/32.6%/31.2%；归母净利润 33.1/44.7/59.6 亿，同比增长 40.0%/35.1%/33.3%；EPS 分别为 2.07/2.80/3.73 元，对应 PE 分别为 78.3、57.9、43.5 倍。

● 风险提示：研发不及预期，推广不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,228	10,587	15,186	20,132	26,423
增长率(%)	289.4	102.5	43.4	32.6	31.2
净利润(百万元)	1,451	2,366	3,312	4,474	5,963
增长率(%)	235.8	63.0	40.0	35.1	33.3
毛利率(%)	54.8	42.0	40.5	43.4	44.8
净利率(%)	27.8	22.4	21.8	22.2	22.6
ROE(%)	34.7	41.2	40.1	36.4	33.7
EPS(摊薄/元)	0.91	1.48	2.07	2.80	3.73
P/E(倍)	178.6	109.5	78.3	57.9	43.5
P/B(倍)	62.0	45.1	31.4	21.1	14.7

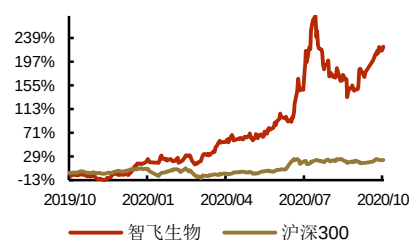
强烈推荐 (维持评级)

沈瑞 (分析师)

证书编号: S0280520060001

市场数据	时间 2020.10.21
收盘价(元):	162.0
一年最低/最高(元):	42.9/194.21
总股本(亿股):	16.0
总市值(亿元):	2,592.0
流通股本(亿股):	9.0
流通市值(亿元):	1,458.6
近 3 月换手率:	145.55%

股价一年走势



相关报告

《代理品种快速拉动，新品构建未来增长点》2020-08-12

《HPV 疫苗销量增长 60% 驱动业绩大幅增长，静待新产品获批》2019-08-29

《产品及研发管线存在显著预期差，疫苗绝对龙头长期市值有望突破 2000 亿》2019-06-28

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4616	8167	13617	16107	26513
现金	769	1150	4394	4674	10893
应收票据及应收账款合计	1977	4437	3991	7672	7308
其他应收款	62	63	174	96	286
预付账款	24	31	67	49	111
存货	1784	2484	4990	3615	7915
其他流动资产	0	0	1	1	1
非流动资产	2194	2776	3803	4799	6080
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	934	1037	1796	2534	3439
无形资产	377	455	521	592	669
其他非流动资产	882	1284	1485	1673	1971
资产总计	6810	10942	17420	20906	32593
流动负债	2536	5072	9055	8521	14807
短期借款	621	2384	3419	4533	5950
应付票据及应付账款合计	1653	2223	4708	3177	7447
其他流动负债	262	466	928	811	1410
非流动负债	94	123	105	107	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	94	123	105	107	112
负债合计	2629	5195	9160	8629	14919
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1600	1600	1600	1600	1600
资本公积	208	208	208	208	208
留存收益	2373	3939	5779	8502	11972
归属母公司股东权益	4181	5747	8260	12277	17674
负债和股东权益	6810	10942	17420	20906	32593

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	586	1367	4273	877	6944
净利润	1451	2366	3312	4474	5963
折旧摊销	93	97	129	192	255
财务费用	18	75	138	101	85
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-1045	-1256	741	-3857	681
其他经营现金流	68	85	-47	-32	-40
投资活动现金流	-493	-623	-1123	-1154	-1492
资本支出	480	573	1024	958	1229
长期投资	-14	-50	0	0	0
其他投资现金流	-27	-100	-99	-196	-263
筹资活动现金流	-288	-393	95	557	766
短期借款	361	1763	1035	1114	1416
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-649	-2156	-941	-557	-650
现金净增加额	-194	352	3244	280	6219

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5228	10587	15186	20132	26423
营业成本	2365	6136	9036	11385	14598
营业税金及附加	28	51	121	137	166
营业费用	765	1096	1215	2411	3481
管理费用	134	183	197	249	310
研发费用	143	170	349	393	562
财务费用	18	75	138	101	85
资产减值损失	74	-18	228	184	197
公允价值变动收益	0	-1	-0	-0	-0
其他收益	11	23	34	45	59
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1713	2814	3935	5317	7082
营业外收入	1	1	1	2	2
营业外支出	22	49	70	93	122
利润总额	1692	2765	3866	5225	6962
所得税	241	399	554	751	999
净利润	1451	2366	3312	4474	5963
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1451	2366	3312	4474	5963
EBITDA	1800	2972	4088	5522	7301
EPS(元)	0.91	1.48	2.07	2.80	3.73

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	289.4	102.5	43.4	32.6	31.2
营业利润(%)	234.3	64.3	39.9	35.1	33.2
归属于母公司净利润(%)	235.8	63.0	40.0	35.1	33.3
获利能力					
毛利率(%)	54.8	42.0	40.5	43.4	44.8
净利率(%)	27.8	22.4	21.8	22.2	22.6
ROE(%)	34.7	41.2	40.1	36.4	33.7
ROIC(%)	37.2	35.9	47.3	38.0	47.8
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	47.5	52.6	41.3	45.8
净负债比率(%)	-1.4	23.1	-10.7	-0.4	-27.4
流动比率	1.8	1.6	1.5	1.9	1.8
速动比率	1.1	1.1	0.9	1.5	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	3.9	3.3	3.3	3.5	3.4
应付账款周转率	2.0	3.2	2.0	2.4	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.48	2.07	2.80	3.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.09	2.67	0.55	4.34
每股净资产(最新摊薄)	2.61	3.59	5.16	7.67	11.05
估值比率					
P/E	178.6	109.5	78.3	57.9	43.5
P/B	62.0	45.1	31.4	21.1	14.7
EV/EBITDA	144.0	87.7	63.2	46.9	34.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物与会计双学士，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09年进入国信证券研究所从事医药宏观及相关课题研究，17年进入财通证券研究所担任医药资深分析师，20年加入新时代证券研究所，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>