

市场价格 (人民币): 182.50 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	16.00
已上市流通 A 股(亿股)	9.00
总市值(亿元)	2,920.00
年内股价最高最低(元)	212.60/57.64
沪深 300 指数	5779
创业板指	3286



## 业绩符合预期，重磅产品管线有序推进

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,228	10,587	15,199	20,029	23,775
营业收入增长率	289.43%	102.50%	43.56%	31.78%	18.70%
归母净利润(百万元)	1,451	2,366	3,300	4,439	5,596
归母净利润增长率	235.75%	63.05%	39.45%	34.52%	26.06%
摊薄每股收益(元)	0.907	1.479	2.063	2.774	3.497
每股经营性现金流净额	0.37	0.81	1.45	1.80	2.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	34.71%	41.17%	40.01%	37.86%	34.54%
P/E	42.73	33.58	71.71	53.31	42.29
P/B	14.83	13.82	28.69	20.18	14.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司公布 2020 年业绩预告, 预计全年实现营业收入 151.90 亿元, 同比增长 43.48%。预计实现归母净利润 33.00 亿元, 同比增长 39.47%。
- 预计 2020 Q4 实现营业收入 41.41 亿元, 同比增长 41.74%。预计实现归母净利润 8.22 亿元, 同比增长 36.18%。业绩符合预期。

## 经营分析

- **业绩稳健增长, 疫情不改疫苗行业头部企业高景气度。**2020 年新冠疫情期间公司物流运输效率、人员流动情况、预防接种门诊工作开展等受到一定程度不利影响, 但作为国内疫苗行业头部企业, 公司稳步推动复工复产, 带动全年业绩克服疫情实现稳步提升。
- **独家代理默沙东疫苗批签发总体稳健增长, 成长预期稳定。**公司代理默沙东疫苗批签发量呈现稳健高增长态势: 2020 年, 实现四价 HPV 疫苗批签发 722 万支, 同比增长 30%; 九价 HPV 疫苗批签发 507 万支, 同比增长 52%; 五价轮状病毒疫苗批签发 399 万支, 同比减少 15%。2020 年 12 月, 公司与默沙东顺利续约, 合约代理金额有望稳步增长, 确定性强。
- **重磅自研产品管线有序推进, 中长期发展动力强劲。**公司母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用) 处于注册审批阶段, 23 价肺炎球菌多糖疫苗、人二倍体狂犬疫苗和 4 价流感疫苗处于临床 III 期, 15 价肺炎球菌结合疫苗于 2020 年 12 月正式进入临床 III 期试验, 公司品种研发上市后劲充足。
- **重组亚单位新冠疫苗处于临床 III 期, 有望贡献较强业绩弹性。**公司新冠疫苗为国内首个启动 III 期临床试验的重组亚单位疫苗, I/II 期临床数据显示出良好的安全性和有效性。公司重组亚单位疫苗产业化基础强, 新冠疫苗车间试生产进展顺利, 如未来顺利获批上市, 有望为公司贡献较强业绩弹性。

## 盈利调整与投资建议

- 考虑到公司作为国产疫苗行业龙头, 预计持续享受行业高增长和重磅品种放量红利, 暂不考虑新冠疫苗业绩弹性, 我们预计公司 20-22 年实现归母净利润 33.00 亿、44.39 亿、55.96 亿元, 同比增长 39%、35%、26%。
- 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 与默沙东合作出现变化; 疫苗市场竞争加剧风险; 应收账款和存货周转风险; 自主产品研发销售进度不达预期; 新冠疫苗研发进度和费用风险等。

## 相关报告

1. 《代理自研双线驱动, 新冠疫苗研发有序推进-智飞生物深度研究》, 2020.12.30

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001

(8621)60230221

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,343</b>	<b>5,228</b>	<b>10,587</b>	<b>15,199</b>	<b>20,029</b>	<b>23,775</b>	货币资金	874	769	1,150	2,750	3,014	5,637
增长率		289.4%	102.5%	43.6%	31.8%	18.7%	应收账款	760	2,038	4,500	5,814	7,828	9,510
<b>主营业务成本</b>	<b>-288</b>	<b>-2,365</b>	<b>-6,136</b>	<b>-8,884</b>	<b>-11,809</b>	<b>-13,872</b>	存货	628	1,784	2,484	3,286	4,368	5,131
%销售收入	21.5%	45.2%	58.0%	58.5%	59.0%	58.3%	其他流动资产	24	24	31	44	59	69
<b>毛利</b>	<b>1,055</b>	<b>2,863</b>	<b>4,452</b>	<b>6,315</b>	<b>8,220</b>	<b>9,903</b>	流动资产	2,286	4,616	8,167	11,894	15,268	20,347
%销售收入	78.5%	54.8%	42.0%	41.5%	41.0%	41.7%	%总资产	55.7%	67.8%	74.6%	77.8%	79.0%	81.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-28</b>	<b>-51</b>	<b>-76</b>	<b>-100</b>	<b>-119</b>	长期投资	37	51	101	111	121	131
%销售收入	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	%总资产	1.263	1,525	1,984	2,485	2,858	3,111
<b>销售费用</b>	<b>-314</b>	<b>-765</b>	<b>-1,096</b>	<b>-1,275</b>	<b>-1,242</b>	<b>-1,783</b>	%总资产	30.8%	22.4%	18.1%	16.3%	14.8%	12.5%
%销售收入	23.4%	14.6%	10.3%	8.4%	6.2%	7.5%	无形资产	323	428	501	791	1,084	1,367
<b>管理费用</b>	<b>-187</b>	<b>-134</b>	<b>-183</b>	<b>-243</b>	<b>-310</b>	<b>-357</b>	非流动资产	1,820	2,194	2,776	3,386	4,063	4,609
%销售收入	14.0%	2.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	%总资产	44.3%	32.2%	25.4%	22.2%	21.0%	18.5%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-143</b>	<b>-170</b>	<b>-532</b>	<b>-1,001</b>	<b>-713</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,106</b>	<b>6,810</b>	<b>10,942</b>	<b>15,281</b>	<b>19,331</b>	<b>24,956</b>
%销售收入	0.0%	2.7%	1.6%	3.5%	5.0%	3.0%	短期借款	260	621	2,384	3,533	2,989	3,311
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>541</b>	<b>1,793</b>	<b>2,952</b>	<b>4,189</b>	<b>5,566</b>	<b>6,931</b>	应付款项	746	1,732	2,298	2,953	3,923	4,607
%销售收入	40.3%	34.3%	27.9%	27.6%	27.8%	29.2%	其他流动负债	63	183	390	429	575	721
<b>财务费用</b>	<b>12</b>	<b>-18</b>	<b>-75</b>	<b>-154</b>	<b>-155</b>	<b>-117</b>	%总资产	1,069	2,536	5,072	6,914	7,487	8,639
%销售收入	-0.9%	0.3%	0.7%	1.0%	0.8%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-47</b>	<b>-74</b>	<b>-86</b>	<b>-99</b>	<b>-140</b>	<b>-152</b>	其他长期负债	99	94	123	119	117	115
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,168</b>	<b>2,629</b>	<b>5,195</b>	<b>7,033</b>	<b>7,604</b>	<b>8,754</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,938</b>	<b>4,181</b>	<b>5,747</b>	<b>8,247</b>	<b>11,726</b>	<b>16,202</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
<b>营业利润</b>	<b>512</b>	<b>1,713</b>	<b>2,814</b>	<b>3,924</b>	<b>5,273</b>	<b>6,662</b>	未分配利润	1,031	2,098	3,473	5,973	9,452	13,928
营业利润率	38.2%	32.8%	26.6%	25.8%	26.3%	28.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-8</b>	<b>-20</b>	<b>-48</b>	<b>-60</b>	<b>-75</b>	<b>-110</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,106</b>	<b>6,810</b>	<b>10,942</b>	<b>15,281</b>	<b>19,331</b>	<b>24,956</b>
<b>税前利润</b>	<b>505</b>	<b>1,692</b>	<b>2,765</b>	<b>3,864</b>	<b>5,198</b>	<b>6,552</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	37.6%	32.4%	26.1%	25.4%	26.0%	27.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>所得税</b>	<b>-72</b>	<b>-241</b>	<b>-399</b>	<b>-564</b>	<b>-759</b>	<b>-957</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.3%	14.2%	14.4%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益	0.270	0.907	1.479	2.063	2.774	3.497
<b>净利润</b>	<b>432</b>	<b>1,451</b>	<b>2,366</b>	<b>3,300</b>	<b>4,439</b>	<b>5,596</b>	每股净资产	1.836	2.613	3.592	5.155	7.329	10.126
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.127	0.366	0.812	1.448	1.805	2.793
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>432</b>	<b>1,451</b>	<b>2,366</b>	<b>3,300</b>	<b>4,439</b>	<b>5,596</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.600	0.700
净利率	32.2%	27.8%	22.4%	21.7%	22.2%	23.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	14.72%	34.71%	41.17%	40.01%	37.86%	34.54%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	10.53%	21.31%	21.63%	21.60%	22.96%	22.42%
净利润	432	1,451	2,366	3,300	4,439	5,596	投入资本收益率	14.47%	32.02%	30.98%	30.30%	32.25%	30.29%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	111	167	115	214	293	336	主营业务收入增长率	201.06%	289.43%	102.50%	43.56%	31.78%	18.70%
非经营收益	8	12	74	340	288	316	EBIT 增长率	998.61%	231.68%	64.63%	41.88%	32.89%	24.52%
营运资金变动	-348	-1,045	-1,256	-1,537	-2,133	-1,778	净利润增长率	1229.25%	235.75%	63.05%	39.45%	34.52%	26.06%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>204</b>	<b>586</b>	<b>1,299</b>	<b>2,317</b>	<b>2,888</b>	<b>4,469</b>	总资产增长率	51.54%	65.86%	60.68%	39.65%	26.51%	29.10%
资本开支	-231	-479	-573	-850	-895	-830	<b>资产管理能力</b>						
投资	-20	-14	-50	-22	-10	-10	应收账款周转天数	136.0	93.4	110.5	140.0	145.0	150.0
其他	0	0	0	1	1	1	存货周转天数	463.8	186.1	127.0	135.0	135.0	135.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-251</b>	<b>-493</b>	<b>-623</b>	<b>-871</b>	<b>-904</b>	<b>-839</b>	应付账款周转天数	439.3	175.0	114.2	115.0	115.0	115.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	196.2	65.2	35.7	32.1	27.5	24.0
债权募资	260	52	492	1,148	-546	320	<b>偿债能力</b>						
其他	-119	-338	-884	-994	-1,174	-1,327	净负债/股东权益	-20.91%	-3.55%	21.47%	9.49%	-0.21%	-14.36%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>141</b>	<b>-286</b>	<b>-392</b>	<b>154</b>	<b>-1,720</b>	<b>-1,007</b>	EBIT 利息保障倍数	-44.7	98.7	39.4	27.2	36.0	59.0
<b>现金净流量</b>	<b>93</b>	<b>-194</b>	<b>284</b>	<b>1,600</b>	<b>263</b>	<b>2,624</b>	资产负债率	28.46%	38.61%	47.48%	46.03%	39.34%	35.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	14	39	58	108
增持	0	4	8	12	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.21	1.20	1.03

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-30	买入	144.69	177.00~177.00

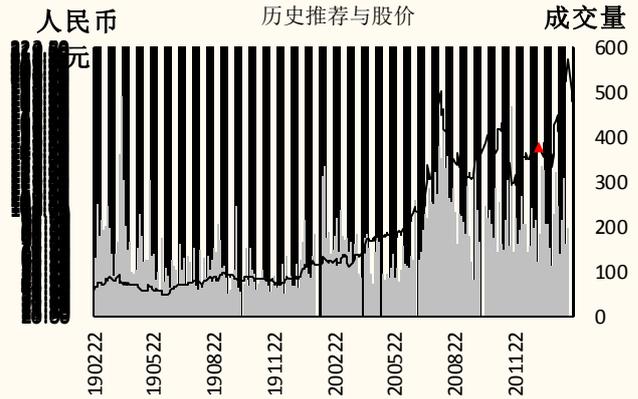
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402