

公司研究

业绩符合预期，HPV 疫苗强劲增长

——智飞生物（300122.SZ）2020 年业绩快报点评

要点

事件：公司发布 2020 年业绩快报，实现营业收入 151.90 亿元，同比+43.48%；归母净利润 33.00 亿元，同比+39.47%；EPS 2.06 元。业绩符合市场预期。

点评：

HPV 疫苗拉动业绩强劲增长，自主疫苗逐步接棒三联苗：2020 年，代理疫苗方面，9 价 HPV 疫苗批签发 507 万瓶，同比+52%；4 价 HPV 疫苗批签发 722 万瓶，同比+30%；五价轮状病毒疫苗批签发 399 万瓶，同比-15%；自主疫苗方面，四价流脑多糖疫苗批签发 606 万瓶，同比+703%；AC 结合疫苗批签发 440 万瓶，同比+558%；Hib 结合疫苗批签发 370 万瓶，同比+764%。HPV 疫苗成为拉动公司 2020 年业绩增长的强劲动力，同时四价流脑、AC 结合、Hib 结合等自主品种快速放量，接棒三联苗实现了自主疫苗业务的稳健发展。

15 价肺炎结合苗进度领先，预防用微卡与新冠疫苗领衔自主研发管线：公司自主研发的 15 价肺炎结合疫苗涵盖了亚洲地区检出率最高的 15 种血清型，符合国内优势血清型分布，于 2020.12.29 在河北省启动 III 期临床试验，进度国内领先。预防用微卡处于上市申请阶段，有望近期获批上市，成为下一个自主大品种。重组亚单位新冠疫苗正在乌兹别克斯坦推进 III 期临床试验，获批上市后有望借助新冠疫情防控贡献业绩弹性。随着预防用微卡、新冠疫苗、15 价肺炎结合、四价流感、狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）等自主研发品种陆续上市，公司的自主产品梯队将持续丰富，搭载强大的销售网络充分放量，实现长期稳健发展。

盈利预测、估值与评级：公司重磅自产疫苗即将进入上市收获期，核心代理品种仍处于高速放量期。公司 2020 年业绩略低于我们此前的预期，参考业绩快报略下调 2020 年 EPS 为 2.06 元（原预测 2.16 元），考虑到社会经济活动复苏、疫苗接种恢复快于我们此前的预期，略上调预测 2021-2022 年 EPS 为 2.93/3.67 元（原预测为 2.91/3.63 元），现价对应 PE 为 84/59/47 倍，维持“买入”评级。

风险提示：微卡上市与推广低于预期；HPV 疫苗竞争对手增多。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,228	10,587	15,190	20,522	24,655
营业收入增长率	289.43%	102.50%	43.48%	35.10%	20.14%
净利润（百万元）	1,451	2,366	3,300	4,695	5,879
净利润增长率	235.75%	63.05%	39.47%	42.26%	25.22%
EPS（元）	0.91	1.48	2.06	2.93	3.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	34.71%	41.17%	40.02%	39.70%	36.47%
P/E	190	117	84	59	47
P/B	66.1	48.1	33.5	23.4	17.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-19

买入（维持）

当前价：172.66 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

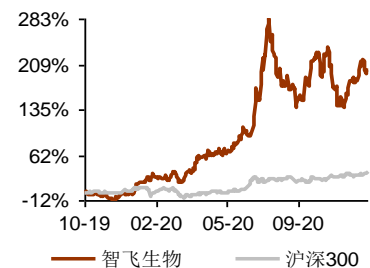
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.00
总市值(亿元):	2762.56
一年最低/最高(元):	55.00/216.57
近 3 月换手率:	72.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.90	25.12	140.42
绝对	3.39	36.96	175.85

资料来源：Wind

相关研报

15 价肺炎结合疫苗开展 III 期临床，HPV 疫苗成功续签协议——智飞生物（300122.SZ）公告点评（2020-12-31）

HPV 疫苗高速增长，自主研发管线持续丰富——智飞生物（300122.SZ）2020 年三季度报点评（2020-10-16）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,228	10,587	15,190	20,522	24,655
营业成本	2,365	6,136	8,988	12,095	13,571
折旧和摊销	85	89	105	133	162
税金及附加	28	51	98	115	139
销售费用	765	1,096	1,519	1,867	3,082
管理费用	134	183	224	246	290
研发费用	143	170	273	420	448
财务费用	18	75	137	209	200
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,713	2,814	3,894	5,523	6,908
利润总额	1,692	2,765	3,853	5,481	6,864
所得税	241	399	553	786	984
净利润	1,451	2,366	3,300	4,695	5,879
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,451	2,366	3,300	4,695	5,879
EPS(按最新股本计)	0.91	1.48	2.06	2.93	3.67

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	586	1,367	929	2,581	4,366
净利润	1,451	2,366	3,300	4,695	5,879
折旧摊销	85	89	105	133	162
净营运资金增加	2,302	3,736	3,751	3,790	2,909
其他	-3,252	-4,824	-6,227	-6,038	-4,584
投资活动产生现金流	-493	-623	-556	-580	-556
净资本支出	-479	-573	-554	-554	-554
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-14	-50	-2	-26	-1
融资活动现金流	-288	-393	2,275	-667	-2,778
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	361	1,763	3,212	657	-990
无息负债变化	1,100	803	1,189	1,321	671
净现金流	-194	352	2,647	1,333	1,033

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	54.8%	42.0%	40.8%	41.1%	45.0%
EBITDA 率	34.9%	29.2%	27.8%	29.0%	29.8%
EBIT 率	33.1%	28.3%	27.1%	28.4%	29.1%
税前净利润率	32.4%	26.1%	25.4%	26.7%	27.8%
归母净利润率	27.8%	22.4%	21.7%	22.9%	23.8%
ROA	21.3%	21.6%	18.5%	20.1%	21.5%
ROE (摊薄)	34.7%	41.2%	40.0%	39.7%	36.5%
经营性 ROIC	28.1%	26.9%	25.7%	27.8%	28.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	39%	47%	54%	49%	41%
流动比率	1.82	1.61	1.54	1.72	2.09
速动比率	1.12	1.12	1.16	1.29	1.60
归母权益/有息债务	6.73	2.41	1.47	1.89	3.06
有形资产/有息债务	10.20	4.35	3.08	3.64	5.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	6,810	10,942	17,844	23,401	27,374
货币资金	769	1,150	3,798	5,130	6,164
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,976	4,437	6,819	9,213	11,068
应收票据	1	0	2	2	3
其他应收款 (合计)	62	63	315	425	510
存货	1,784	2,484	3,639	4,898	5,495
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	4,616	8,167	14,618	19,729	23,309
其他权益工具	0	100	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	934	1,037	1,362	1,666	1,947
在建工程	591	947	973	992	1,007
无形资产	252	241	286	329	372
商誉	19	19	19	19	19
其他非流动资产	140	116	116	116	116
非流动资产合计	2,194	2,776	3,226	3,672	4,065
总负债	2,629	5,195	9,596	11,574	11,255
短期借款	621	2,384	5,595	6,253	5,263
应付账款	1,628	2,213	3,242	4,363	4,895
应付票据	25	9	13	18	20
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	-3	-4	-4	-4	-5
流动负债合计	2,536	5,072	9,487	11,466	11,146
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	98	98	98	98
非流动负债合计	94	123	108	108	108
股东权益	4,181	5,747	8,248	11,827	16,119
股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
公积金	483	674	1,004	1,008	1,008
未分配利润	2,098	3,473	5,644	9,219	13,511
归属母公司权益	4,181	5,747	8,248	11,827	16,119
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	14.64%	10.35%	10.00%	9.10%	12.50%
管理费用率	2.55%	1.73%	1.48%	1.20%	1.18%
财务费用率	0.35%	0.71%	0.90%	1.02%	0.81%
研发费用率	2.73%	1.60%	1.80%	2.05%	1.82%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.50	0.50	0.70	0.99	1.24
每股经营现金流	0.37	0.85	0.58	1.61	2.73
每股净资产	2.61	3.59	5.15	7.39	10.07
每股销售收入	3.27	6.62	9.49	12.83	15.41

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	190	117	84	59	47
PB	66.1	48.1	33.5	23.4	17.1
EV/EBITDA	152.8	90.9	66.7	47.4	38.3
股息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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见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版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------