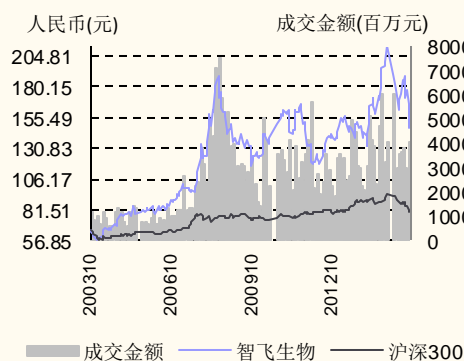


市场价格 (人民币): 147.78 元

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) | 2,364.48 |
| 年内股价最高最低(元) | 212.60/57.64 |
| 沪深 300 指数 | 4971 |
| 创业板指 | 2633 |



组份百白破疫苗进入临床 I 期，管线进展顺利

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

事件

- 2021年3月9日，公司发布公告，全资子公司智飞绿竹研发的吸附无细胞百白破（组份）联合疫苗近日在湖南省常德市石门县疾病预防控制中心开始 I 期临床试验，I 期试验主要评价该疫苗接种于儿童和婴幼儿的安全性。

点评

- 组份百白破疫苗进入临床 I 期，重磅品种管线持续推进。**百白破疫苗是针对百日咳、白喉、破伤风三种疾病的联合疫苗。目前，国产无细胞百白破疫苗为采用共纯化技术制备。智飞绿竹研制的组份百白破（DTcP）疫苗是新一代的无细胞百白破疫苗，采用单独纯化的百日咳有效组份配制出的质量均一疫苗产品，可替代目前免疫规划疫苗中的百白破疫苗，市场前景广阔。公司组份百白破疫苗于 2019 年 9 月 1 日公告获得临床试验通知书，目前产品管线推进顺利。
- 国内组分百白破疫苗竞争格局良好。**根据公司公告、公司官网和 CDE 临床试验登记与信息公示平台，目前不完全统计国内康泰生物，康希诺、武汉所等企业的组分百白破疫苗产品已进入临床试验阶段。公司 I 期临床试验采用单中心、非随机化、开放、单臂设计思路，受试者年龄分布为 3 月至 6 岁，3 月龄儿童基础免疫 3 剂，每剂间隔 30 天；18-24 月龄受试者接种 1 剂；4-6 岁受试者接种 1 剂；主要终点指标为每剂疫苗接种后不良事件的发生率，评价时间为每剂疫苗接种后 30 天。
- 重组亚单位新冠疫苗获乌兹别克斯坦批准紧急使用。**公司新冠疫苗乌兹别克斯坦国际 III 期临床试验进展顺利，表现出良好的安全性和有效性，乌兹别克斯坦授予公司疫苗在乌境内紧急使用和销售许可。我们认为，如未来在其他国家亦顺利获批上市，有望为公司贡献较强业绩弹性。

盈利调整与投资建议

- 公司作为国产疫苗行业龙头，常规疫苗品种和新冠疫苗研发有序推进，我们维持盈利预测，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

- 商业伙伴合作持续性风险；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

- 《业绩符合预期，重磅产品管线有序推进-智飞生物公司点评》，2021.2.22
- 《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

0021-60088224

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 |
| 主营业务收入 | 1,343 | 5,228 | 10,587 | 15,199 | 20,029 | 23,775 | 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 |
| 主营业务成本 | -288 | -2,365 | -6,136 | -8,884 | -11,809 | -13,872 | 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 |
| 毛利 | 1,055 | 2,863 | 4,452 | 6,315 | 8,220 | 9,903 | 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% |
| 营业税金及附加 | -12 | -28 | -51 | -76 | -100 | -119 | 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 |
| 销售费用 | -314 | -765 | -1,096 | -1,275 | -1,242 | -1,783 | %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 |
| 管理费用 | -187 | -134 | -183 | -243 | -310 | -357 | 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% |
| 研发费用 | 0 | -143 | -170 | -532 | -1,001 | -713 | 资产总计 | 4,106 | 6,810 | 10,942 | 15,281 | 19,331 | 24,956 |
| %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 |
| 息税前利润 (EBIT) | 541 | 1,793 | 2,952 | 4,189 | 5,566 | 6,931 | 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 |
| 财务费用 | 12 | -18 | -75 | -154 | -155 | -117 | %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 |
| 资产减值损失 | -47 | -74 | -86 | -99 | -140 | -152 | 其他长期负债 | 99 | 94 | 123 | 119 | 117 | 115 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | -1 | -12 | 0 | 0 | 负债 | 1,168 | 2,629 | 5,195 | 7,033 | 7,604 | 8,754 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 普通股股东权益 | 2,938 | 4,181 | 5,747 | 8,247 | 11,726 | 16,202 |
| %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 |
| 营业利润 | 512 | 1,713 | 2,814 | 3,924 | 5,273 | 6,662 | 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 |
| 营业外收支 | -8 | -20 | -48 | -60 | -75 | -110 | 负债股东权益合计 | 4,106 | 6,810 | 10,942 | 15,281 | 19,331 | 24,956 |
| 税前利润 | 505 | 1,692 | 2,765 | 3,864 | 5,198 | 6,552 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 37.6% | 32.4% | 26.1% | 25.4% | 26.0% | 27.6% | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | -72 | -241 | -399 | -564 | -759 | -957 | 每股指标 | | | | | | |
| 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 |
| 净利润 | 432 | 1,451 | 2,366 | 3,300 | 4,439 | 5,596 | 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 |
| 归属于母公司的净利润 | 432 | 1,451 | 2,366 | 3,300 | 4,439 | 5,596 | 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% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 14.72% | 34.71% | 41.17% | 40.01% | 37.86% | 34.54% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 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 | 增长率 | | | | | | |
| 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% |
| 经营活动现金净流 | 204 | 586 | 1,299 | 2,317 | 2,888 | 4,469 | 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 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 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 |
| 投资活动现金净流 | -251 | -493 | -623 | -871 | -904 | -839 | 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 | 偿债能力 | | | | | | |
| 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% |
| 筹资活动现金净流 | 141 | -286 | -392 | 154 | -1,720 | -1,007 | EBIT 利息保障倍数 | -44.7 | 98.7 | 39.4 | 27.2 | 36.0 | 59.0 |
| 现金净流量 | 93 | -194 | 284 | 1,600 | 263 | 2,624 | 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 | 3 | 20 | 35 | 61 | 121 |
| 增持 | 0 | 5 | 9 | 16 | 1 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.20 | 1.20 | 1.23 | 1.02 |

来源：聚源数据

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。

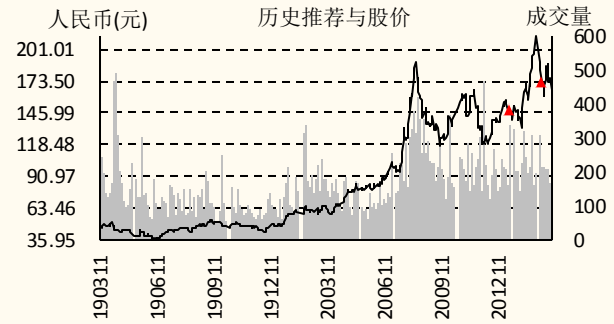
最终评分与平均投资建议对照：

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

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 |
| 2 | 2021-02-22 | 买入 | 182.50 | N/A |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



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