

## 智飞生物 (300122.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 187.00 元

## 市场数据(人民币)



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,587	15,190	20,029	23,775	27,874
营业收入增长率	102.50%	43.48%	31.85%	18.70%	17.24%
归母净利润(百万元)	2,366	3,301	4,553	5,791	7,085
归母净利润增长率	63.05%	39.51%	37.91%	27.19%	22.34%
摊薄每股收益(元)	1.479	2.063	2.846	3.619	4.428
每股经营性现金流净额	0.79	2.07	2.89	3.58	4.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.17%	40.02%	37.94%	34.40%	31.08%
P/E	33.58	71.69	65.72	51.67	42.23
P/B	13.82	28.69	24.93	17.78	13.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 4月19日，公司公布2020年年报和2021年一季报，2020年实现营业收入151.90亿元，同比增长43.48%。实现归母净利润33.01亿元，同比增长39.51%。业绩符合预期。
- 2021Q1实现营业收入39.27亿元，同比增长49.04%。实现归母净利润9.38亿元，同比增长81.69%。

## 点评

- **经营效率与盈利能力稳健。**2021年一季度，公司实现毛利率40.95%，实现净利率23.89%，较2019年基本保持稳定。公司经营效率持续提高，费用管控良好，总体呈下降趋势。
- **代理产品线持续高增长。**2020年，公司代理四价HPV疫苗实现批签发722万支，同比增长30%。九价HPV实现批签发507万支，同比增长52%。21年一季度，四价HPV批签发166万支，同比增长47%，九价HPV批签发121万支，同比增长191%，继续保持高增长态势。
- **自主产品线高增长，在研管线逐步进入收获期。**21年一季度，公司ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗实现批签发216万支(+140%)，AC群脑膜炎球菌多糖结合疫苗实现批签发184万支(+90%)，hib疫苗实现批签发86万支。在研方面，母牛分歧杆菌疫苗(结核感染人群用)处于注册审批阶段，流感病毒裂解疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗等已完成临床试验。
- **重组亚单位蛋白新冠疫苗纳入国家紧急使用，有望贡献较大业绩弹性。**3月17日，公司重组新型冠状病毒疫苗(CHO细胞)获得中国国内紧急使用批准，成为国内第四款获批紧急使用的新冠病毒疫苗，也是国际上第一个获批临床使用的新冠病毒重组亚单位蛋白疫苗。重组亚单位蛋白技术路径产业化优势强，存储和运输便捷，未来有望为公司带来增量业绩。

## 盈利调整与投资建议

- 公司作为国内疫苗领军企业，代理自研双线驱动，暂不考虑新冠疫苗的业绩弹性贡献，我们预计公司21-23年实现归母净利润45.53亿、57.91亿、70.85亿元，同比增长38%、27%、22%。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 商业合作伙伴的持续性风险；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。

袁维

 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
 (8621)60230221  
 yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 内容目录

业绩稳健高增长，代理自研双轮驱动 .....	3
重磅自研产品管线逐步进入收获期，重组新冠疫苗有望放量 .....	5

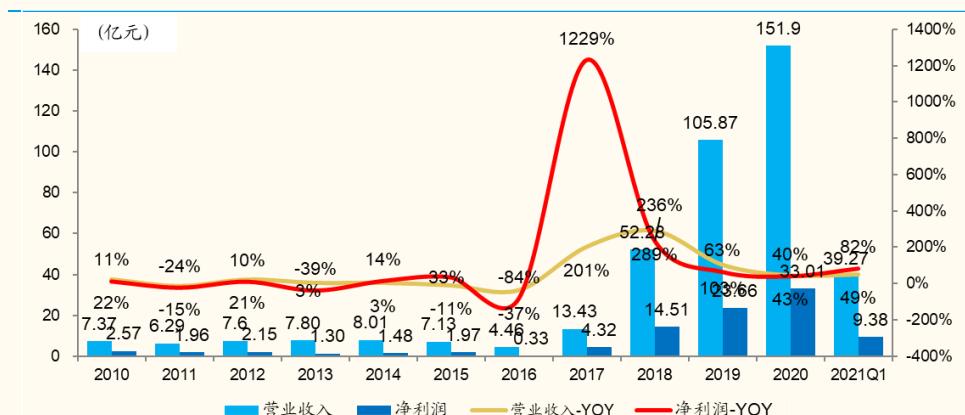
## 图表目录

图表 1：2010-2021 年 Q1 公司业绩增长情况.....	3
图表 2：2016-2021Q1 公司主要疫苗品种批签发量.....	4
图表 3：2010-2021 年 Q1 公司毛利率与净利率情况.....	4
图表 4：2010-2020 年公司四项费用率情况.....	4
图表 5：2016-2020 年公司资产周转情况.....	5
图表 6：公司主要在研产品管线进展.....	5
图表 7：重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）产品图示 .....	6

## 业绩稳健高增长，代理自研双轮驱动

- **业绩持续高增长。**2020年实现营业收入151.90亿元，同比增长43.48%。实现归母净利润33.01亿元，同比增长39.51%。业绩符合预期。
- **2020Q4**实现营业收入41.41亿元，同比增长41.74%。实现归母净利润8.23亿元，同比增长36.33%。
- **2021Q1**实现营业收入39.27亿元，同比增长49.04%。实现归母净利润9.38亿元，同比增长81.69%。2021年第一季度，公司不断地加大自主产品生产、销售工作力度，同时提高了代理产品采购，自研和代理产品线共同助力业绩高增长。

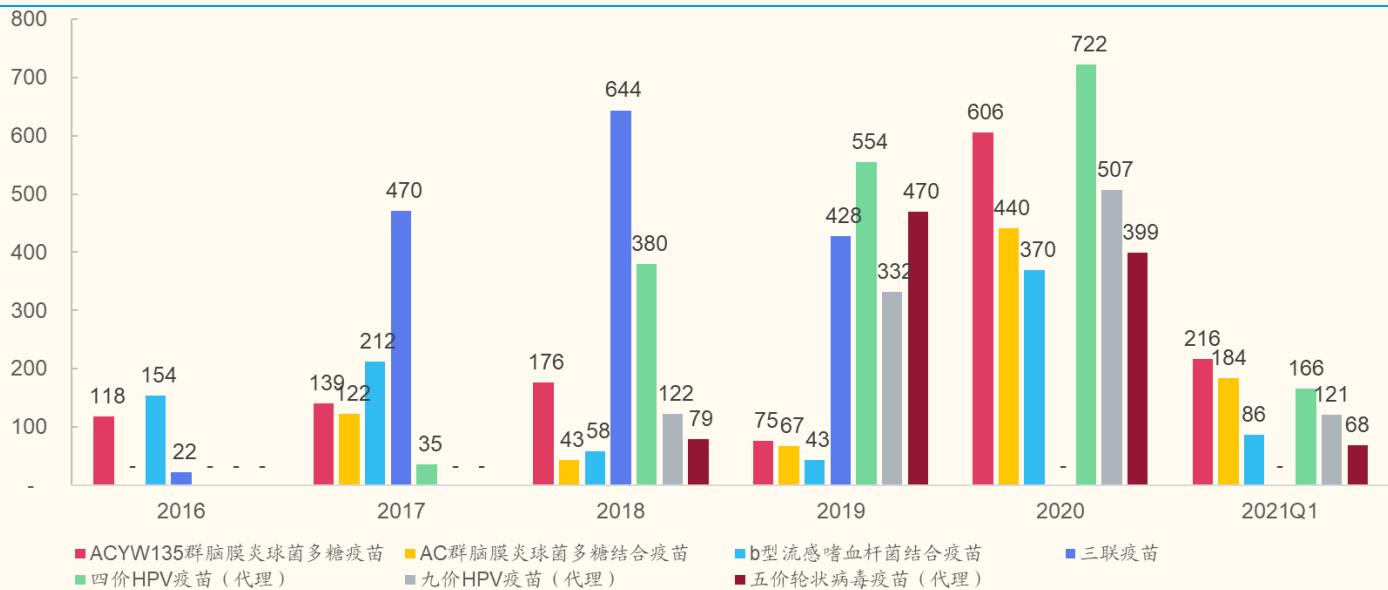
图表 1：2010-2021年Q1公司业绩增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **一季度代理产品与自主产品批签发同步实行高增长，带动业绩表现亮眼。**2020年，公司代理产品续展顺利，与默沙东公司签署《供应、经销与共同推广协议》的落地进一步明确了截至2023年6月底之前的产品采购计划。2021Q1公司四价HPV批签发166万支，同比增长47%，九价HPV批签发121万支，同比增长191%。持续保持高增长。
- **2021年一季度，公司ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗实现批签发216万支，同比增长140%，AC群脑膜炎球菌多糖结合疫苗实现批签发184万支，同比增长90%，hib疫苗实现批签发86万支。自主产品签发量实现较大提升。**

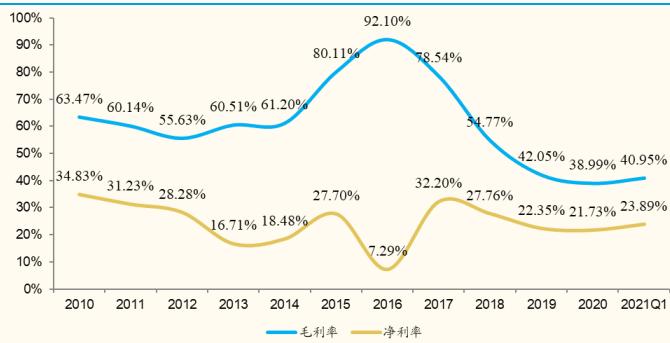
图表 2: 2016-2021Q1 公司主要疫苗品种批签发量



来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所

■ **经营效率与盈利能力稳健。**2021 年一季度，公司实现毛利率 40.95%，实现净利率 23.89%，较 2019 年基本保持稳定。公司经营效率持续提高，费用管控良好，总体呈下降趋势。2021 年 Q1 销售费用率为 6.93%，持续保持下行，研发费用率为 1.57%，2020 年由于新冠疫苗开发支出，研发费用率有所上升。

图表 3: 2010-2021年 Q1 公司毛利率与净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

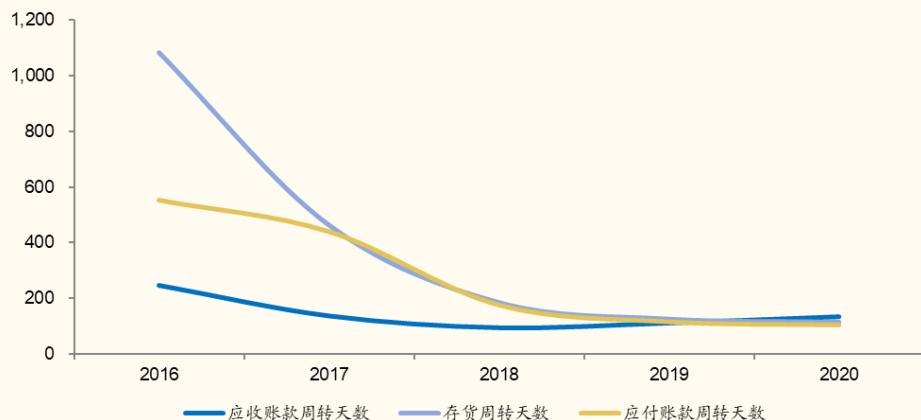
图表 4: 2010-2020 年公司四项费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **2020 年，公司应收账款周转天数为 132.89，同比增长 20.22%；存货周转天数为 115.98，同比下降 8.65%；应付账款周转天数为 103.25，同比减少 9.63%。资产周转情况良好。**

图表 5: 2016-2020 年公司资产周转情况



来源：公司公告，国金证券研究所

### 重磅自研产品管线逐步进入收获期，重组新冠疫苗有望放量

- **结核产品矩阵不断突破，多产品研发顺利推进。** 2020 年 4 月 29 日，公司 EC 诊断试剂获得 NMPA 药品注册批件。截至 2021 年 4 月 1 日，已有北京、上海、河南、山东、湖南、四川、浙江、安徽等 22 个省级单位已中标挂网。母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）处于 CDE 专业审评中，结核病“诊断、免疫预防、治疗”布局持续完善。在研方面，流感病毒裂解疫苗、23 价肺炎球菌多糖疫苗等已完成临床试验。

图表 6：公司主要在研产品管线进展

序号	药物名称	试验阶段	应用领域
1	母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）	申报生产	结核防治
2	流感病毒裂解疫苗	临床试验已完成	流感疫苗
3	23 价肺炎球菌多糖疫苗	临床试验已完成	肺炎疫苗
4	重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）（ZF2001）	III 期	新冠疫苗
5	四价流感病毒裂解疫苗	III 期	流感疫苗
6	15 价肺炎球菌结合疫苗	III 期	肺炎疫苗
7	冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）	III 期	狂犬疫苗
8	冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	III 期	狂犬疫苗

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2021 年 3 月 17 日，公司重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）获得中国国内紧急使用批准，成为国内第四款获批紧急使用的新冠病毒疫苗，也是国际上第一个获批临床使用的新冠病毒重组亚单位蛋白疫苗。
- **首个国际重组亚单位蛋白新冠疫苗获批国内紧急使用，有望业绩贡献弹性。** 重组亚单位疫苗是国内公司新冠疫苗是国务院应对新冠疫情联防联控机制科研攻关组布局的 5 条技术路线之一。在高福院士的带领下，包括严景华、戴连攀等在内的科技攻关团队设计了针对  $\beta$  冠状病毒感染性疾病的通用疫苗构建策略，研究成果发表于 Cell 期刊。此前，公司新冠疫苗在乌兹别克斯坦启动的首个国际 III 期临床试验结果表现优异，获得乌兹别克斯坦高度认可，该国已授予公司新冠疫苗在乌境内紧急使用和销售许可。

- 重组亚单位蛋白新冠疫苗产业化能力优异，放量基础扎实。重组亚单位蛋白技术路径生产采用工程化细胞（CHO）生产重组蛋白，具备生产工艺稳定可靠，大规模产业化生产速度快，疫苗生产成本低，且存储和运输便捷等诸多优势。

图表 7：重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）产品图示



来源：中科院微生物所官微，国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,228</b>	<b>10,587</b>	<b>15,190</b>	<b>20,029</b>	<b>23,775</b>	<b>27,874</b>
增长率	102.5%	43.5%	31.9%	18.7%	17.2%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,365</b>	<b>-6,136</b>	<b>-9,268</b>	<b>-12,008</b>	<b>-14,075</b>	<b>-16,362</b>
%销售收入	45.2%	58.0%	61.0%	60.0%	59.2%	58.7%
<b>毛利</b>	<b>2,863</b>	<b>4,452</b>	<b>5,922</b>	<b>8,022</b>	<b>9,700</b>	<b>11,512</b>
%销售收入	54.8%	42.0%	39.0%	40.1%	40.8%	41.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-28</b>	<b>-51</b>	<b>-71</b>	<b>-100</b>	<b>-119</b>	<b>-139</b>
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>销售费用</b>	<b>-765</b>	<b>-1,096</b>	<b>-1,198</b>	<b>-1,602</b>	<b>-1,783</b>	<b>-1,951</b>
%销售收入	14.6%	10.3%	7.9%	8.0%	7.5%	7.0%
<b>管理费用</b>	<b>-134</b>	<b>-183</b>	<b>-212</b>	<b>-320</b>	<b>-369</b>	<b>-418</b>
%销售收入	2.6%	1.7%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%
<b>研发费用</b>	<b>-143</b>	<b>-170</b>	<b>-300</b>	<b>-401</b>	<b>-499</b>	<b>-613</b>
%销售收入	2.7%	1.6%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>1,793</b>	<b>2,952</b>	<b>4,142</b>	<b>5,598</b>	<b>6,930</b>	<b>8,390</b>
%销售收入	34.3%	27.9%	27.3%	28.0%	29.2%	30.1%
<b>财务费用</b>	<b>-18</b>	<b>-75</b>	<b>-131</b>	<b>-74</b>	<b>48</b>	<b>137</b>
%销售收入	0.3%	0.7%	0.9%	0.4%	-0.2%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-74</b>	<b>86</b>	<b>131</b>	<b>-121</b>	<b>-123</b>	<b>-122</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>1,713</b>	<b>2,814</b>	<b>3,895</b>	<b>5,391</b>	<b>6,856</b>	<b>8,406</b>
<b>营业利润率</b>	<b>32.8%</b>	<b>26.6%</b>	<b>25.6%</b>	<b>26.9%</b>	<b>28.8%</b>	<b>30.2%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-20</b>	<b>-48</b>	<b>-41</b>	<b>-60</b>	<b>-75</b>	<b>-110</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,692</b>	<b>2,765</b>	<b>3,854</b>	<b>5,331</b>	<b>6,781</b>	<b>8,296</b>
<b>利润率</b>	<b>32.4%</b>	<b>26.1%</b>	<b>25.4%</b>	<b>26.6%</b>	<b>28.5%</b>	<b>29.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-241</b>	<b>-399</b>	<b>-553</b>	<b>-778</b>	<b>-990</b>	<b>-1,211</b>
<b>所得税率</b>	<b>14.2%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.6%</b>	<b>14.6%</b>	<b>14.6%</b>
<b>净利润</b>	<b>1,451</b>	<b>2,366</b>	<b>3,301</b>	<b>4,553</b>	<b>5,791</b>	<b>7,085</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,451</b>	<b>2,366</b>	<b>3,301</b>	<b>4,553</b>	<b>5,791</b>	<b>7,085</b>
<b>净利率</b>	<b>27.8%</b>	<b>22.4%</b>	<b>21.7%</b>	<b>22.7%</b>	<b>24.4%</b>	<b>25.4%</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>769</b>	<b>1,150</b>	<b>1,437</b>	<b>2,259</b>	<b>6,175</b>	<b>11,466</b>
<b>应收账款</b>	<b>2,038</b>	<b>4,500</b>	<b>6,633</b>	<b>7,122</b>	<b>8,028</b>	<b>8,950</b>
<b>存货</b>	<b>1,784</b>	<b>2,484</b>	<b>3,406</b>	<b>3,783</b>	<b>4,242</b>	<b>4,707</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>24</b>	<b>31</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	<b>82</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,616</b>	<b>8,167</b>	<b>11,537</b>	<b>13,224</b>	<b>18,515</b>	<b>25,205</b>
%总资产	67.8%	74.6%	75.8%	77.3%	80.4%	83.4%
<b>长期投资</b>	<b>51</b>	<b>101</b>	<b>182</b>	<b>192</b>	<b>202</b>	<b>212</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,525</b>	<b>1,984</b>	<b>2,387</b>	<b>2,852</b>	<b>3,190</b>	<b>3,407</b>
%总资产	22.4%	18.1%	15.7%	16.7%	13.9%	11.3%
<b>无形资产</b>	<b>428</b>	<b>501</b>	<b>693</b>	<b>829</b>	<b>1,120</b>	<b>1,402</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,194</b>	<b>2,776</b>	<b>3,678</b>	<b>3,873</b>	<b>4,512</b>	<b>5,021</b>
%总资产	32.2%	25.4%	24.2%	22.7%	19.6%	16.6%
<b>资产总计</b>	<b>6,810</b>	<b>10,942</b>	<b>15,215</b>	<b>17,097</b>	<b>23,027</b>	<b>30,226</b>
<b>短期借款</b>	<b>621</b>	<b>2,384</b>	<b>2,874</b>	<b>553</b>	<b>649</b>	<b>740</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,732</b>	<b>2,298</b>	<b>3,189</b>	<b>3,822</b>	<b>4,672</b>	<b>5,655</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>183</b>	<b>390</b>	<b>754</b>	<b>601</b>	<b>756</b>	<b>919</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,536</b>	<b>5,072</b>	<b>6,817</b>	<b>4,976</b>	<b>6,077</b>	<b>7,313</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>94</b>	<b>123</b>	<b>150</b>	<b>119</b>	<b>117</b>	<b>115</b>
<b>负债</b>	<b>2,629</b>	<b>5,195</b>	<b>6,967</b>	<b>5,095</b>	<b>6,194</b>	<b>7,428</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,181</b>	<b>5,747</b>	<b>8,249</b>	<b>12,002</b>	<b>16,833</b>	<b>22,797</b>
其中：股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
未分配利润	2,098	3,473	5,656	9,409	14,240	20,205
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,810</b>	<b>10,942</b>	<b>15,215</b>	<b>17,097</b>	<b>23,027</b>	<b>30,226</b>

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.907	1.479	2.063	2.846	3.619	4.428
每股净资产	2.613	3.592	5.155	7.501	10.520	14.248
每股经营现金净流	0.366	0.789	2.074	2.887	3.579	4.504
每股股利	0.500	0.500	0.500	0.500	0.600	0.700
<b>回报率</b>						
净资产收益率	34.71%	41.17%	40.02%	37.94%	34.40%	31.08%
总资产收益率	21.31%	21.63%	21.70%	26.63%	25.15%	23.44%
投入资本收益率	32.02%	30.98%	31.81%	38.00%	33.81%	30.41%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	289.43%	102.50%	43.48%	31.85%	18.70%	17.24%
EBIT增长率	231.68%	64.63%	40.30%	35.16%	23.80%	21.06%
净利润增长率	235.75%	63.05%	39.51%	37.91%	27.19%	22.34%
总资产增长率	65.86%	60.68%	39.05%	12.37%	34.69%	31.26%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	93.4	110.5	132.9	130.0	125.0	120.0
存货周转天数	186.1	127.0	116.0	115.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	175.0	114.2	103.2	110.0	115.0	120.0
固定资产周转天数	65.2	35.7	35.6	31.8	28.9	24.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-3.55%	21.47%	17.42%	-14.21%	-32.83%	-47.05%
EBIT利息保障倍数	98.7	39.4	31.5	75.3	-145.1	-61.3
资产负债率	38.61%	47.48%	45.79%	29.80%	26.90%	24.58%

来源：公司年报、国金证券研究所  
 现金流量表 (人民币百万元)

**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	0	8	34	49	113
增持	0	3	9	13	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.27</b>	<b>1.21</b>	<b>1.21</b>	<b>1.03</b>

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
2	2021-02-22	买入	182.50	N/A
3	2021-03-10	买入	147.78	N/A

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，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。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