

## 业绩实现高增长，“自研+代理”两开花

——智飞生物 2020 年年报&2021Q1 季报点评

买入|维持

### 事件:

2021年4月19日,公司公告2020年年度报告:全年实现营收151.90亿元(+43.48%),归母净利润33.01亿元(+39.51%),扣非归母净利润33.23亿元(+39.13%);同时,公告2021年一季度报告:2021Q1实现营收39.27亿元(+49.04%),归母净利润9.38亿元(+81.69%),扣非归母净利润9.42亿元(+79.68%)。

### 国元观点:

#### ● MSD代理协议顺利续签,HPV疫苗持续高速增长

2020年12月,公司与MSD的代理协议顺利续约至2023年,基础采购金额有所提升,代理产品未来仍将结合公司强大销售渠道优势贡献主要营收。2020年公司代理疫苗产品实现营收139.55亿元(+51.88%),占比达91.86%,毛利率为34.82%(+1.19pct),其中9价HPV疫苗批签发量达506.64万支(+30.23%),4价HPV721.95万支(+52.41%),5价轮状疫苗399.33万支(-15.00%);2021Q1公司代理的9价HPV疫苗实现批签发120.57万支(+191.02%),4价HPV疫苗166.00万支(+47.46%)。

#### ● 产品升级完成,自主产品实现量价齐升

公司自主产品在2020年基本完成由西林瓶到预灌封的升级,中标价显著提升,公开中标信息的整理结果显示,2021年公司AC结合疫苗平均中标价由2019年的100元增至115元,ACYW多糖疫苗由2019年的113元增至147元。2020年全年自主疫苗产品实现营业收入11.98亿元(-9.50%),毛利率为86.52%(-7.20%),其中ACYW多糖疫苗实现批签发606.24万支(+703.18%),AC结合疫苗440.41万支(+558.10%),Hib疫苗369.77万支(+764.13%),流感疫苗和Hib疫苗销售大幅增长替代原本的三联苗。2021Q1,公司自主产品ACYW多糖疫苗实现批签发215.69万支(+140.19%),AC结合疫苗183.99万支(+89.53%),实现进一步放量。

#### ● 研发推进顺利,新冠疫苗获批紧急使用

公司创新管线丰富,母牛分枝杆菌结核疫苗已经申报生产,流感疫苗、15价肺炎疫苗、狂犬疫苗等均已经进入III期临床或完成临床试验,多款重磅自研产品有望于未来数年内上市,公司联合中科院微生物所研发重组新型冠状病毒疫苗(CHO细胞)已于2021年3月获得批准在国内紧急使用,目前已在开展接种,公司新冠疫苗年产能有望达到3亿剂,假设每支疫苗60元,对应年产值将达到180亿元。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司是国内疫苗行业龙头,MSD代理协议顺利续签,自主产品研发管线丰富,新冠疫苗有望放量,未来业绩确定性高。考虑新冠疫苗的影响,我们预计公司2021-2023年营业收入分别为224.71/274.75/328.67亿元,归母净利润49.17/63.70/78.65亿元,EPS为3.07/3.98/4.92元/股,对应PE61/47/38倍,维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

应收账款坏账风险;新品研发和上市存在不确定性;产品安全性风险。

### 附表:盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10587.32	15190.37	22471.45	27474.81	32866.85
收入同比(%)	102.50	43.48	47.93	22.27	19.63
归母净利润(百万元)	2366.44	3301.33	4916.53	6370.46	7864.60
归母净利润同比(%)	63.05	39.51	48.93	29.57	23.45
ROE(%)	41.17	40.02	37.34	34.00	30.48
每股收益(元)	1.48	2.06	3.07	3.98	4.92
市盈率(P/E)	126.43	90.63	60.86	46.97	38.04

资料来源:Wind,国元证券研究所

当前价: 175.49元

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 212.6/77.33

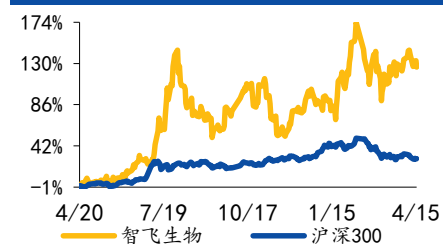
A股流通股(百万股): 900.37

A股总股本(百万股): 1600.00

流通市值(百万元): 158005.76

总市值(百万元): 280784.00

### 过去一年股价走势



资料来源:Wind

### 相关研究报告

《国元证券行业研究-疫苗行业跟踪:2021年一季度批签发跟踪》2021.04.15

《国元证券公司研究-智飞生物(300122)2020三季报点评:Q3收入增长超预期,产品维持高景气度》2020.10.16

《国元证券公司研究-智飞生物(300122)2020半年报点评:Q2恢复高速增长,新冠疫苗进展领先》2020.08.04

### 报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 张俊

电话 021-51097188

邮箱 zhangjun\_sh@gyzq.com.cn

图 1：2018-2021Q1 公司营收情况（亿元，%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：2018-2021Q1 公司归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

表 1：智飞生物与默沙东采购协议汇总（亿元）

产品	4/9 价 HPV 疫苗			5 价轮状病毒			23 价肺炎球菌疫苗 以及灭活甲肝疫苗			上一期实际采购金额		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2018	2019	2020Q1-3
基础采购额 (亿元)	102.89	115.57	62.60	10.40						30.71	60.89	72.13
	可上调至 120.40	可上调至 135.96	可上调至 89.43	可上调至 13.00	11.05	5.72	2.78	2.79	1.47			

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 2：智飞生物自研产品管线情况

序号	药品名称	状态更新日期	进展情况
1	重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞) (ZF2001)	2021/3/17	获批紧急使用
2	母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用)	2018/5/2	CDE 专业审评中
3	流感病毒裂解疫苗	2015/3/19	完成临床试验, 并获得临床试验总结报告
4	23 价肺炎球菌多糖疫苗	2020/2/19	III 期临床临床试验已完成
5	15 价肺炎球菌结合疫苗	2020/12/23	III 期临床试验进行中
6	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	2019/9/4	III 期临床试验进行中
7	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	2020/12/10	III 期临床试验进行中
8	四价流感病毒裂解疫苗	2019/5/14	III 期临床试验进行中
9	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	2019/1/16	II 期临床已完成
10	ACYW135 群流脑结合疫苗	2018/12/25	II 期临床已完成
11	四价重组诺如病毒疫苗 (毕赤酵母)	2020/5/13	I/II 期临床试验进行中
12	冻干重组结核疫苗 (AEC/BC02)	2018/2/9	I 期临床已完成
13	肠道病毒 71 型灭活疫苗	2020/6/15	I 期临床试验进行中
14	皮内注射用卡介苗	2020/10/10	I 期临床试验进行中
15	卡介苗纯蛋白衍生物	2020/10/12	I 期临床试验进行中
16	灭活轮状病毒疫苗	2020/9/29	获批临床
17	组份百白破疫苗	2021/3/9	获批临床

资料来源：公司公告，CDE，药智网，国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	8166.52	11537.00	17754.16	23192.48	30788.77	
现金	1150.11	1437.46	2446.04	4242.79	8089.87	
应收账款	4436.93	6624.17	9671.78	11877.18	14187.42	
其他应收款	63.09	9.07	52.24	47.91	63.67	
预付账款	31.11	55.67	79.90	95.79	111.90	
存货	2484.48	3405.59	5500.38	6924.55	8331.67	
其他流动资产	0.80	5.04	3.82	4.26	4.23	
<b>非流动资产</b>	2775.90	3678.25	4138.67	4535.37	4713.24	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	1036.84	1480.24	1675.51	1895.97	2264.46	
无形资产	240.86	270.53	267.21	263.74	260.32	
其他非流动资产	1498.21	1927.48	2195.95	2375.66	2188.46	
<b>资产总计</b>	10942.42	15215.24	21892.83	27727.85	35502.01	
<b>流动负债</b>	5072.00	6816.51	8600.37	8858.80	9565.57	
短期借款	2383.94	2873.99	2600.00	2000.00	1500.00	
应付账款	2213.35	3029.85	4988.23	5715.47	6778.63	
其他流动负债	474.71	912.67	1012.14	1143.32	1286.93	
<b>非流动负债</b>	123.08	150.07	127.27	133.40	136.19	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	123.08	150.07	127.27	133.40	136.19	
<b>负债合计</b>	5195.08	6966.58	8727.64	8992.20	9701.76	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	
资本公积	207.96	207.96	207.96	207.96	207.96	
留存收益	3939.37	6440.70	11357.23	16927.69	23992.29	
归属母公司股东权益	5747.34	8248.66	13165.19	18735.65	25800.25	
<b>负债和股东权益</b>	10942.42	15215.24	21892.83	27727.85	35502.01	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	1366.99	3496.69	2134.38	3788.34	5531.86	
净利润	2366.44	3301.33	4916.53	6370.46	7864.60	
折旧摊销	96.56	131.43	133.91	150.62	172.32	
财务费用	74.93	131.38	144.80	104.56	43.34	
投资损失	0.00	-0.75	-0.38	-0.44	-0.47	
营运资金变动	-1256.02	-158.93	-3384.82	-2660.78	-2579.86	
其他经营现金流	85.09	92.23	324.33	-176.07	31.94	
<b>投资活动现金流</b>	-622.73	-896.88	-707.53	-486.86	-341.50	
资本支出	572.93	826.98	620.00	420.00	270.00	
长期投资	50.00	70.00	-5.53	0.92	0.46	
其他投资现金流	0.20	0.10	-93.06	-65.95	-71.03	
<b>筹资活动现金流</b>	-392.80	-2113.59	-418.27	-1504.73	-1343.28	
短期借款	1762.93	490.05	-273.99	-600.00	-500.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-2155.73	-2603.64	-144.28	-904.73	-843.28	
<b>现金净增加额</b>	352.31	481.29	1008.58	1796.75	3847.09	

**利润表**

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	10587.32	15190.37	22471.45	27474.81	32866.85	
营业成本	6135.82	9268.01	14031.59	16520.06	19414.80	
营业税金及附加	51.41	70.99	106.39	129.52	155.16	
营业费用	1095.58	1197.51	1550.53	2060.61	2629.35	
管理费用	182.69	212.26	337.07	494.55	525.87	
研发费用	169.55	299.65	554.35	720.66	900.82	
财务费用	74.93	131.38	144.80	104.56	43.34	
资产减值损失	-18.23	-47.79	-5.00	-5.00	-5.00	
公允价值变动收益	-1.07	-13.33	-1.00	-3.08	-3.70	
投资净收益	0.00	0.75	0.38	0.44	0.47	
<b>营业利润</b>	2813.52	3895.08	5761.09	7463.26	9213.31	
营业外收入	0.91	0.13	0.50	0.45	0.41	
营业外支出	49.05	41.14	20.00	25.00	30.00	
<b>利润总额</b>	2765.38	3854.07	5741.59	7438.70	9183.72	
所得税	398.94	552.75	825.07	1068.24	1319.13	
<b>净利润</b>	2366.44	3301.33	4916.53	6370.46	7864.60	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司净利润</b>	2366.44	3301.33	4916.53	6370.46	7864.60	
EBITDA	2985.00	4157.90	6039.81	7718.43	9428.97	
EPS (元)	1.48	2.06	3.07	3.98	4.92	

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	102.50	43.48	47.93	22.27	19.63
营业利润(%)	64.28	38.44	47.91	29.55	23.45
归属母公司净利润(%)	63.05	39.51	48.93	29.57	23.45
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.05	38.99	37.56	39.87	40.93
净利率(%)	22.35	21.73	21.88	23.19	23.93
ROE(%)	41.17	40.02	37.34	34.00	30.48
ROIC(%)	36.13	37.19	38.88	40.21	42.12
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.48	45.79	39.87	32.43	27.33
净负债比率(%)	45.89	41.25	29.79	22.24	15.46
流动比率	1.61	1.69	2.06	2.62	3.22
速动比率	1.12	1.19	1.41	1.83	2.35
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.19	1.16	1.21	1.11	1.04
应收账款周转率	3.16	2.71	2.74	2.52	2.50
应付账款周转率	3.19	3.54	3.50	3.09	3.11
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.48	2.06	3.07	3.98	4.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	2.19	1.33	2.37	3.46
每股净资产(最新摊薄)	3.59	5.16	8.23	11.71	16.13
<b>估值比率</b>					
P/E	126.43	90.63	60.86	46.97	38.04
P/B	52.06	36.27	22.73	15.97	11.60
EV/EBITDA	100.61	72.23	49.73	38.91	31.85

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188