

2021年04月25日

证券研究报告·2020 年报和 2021 一季报点评

智飞生物 (300122) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 193.33 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 代理业务延续高增长，自主产品迎来拐点

### 投资要点

- **事件:** 1) 近日, 公司发布 2020 年年报, 全年收入 151.9 亿元 (+43.5%), 归母净利润 33 亿元 (+39.5%), 扣非归母净利润 33.2 亿元 (+39.1%)。2) 公司发布 2021 一季报, Q1 收入 39.3 亿元 (+49%), 归母净利润 9.4 亿元 (+81.7%), 扣非归母净利润 9.4 亿元 (+79.7%)。
- **2020 年代理业务驱动业绩高成长。**2020 年业绩符合预期, 分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 26.3/43.6/40.6/41.4 亿元 (+14.9%/+58.8%/+54.4%/+41.7%), Q1/Q2/Q3/Q4 单季度归母净利润分别为 5.2/9.9/9.7/8.2 亿元 (+2.8%/+53.2%/+58.1%/+36.2%), 四季度收入、净利润延续高速增长的态势。**分业务看,**2020 年自主产品收入 12 亿元 (-10.2%), 预计再注册导致三联苗销售剩余库存贡献约 3 亿元, 同时预充装 ACYW135 多糖疫苗、预充装 AC 结合疫苗以及预充装 Hib 疫苗等升级产品大幅放量有所弥补, 预计贡献 8.5~9 亿元, 取得翻倍以上增长; **代理产品**收入 139.6 亿元 (+51.9%), 成为 2020 年业绩增长的主要驱动力, 预计 HPV 疫苗合计销售约 1200 万剂, 其中九价 HPV 贡献的较多的收入增量, 同时自产业务逐步回暖, 主要由于预充装 ACYW135 多糖疫苗、预充装 AC 结合疫苗以及预充装 Hib 疫苗等升级优化产品大幅放量, 有效弥补三联苗再注册的断档期。
- **2021Q1 业绩加速增长, 其中代理业务延续高增长, 自主产品迎来拐点。**2021Q1 业绩加速增长, 收入、归母净利润相比 2019Q1 分别增长 71.2%和 86.9%, 自主产品及代理产品均有较大增长所致。**根据一季报母公司收入 35.6 亿元 (+39.7%), 预计 Q1 代理产品收入约 30~35 亿元, 同比增长约 40%, 其中 HPV 疫苗仍供不应求, 我们预计 4 价和 9 价 HPV 疫苗销量合计超过 300 万剂, 收入超过 30 亿元。根据测算, 预计自主产品 3.5~4 亿元, 同比增长约 250%~300%, 其中预充装 ACYW135 多糖疫苗、预充装 AC 结合疫苗以及预充装 Hib 疫苗大幅放量。代理业务延续高增长, 自主产品迎来拐点, 2021 年业绩增长可期。**
- **与默沙东代理谈判协议保障采购额稳健增长。**2020 年 12 月 22 日, 公司公司与默沙东签署 5 个品种代理推广协议, 其中 HPV 疫苗 2021、2022、2023H1 基础采购额为 102.89、115.57、62.6 亿元, 可根据实际情况上调至 120.40、135.96、89.43 亿元, 2021 年采购额相比 2020 年的基础采购 83.3 亿元同比增长 23.5%~44.5%, HPV 疫苗终端需求持续旺盛, 谈判协议保障未来代理业务稳健增长。
- **重组新冠疫苗紧急使用, 有望贡献较大的业绩增量。**公司和微生物所合作的重组蛋白新冠疫苗 (ZF2001) 于 2020 年 6 月份启动临床试验, 10 月获得 I、II 期临床试验安全性和免疫原性关键数据, 2021 年 3 月被纳入紧急使用。根据 2020 年 12 月 22 日该疫苗 1 期和 2 期试验公开发表的分析论文, ZF2001 具有良好的耐受性和免疫原性, 无严重不良事件发生, 25 μg 剂量、3 剂程序方案产生的 GMT 水平是恢复期患者的 2 倍, 预计有效性将超过上市标准。目前 ZF2001 海外 III 期临床正在积极推进, 有望为疫情防控贡献力量, 根据公司 2020 年 3 亿剂的产能规划, 预计将贡献较大业绩增量。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn  
联系人: 周章庆  
电话: 021-68416017  
邮箱: zzzq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 16.00       |
| 流通 A 股(亿股)   | 9.00        |
| 52 周内股价区间(元) | 77.33-212.6 |
| 总市值(亿元)      | 3,093.28    |
| 总资产(亿元)      | 171.28      |
| 每股净资产(元)     | 5.74        |

### 相关研究

1. 智飞生物 (300122): 业绩符合预期, 代理产品持续放量 (2021-02-23)
2. 智飞生物 (300122): 业绩符合预期, 代理产品持续放量 (2021-02-22)
3. 智飞生物 (300122): 代理产品强势增长, 自主产品逐步回暖 (2020-10-16)
4. 智飞生物 (300122): 业绩保持强劲增长, 代理品种需求旺盛 (2020-08-04)
5. 智飞生物 (300122): 收入端略超预期, 全年有望持续高增长 (2020-04-30)

- **研发储备充足，自主产品业务有望迎来拐点。**2020 年 12 月 29 日，公司公告 15 价肺炎球菌结合疫苗进入 3 期临床，该疫苗涵盖了亚洲地区检出率最高的 15 种血清型，也符合国内的优势血清型分布，如顺利上市预计将获得较强的竞争优势。2020 年 4 月 29 日公司重组结核杆菌融合蛋白（EC）获批上市，微卡疫苗也有望 2021 年获批，受益于国家肺结核防治计划，后续该产品有望放量。流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、狂犬疫苗（MRC-5 细胞）也在逐渐推进，伴随重磅产品上市，自主产品业务有望迎来拐点。
- **盈利预测与投资建议。**作为国内疫苗龙头，看好公司的研发+销售+产业化多重优势建立的高壁垒，长期价值凸显。不考虑新冠疫苗的贡献，预计 2021-2023 年收入分别为 204.2、263.9、319 亿元，归母净利润 45.5、60、74.3 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫苗临床和销售进展不及预期、研发失败风险、代理产品无法续期风险、疫苗安全事故风险。

| 指标/年度         | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 15190.37 | 20418.24 | 26394.42 | 31896.47 |
| 增长率           | 43.48%   | 34.42%   | 29.27%   | 20.85%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 3301.33  | 4549.33  | 6001.63  | 7429.42  |
| 增长率           | 39.51%   | 37.80%   | 31.92%   | 23.79%   |
| 每股收益 EPS（元）   | 2.06     | 2.84     | 3.75     | 4.64     |
| 净资产收益率 ROE    | 40.02%   | 38.94%   | 37.17%   | 34.48%   |
| PE            | 94       | 68       | 52       | 42       |
| PB            | 37.50    | 26.48    | 19.16    | 14.36    |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           | 现金流量表（百万元）        | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 15190.37        | 20418.24        | 26394.42        | 31896.47        | 净利润               | 3301.33         | 4549.33         | 6001.63         | 7429.42         |
| 营业成本          | 9268.01         | 12165.37        | 15599.78        | 18498.70        | 折旧与摊销             | 131.43          | 223.99          | 223.99          | 223.99          |
| 营业税金及附加       | 70.99           | 99.24           | 126.62          | 153.03          | 财务费用              | 131.38          | 170.80          | 222.04          | 288.65          |
| 销售费用          | 1197.51         | 1437.01         | 1724.41         | 2069.29         | 资产减值损失            | -47.79          | 400.00          | 500.00          | 500.00          |
| 管理费用          | 212.26          | 275.94          | 358.72          | 466.33          | 经营营运资本变动          | -1838.75        | -1147.98        | -2699.23        | -2015.07        |
| 财务费用          | 131.38          | 170.80          | 222.04          | 288.65          | 其他                | 1819.10         | -385.91         | -486.90         | -486.69         |
| 资产减值损失        | -47.79          | 400.00          | 500.00          | 500.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>3496.69</b>  | <b>3810.23</b>  | <b>3761.53</b>  | <b>5940.30</b>  |
| 投资收益          | 0.75            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | -554.66         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 公允价值变动损益      | -13.33          | -13.33          | -13.33          | -13.33          | 其他                | -342.22         | -13.33          | -13.33          | -13.33          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 15.00           | 20.00           | 25.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-896.88</b>  | <b>-13.33</b>   | <b>-13.33</b>   | <b>-13.33</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>3895.08</b>  | <b>5392.11</b>  | <b>7102.42</b>  | <b>8781.48</b>  | 短期借款              | 490.05          | -1905.69        | -968.30         | 0.00            |
| 其他非经营损益       | -41.01          | -39.96          | -41.67          | -40.99          | 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>3854.07</b>  | <b>5352.16</b>  | <b>7060.75</b>  | <b>8740.49</b>  | 股权融资              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 552.75          | 802.82          | 1059.11         | 1311.07         | 支付股利              | -800.00         | -1116.05        | -1537.95        | -2028.92        |
| 净利润           | 3301.33         | 4549.33         | 6001.63         | 7429.42         | 其他                | -1803.64        | -170.80         | -222.04         | -288.65         |
| 少数股东损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-2113.59</b> | <b>-3192.53</b> | <b>-2728.29</b> | <b>-2317.57</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 3301.33         | 4549.33         | 6001.63         | 7429.42         | <b>现金流量净额</b>     | <b>481.29</b>   | <b>604.37</b>   | <b>1019.91</b>  | <b>3609.41</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           | 财务分析指标            | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
| 货币资金          | 1437.46         | 2041.82         | 3061.73         | 6671.14         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 6688.91         | 8746.05         | 11410.26        | 13785.91        | 销售收入增长率           | 43.48%          | 34.42%          | 29.27%          | 20.85%          |
| 存货            | 3405.59         | 4469.48         | 5731.71         | 6796.95         | 营业利润增长率           | 38.44%          | 38.43%          | 31.72%          | 23.64%          |
| 其他流动资产        | 5.04            | 6.78            | 8.76            | 10.59           | 净利润增长率            | 39.51%          | 37.80%          | 31.92%          | 23.79%          |
| 长期股权投资        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA 增长率        | 39.29%          | 39.18%          | 30.44%          | 23.13%          |
| 投资性房地产        | 11.72           | 11.72           | 11.72           | 11.72           | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 2386.67         | 2204.41         | 2022.16         | 1839.90         | 毛利率               | 38.99%          | 40.42%          | 40.90%          | 42.00%          |
| 无形资产和开发支出     | 655.13          | 617.14          | 579.16          | 541.17          | 三费率               | 10.15%          | 9.23%           | 8.73%           | 8.85%           |
| 其他非流动资产       | 624.73          | 620.98          | 617.23          | 613.49          | 净利率               | 21.73%          | 22.28%          | 22.74%          | 23.29%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>15215.24</b> | <b>18718.40</b> | <b>23442.73</b> | <b>30270.87</b> | ROE               | 40.02%          | 38.94%          | 37.17%          | 34.48%          |
| 短期借款          | 2873.99         | 968.30          | 0.00            | 0.00            | ROA               | 21.70%          | 24.30%          | 25.60%          | 24.54%          |
| 应付和预收款项       | 3825.01         | 5780.80         | 6971.00         | 8365.92         | ROIC              | 37.58%          | 41.73%          | 45.80%          | 47.29%          |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 27.37%          | 28.34%          | 28.60%          | 29.14%          |
| 其他负债          | 267.58          | 287.34          | 326.10          | 358.81          | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>6966.58</b>  | <b>7036.45</b>  | <b>7297.10</b>  | <b>8724.73</b>  | 总资产周转率            | 1.16            | 1.20            | 1.25            | 1.19            |
| 股本            | 1600.00         | 1600.00         | 1600.00         | 1600.00         | 固定资产周转率           | 12.07           | 14.70           | 21.87           | 31.13           |
| 资本公积          | 207.96          | 207.96          | 207.96          | 207.96          | 应收账款周转率           | 2.75            | 2.68            | 2.66            | 2.57            |
| 留存收益          | 6440.70         | 9873.99         | 14337.67        | 19738.17        | 存货周转率             | 3.15            | 3.09            | 3.06            | 2.95            |
| 归属母公司股东权益     | 8248.66         | 11681.95        | 16145.63        | 21546.13        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 88.07%          | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>8248.66</b>  | <b>11681.95</b> | <b>16145.63</b> | <b>21546.13</b> | 资产负债率             | 45.79%          | 37.59%          | 31.13%          | 28.82%          |
| 负债和股东权益合计     | 15215.24        | 18718.40        | 23442.73        | 30270.87        | 带息债务/总负债          | 41.25%          | 13.76%          | 0.00%           | 0.00%           |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.69            | 2.22            | 2.83            | 3.18            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.19            | 1.57            | 2.03            | 2.39            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 24.23%          | 24.53%          | 25.63%          | 27.31%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 2.06            | 2.84            | 3.75            | 4.64            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 5.16            | 7.30            | 10.09           | 13.47           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 2.19            | 2.38            | 2.35            | 3.71            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.50            | 0.70            | 0.96            | 1.27            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2020A           | 2021E           | 2022E           | 2023E           |                   |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 4157.90         | 5786.90         | 7548.45         | 9294.12         |                   |                 |                 |                 |                 |
| PE            | 93.70           | 67.99           | 51.54           | 41.64           |                   |                 |                 |                 |                 |
| PB            | 37.50           | 26.48           | 19.16           | 14.36           |                   |                 |                 |                 |                 |
| PS            | 20.36           | 15.15           | 11.72           | 9.70            |                   |                 |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 74.59           | 53.16           | 40.49           | 32.50           |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.26%           | 0.36%           | 0.50%           | 0.66%           |                   |                 |                 |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376   | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362   | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 地区销售副总监 | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |