

智飞生物（300122）：母牛分枝杆菌疫苗获批，结核矩阵产品放量可期

2021年06月11日

推荐/维持

智飞生物 公司报告

事件：6月10日，国家药品监督管理局网站公示，公司母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）药品批准证明文件待领取。

母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）（下称预防用微卡）为公司结核矩阵系列重磅产品之一，结合 EC 诊断试剂使用，作用于结核潜伏感染者的诊断和预防干预。我国结核高负担和防控力度提升背景下市场空间可期。

我国为结核病高负担国家，结核防控重视程度提升。当前全球每年约 1000 万人患结核病，约 150 万人因结核病死亡，中国结核病病例数位列全球第三。WHO 结核病防控目标为 2035 年发病率下降 90%，死亡人数减少 95%。我国对结核防控的重视程度近年大幅提升，2019 年八部门联合发布《遏制结核病行动计划（2019-2022 年）》，政府防控决心彰显。2017-2020 年，我国国家结核病防控项目预算年均复合增速达 23%。

高危潜伏感染者干预是实现防控目标的必备途径，结核潜伏感染干预人群存在大幅扩张空间。我国潜伏性结核感染（LTBI）人数约为 3.5 亿人。潜伏感染者中平均约 5%-10% 的人会发生。2015 年 WHO 提出要在高危人群中系统性开展 LTBI 监测和预防性干预，并指出如果 LTBI 问题不解决，终止结核病目标不可能实现。当前仅约有 36% 的艾滋病新感染者和 23% 的 5 岁及以下密切接触者进行了结核病预防性治疗，结核潜伏感染干预人群存在大幅扩张空间。

EC 和预防用微卡为结核矩阵两大重磅品种，作用于潜伏感染者的诊断和干预，市场规模有望达 49 亿元。1) EC 为潜伏感染者筛查提供优化方案：我国当前结核筛查多采用 TST 检测，EC 诊断试剂解决现有筛查工具 TST 的假阳性问题，应用较 IGRA 便捷，为潜伏感染者筛查提供优化方案，测算市场规模有望达 11 亿元。2) 预防用微卡为全球首个潜伏感染者预防用疫苗，当

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,587.32	15,190.37	20,445.49	25,092.49	29,381.49
增长率（%）	102.50%	43.48%	34.60%	22.73%	17.09%
归母净利润（百万元）	2,366.44	3,301.33	4,568.30	5,943.81	7,557.60
增长率（%）	-	39.51%	38.38%	30.11%	27.15%
净资产收益率（%）	41.17%	40.02%	36.27%	32.57%	29.71%
每股收益（元）	1.48	2.06	2.86	3.71	4.72
PE	123.73	88.69	64.09	49.26	38.74
PB	50.95	35.50	23.25	16.04	11.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

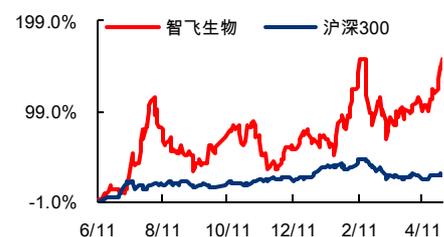
公司为研发和销售均领先的疫苗行业龙头企业，在售产品包括代理销售重磅品种 4 价和 9 价 HPV 疫苗，以及自主产品 AC 群脑膜炎球菌结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗等。公司研发管线布局丰富，包括四价流感疫苗、人二倍体狂犬疫苗、15 价肺炎球菌结合疫苗等。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	225.45-88.12
总市值（亿元）	2,928.00
流通市值（亿元）	1,647.68
总股本/流通 A 股（万股）	160,000/90,037
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.07

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070047

前结核预防性干预主要措施为结核病预防性用药，由于预防性用药给药方案的时长、成本和毒性（副作用），带来实际操作的问题，应用扩展慢，预防微卡提供优化干预方法，测算市场规模有望达 38 亿元。

自主在研产品步入收获期。公司重磅在研产品逐步推进，有望支撑自主产品业绩大幅提升。1) 公司重组蛋白新冠疫苗当前处于临床三期阶段，已于 3 月获批紧急使用，当前已于大部分省份展开接种，判断 Q2 新冠疫苗有望大幅贡献业绩。2) 公司 15 价肺炎球菌结合疫苗已于 2020 年 12 月进入三期临床试验，当前受试者招募稳步推进。3) 四价流感疫苗和人二倍体狂犬疫苗已完成临床试验工作，有望于 2021 年报产。

盈利预测及投资建议：公司代理产品销售高速增长，自主在研产品步入收获期，结核矩阵系列重磅产品上市贡献业绩增量。暂不考虑新冠疫苗增量，我们预计公司 2021 年至 2023 年实现营业收入分别为 204.5 亿元、250.9 亿、293.8 亿元；归母净利润分别为 45.6 亿元、59.4 亿元和 75.5 亿元；EPS 分别为 2.86 元、3.71 元和 4.72 元，对应 PE 分别为 64.09、49.26 和 38.74。

风险提示：产品销售不达预期风险，新品研发风险，疫苗行业政策风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	8167	11537	15439	21254	29063	营业收入	10587	15190	20445	25092	29381
货币资金	1150	1437	1935	4796	10141	营业成本	6136	9268	12187	14583	16064
应收账款	4437	6624	8916	10942	12813	营业税金及附加	51	71	96	117	137
其他应收款	63	9	12	15	18	营业费用	1096	1198	2147	2635	3379
预付款项	31	56	88	127	169	管理费用	183	212	286	351	411
存货	2484	3406	4478	5359	5903	财务费用	75	131	92	-11	-75
其他流动资产	0	5	10	15	20	研发费用	170	300	266	439	588
非流动资产合计	2776	3678	2887	2754	2622	资产减值损失	-18.23	-47.79	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-1.07	-13.33	0.00	0.00	0.00
固定资产	1037	1480	1362	1243	1125	投资净收益	0.00	0.75	0.00	0.00	0.00
无形资产	241	271	254	239	225	加: 其他收益	23.47	28.12	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	116	293	0	0	0	营业利润	2814	3895	5373	6979	8878
资产总计	10942	15215	18326	24008	31685	营业外收入	0.91	0.13	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5072	6817	5615	5642	6129	营业外支出	49.05	41.14	39.00	39.00	39.00
短期借款	2384	2874	760	0	0	利润总额	2765	3854	5334	6940	8839
应付账款	2213	3030	3929	4702	5179	所得税	399	553	765	996	1282
预收款项	0	0	1	1	2	净利润	2366	3301	4568	5944	7558
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	123	150	116	116	116	归属母公司净利润	2366	3301	4568	5944	7558
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5195	6967	5731	5758	6244	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	102.50	43.48%	34.60%	22.73%	17.09%
实收资本 (或股本)	1600	1600	1600	1600	1600	营业利润增长	64.28%	38.44%	37.94%	29.89%	27.22%
资本公积	208	208	208	208	208	归属于母公司净利润增长	38.38%	30.11%	38.38%	30.11%	27.15%
未分配利润	3473	5656	9562	14643	21104	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5747	8249	12595	18250	25441	毛利率 (%)	42.05%	38.99%	40.39%	41.88%	45.33%
负债和所有者权益	10942	15215	18326	24008	31685	净利率 (%)	22.35%	21.73%	22.34%	23.69%	25.72%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	21.63%	21.70%	24.93%	24.76%	23.85%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE (%)	41.17%	40.02%	36.27%	32.57%	29.71%
经营活动现金流	1367	3497	2283	3907	5644	偿债能力					
净利润	2366	3301	4568	5944	7558	资产负债率 (%)	47%	46%	31%	24%	
折旧摊销	316.99	377.68	0.00	118.41	118.41	流动比率	1.61	1.69	2.75	3.77	4.74
财务费用	75	131	92	-11	-75	速动比率	1.12	1.19	1.95	2.82	3.78
应收帐款减少	0	0	-2292	-2026	-1870	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	1	1	总资产周转率	1.19	1.16	1.22	1.19	1.06
投资活动现金流	-623	-897	651	-7	-7	应收账款周转率	3	3	3	3	2
公允价值变动收益	-1	-13	0	0	0	应付账款周转率	5.51	5.79	5.88	5.81	5.95
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.48	2.06	2.86	3.71	4.72
筹资活动现金流	-393	-2114	-2437	-1038	-292	每股净现金流 (最新摊薄)	0.22	0.30	0.31	1.79	3.34
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.59	5.16	7.87	11.41	15.90
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	123.73	88.69	64.09	49.26	38.74
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	50.95	35.50	23.25	16.04	11.51
现金净增加额	351	486	497	2861	5345	EV/EBITDA	91.73	66.81	52.08	40.56	31.63

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

胡博新

胡博新，药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

王敏杰

中央财经大学金融硕士，中山大学医学学士。2019 年 7 月加入东兴证券，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526