

业绩超预期增长，自主产品布局逐渐完善

——智飞生物 2021 年中报点评

买入|维持

事件

2021年8月29日，公司公告2021年半年报：2021年上半年公司实现营业收入131.71亿元，同比增长88.33%，实现归母净利润54.91亿元，同比增长264.94%，扣非后归母净利润55.03亿元，同比增长263.73%。

国元观点：

● 21H1 业绩超预期增长，自主产品呈爆发式增长

公司Q2单季度实现营收92.45亿元(+112.08%)，实现归母净利润45.52亿元(+360.69%)，扣非归母净利润45.60亿元(+361.40%)。报告期内公司毛利率及净利率显著提升，分别为58.30%(+19.83 pct)，41.69%(+20.17 pct)。各项费用率均得到明显改善，销售费用率为5.91%(-0.23 pct)，管理费用率为0.98%(-0.34 pct)，财务费用率为0.30%(-0.74 pct)。分产品看，自主产品增长迅速，实现营收60.37亿元(+1474.67%)，毛利率为86.88%(-1.69 pct)；代理产品实现营收71.17亿元(+7.96%)，毛利率为33.99%(-4.06 pct)，带量品种同样稳步增长。

从批签发来看，公司自主产品批签发实现翻倍增长，其中ACYW135多糖疫苗401.33万(+123.67%)；AC结合疫苗315.57万(+115.12%)。代理产品结构优化，四价HPV疫苗304.60万(-16.88%)；九价HPV疫苗193.99万(-10.18%)；五价轮状疫苗377.32万(+73.89%)；23价肺炎疫苗49.06万。

● 新冠疫苗贡献增量业绩，III期临床数据表现瞩目

公司重组新型冠状病毒疫苗于2021年3月被纳入紧急使用，为公司贡献了显著的增量业绩。8月27日，公司公告其重组新冠疫苗III期临床数据，对于任何严重程度的COVID-19的保护效力为81.76%，对Alpha变异株的保护效力为92.93%，对Delta变异株的保护效力为77.54%，临床数据表现瞩目。

● 在研管线项目稳步推进，自主产品矩阵逐步完善

公司重视创新研发，不断加大研发管线投入，2021H1研发投入达到7.90亿元，较2020年全年的4.81亿增幅巨大。各项在研项目推进顺利，注射用母牛分歧杆菌顺利获批；人用狂犬病疫苗(Vero细胞)进入III期临床；轮状病毒灭活疫苗顺利进入I期临床；组分百白破疫苗进入I期临床。此外，公司投资深信生物布局mRNA技术，未来有望在mRNA疫苗甚至相关药物领域有所突破。

● 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，自主研发管线丰富，新冠疫苗有望继续放量，未来业绩确定性强。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286.97/366.34/469.30亿元，归母净利润95.99/122.08/156.46亿元，EPS为6.00/7.63/9.78元/股，对应PE27/22/17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	28696.98	36634.39	46930.40
收入同比(%)	102.50	43.48	88.92	27.66	28.10
归母净利润(百万元)	2366.44	3301.33	9599.06	12208.07	15645.78
归母净利润同比(%)	63.05	39.51	190.76	27.18	28.16
ROE(%)	41.17	40.02	56.31	42.90	36.13
每股收益(元)	1.48	2.06	6.00	7.63	9.78
市盈率(P/E)	110.99	79.56	27.36	21.51	16.79

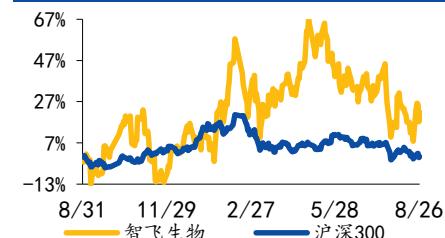
资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价： 164.16 元

基本数据

52周最高/最低价(元):	225.45 / 117.36
A股流通股(百万股):	921.91
A股总股本(百万股):	1600.00
流通市值(百万元):	151340.59
总市值(百万元):	262656.00

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4月批签发跟踪》2021.05.12

《国元证券公司研究-智飞生物(300122)2020年年报&2021Q1季报点评：业绩实现高增长，“自研+代理”两开花》2021.04.21

报告作者

分析师	徐恺
执业证书编号	S002052105003
电话	021-51097188
邮箱	xucai@gyzq.com.cn

联系人 张俊

电话 021-51097188

邮箱 zhangjun_sh@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8166.52	11537.00	21650.71	33432.92	49580.20
现金	1150.11	1437.46	3633.05	9877.52	19197.95
应收账款	4436.93	6624.17	12351.44	15836.97	20258.37
其他应收款	63.09	9.07	66.71	63.88	90.92
预付账款	31.11	55.67	80.12	104.38	132.91
存货	2484.48	3405.59	5515.49	7545.81	9895.65
其他流动资产	0.80	5.04	3.91	4.35	4.39
非流动资产	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
资产总计	10942.42	15215.24	25789.38	37968.29	54293.44
流动负债	5072.00	6816.51	8614.39	9379.10	10855.68
短期借款	2383.94	2873.99	2600.00	2000.00	1500.00
应付账款	2213.35	3029.85	5001.93	6228.26	8051.09
其他流动负债	474.71	912.67	1012.46	1150.84	1304.59
非流动负债	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
负债合计	5195.08	6966.58	8741.66	9512.50	10991.87
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	15239.76	26647.83	41493.60
归属母公司股东权益	5747.34	8248.66	17047.72	28455.79	43301.57
负债和股东权益	10942.42	15215.24	25789.38	37968.29	54293.44

现金流量表					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1366.99	3496.69	4115.45	8201.95	10921.49
净利润	2366.44	3301.33	9599.06	12208.07	15645.78
折旧摊销	96.56	131.43	133.91	150.62	172.32
财务费用	74.93	131.38	138.87	70.45	-40.38
投资损失	0.00	-0.75	-0.38	-0.44	-0.47
营运资金变动	-1256.02	-158.93	-6178.64	-4204.30	-5018.26
其他经营现金流	85.09	92.23	422.63	-22.44	162.52
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-392.80	-2113.59	-1212.34	-1470.62	-1259.57
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	-938.35	-870.62	-759.57
现金净增加额	352.31	481.29	2195.59	6244.47	9320.43

利润表					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10587.32	15190.37	28696.98	36634.39	46930.40
营业成本	6135.82	9268.01	14070.12	18002.23	23059.27
营业税金及附加	51.41	70.99	135.86	172.69	221.55
营业费用	1095.58	1197.51	2123.58	2747.58	3754.43
管理费用	182.69	212.26	459.15	659.42	750.89
研发费用	169.55	299.65	554.35	720.66	900.82
财务费用	74.93	131.38	138.87	70.45	-40.38
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
营业利润	2813.52	3895.08	11229.42	14279.76	18299.62
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
利润总额	2765.38	3854.07	11209.92	14255.20	18270.03
所得税	398.94	552.75	1610.86	2047.13	2624.26
净利润	2366.44	3301.33	9599.06	12208.07	15645.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2366.44	3301.33	9599.06	12208.07	15645.78
EBITDA	2985.00	4157.90	11502.20	14500.82	18431.56
EPS(元)	1.48	2.06	6.00	7.63	9.78

主要财务比率					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	102.50	43.48	88.92	27.66	28.10
营业利润(%)	64.28	38.44	188.30	27.16	28.15
归属母公司净利润(%)	63.05	39.51	190.76	27.18	28.16
盈利能力					
毛利率(%)	42.05	38.99	50.97	50.86	50.86
净利率(%)	22.35	21.73	33.45	33.32	33.34
ROE(%)	41.17	40.02	56.31	42.90	36.13
ROIC(%)	36.13	37.19	62.00	60.82	62.02
偿债能力					
资产负债率(%)	47.48	45.79	33.90	25.05	20.25
净负债比率(%)	45.89	41.25	29.74	21.02	13.65
流动比率	1.61	1.69	2.51	3.56	4.57
速动比率	1.12	1.19	1.86	2.76	3.65
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.16	1.40	1.15	1.02
应收账款周转率	3.16	2.65	2.91	2.50	2.51
应付账款周转率	3.19	3.54	3.50	3.21	3.23
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	2.06	6.00	7.63	9.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	2.19	2.57	5.13	6.83
每股净资产(最新摊薄)	3.59	5.16	10.65	17.78	27.06
估值比率					
P/E	110.99	79.56	27.36	21.51	16.79
P/B	45.70	31.84	15.41	9.23	6.07
EV/EBITDA	88.37	63.44	22.93	18.19	14.31

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，本报告清晰准确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