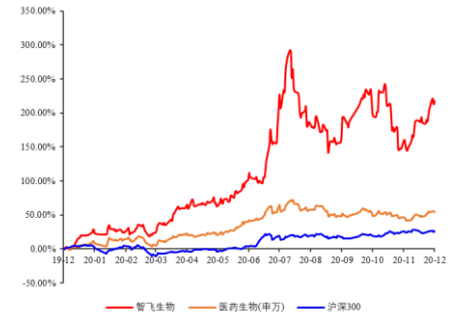
医药生物 | 智飞生物（300122.SZ） | 维持评级

报告原因：事件点评 | **与默沙东续签代理协议，增强公司业绩确定性** | **增持**

2020 年 12 月 24 日 | **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 12 月 23 日

收盘价(元)：	153.59
年内最高/最低(元)：	193.59/47.68
流通 A 股/总股本(亿)：	9.00/16.00
流通 A 股市值(亿)：	1382.88
总市值(亿)：	2457.44

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	1.55
摊薄每股收益：	1.55
每股净资产(元)：	4.64
净资产收益率：	35.93%

分析师：刘建宏

执业登记编码：S0760518030002

电话：0351-8686724

邮箱：liujianhong@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布公告，与默沙东于 2020 年 12 月 22 日签署《供应、经销与共同推广协议》，主要就默沙东在中国大陆已取得上市许可的五种疫苗产品基础采购金额进行统一调整和续展，协议期限自 2021 年 1 月 1 日起至 2023 年 6 月 30 日。根据协议，HPV 疫苗（4 价、9 价）、五价轮状病毒疫苗、23 价肺炎疫苗、灭活甲肝疫苗预计的采购金额分别为 281.06 亿元、27.17 亿元、4.79 亿元、2.25 亿元。

事件点评

- **HPV 疫苗采购额大幅增长，进一步增强公司业绩确定性。**HPV 疫苗 2021 年、2022 年、2023 年上半年协议采购金额分别为 102.89 亿元、115.57 亿元、62.60 亿元，累计采购金额较 2018 年协议约定的 180.02 亿元（2019-2020 年 6 月）同比增长了 56.13%，另双方还约定，默沙东可根据实际情况增加供应及基础采购额，2021 年可上调至 120.40 亿元，2022 年可上调至 135.96 亿元，2023 年可上调至 89.43 亿元。HPV 疫苗为公司核心代理产品，自上市（4 价 2017 年 5 月获批，9 价 2018 年 4 月获批）以来，迅速成为推动公司业绩高速增长的主要利润点，2017-2019 年公司归母净利润增速分别高达 1229.25%、235.75%、63.05%，代理产品营收占比也由 2016 的 0.66% 快速提升至 2019 年的 86.79%。目前 HPV 疫苗国内有 2 价、4 价、9 价三个品种上市，其中 2 价疫苗葛兰素史克与万泰生物（国产）已上市，沃森生物提交了上市申请；4 价与 9 价仅默沙东上市，研发方面，4 价国药集团中生研究院 2018 年进入临床 III 期，9 价博唯生物与万泰生物分别于今年 5 月、9 月进入临床三期，预期上市时间暂不明确。公司代理的 4 价与 9 价 HPV 疫苗目前仍为独家产

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

品，覆盖病毒亚型种类多，价格高，国内接受度高，2020 年 1-11 月各批签发 674.53 万支、483.09 万支，分别同比增长 53.29%、103.06%，持续加速放量。此外，依据中商产业研究院统计，截至 2020 年 4 月，2 价、4 价以及 9 价 HPV 疫苗的市场渗透率分别仅为 0.26%、0.6%以及 0.65%，累计不到 2%，未来市场增量空间巨大。本次续约，进一步增强了公司业绩确定性。

- **多个研发项目进展顺利，公司自主产品地位持续提升。**公司持续加大研发投入，研发项目高达 28 项，多个项目进展顺利：母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）为世界领先产品，市场前景巨大，目前已完成生产现场检查，样品检定进展顺利，即将上市；四价流感病毒裂解疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）等已均进入临床 III期；四价重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）是目前未在国内外上市销售的疫苗，也已获得临床研究许可。此外，公司还将以自有资金 3500 万元认购深信生物 10.189%股权，布局 mRNA 技术。公司研发管线丰富，结构合理，自主产品市场地位将得到持续提升。
- **新冠疫苗即已进入 III 期临床，上市可期。**公司与中国科学院微生物研究所合作开发的重组亚单位新冠疫苗已进入临床 III 期，年产 3 亿剂的生产线也已建成，研发进度处国内及全球领先水平。新冠疫苗社会价值及市场价值巨大，未来上市值得期待。

投资建议

- 不考虑新冠疫苗上市销售，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.06\2.64\3.31，对应公司 12 月 23 日收盘价 153.59 元，2020-2022 年 PE 分别为 74.6\58.6\46.4 倍，维持“增持”评级。

存在风险

- 药品安全风险；行业政策风险；研发不达预期风险；销售不及预期风险；呆坏账风险，新冠疫情影响风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,167	12,150	16,927	22,725
现金	1,150	2,981	5,388	10,087
应收账款	4,500	6,002	7,626	7,895
其他应收款	63	205	281	309
预付账款	31	120	167	234
存货	2,485	3,055	3,750	4,513
其他流动资产	(63)	(212)	(284)	(314)
非流动资产	2,776	2,633	2,613	2,616
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,037	971	905	840
无形资产	241	225	210	196
其他非流动资产	1,498	1,437	1,498	1,580
资产总计	10,942	14,784	19,540	25,341
流动负债	5,072	5,753	6,486	7,242
短期借款	2,384	2,481	2,471	2,437
应付账款	2,213	2,933	3,600	4,333
其他流动负债	475	339	416	472
非流动负债	123	127	135	148
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	123	127	135	148
负债合计	5,195	5,880	6,621	7,389
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1,600	1,600	1,600	1,600
资本公积	208	208	208	208
留存收益	3,939	7,096	11,111	16,143
归属母公司股东权益	5,747	8,904	12,919	17,951
负债和股东权益	10,942	14,784	19,540	25,341

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,367	1,791	2,675	4,993
净利润	2,366	3,295	4,217	5,292
折旧摊销	97	82	81	80
财务费用	75	91	61	7
投资损失	0	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(1,321)	(1,679)	(1,673)	(380)
其他经营现金流	150	8	(5)	1
投资活动现金流	(623)	6	6	6
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(623)	6	6	6
筹资活动现金流	(393)	(132)	(274)	(300)
短期借款	1,763	97	(10)	(34)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	(2,156)	(229)	(263)	(266)
现金净增加额	351	1,666	2,407	4,699

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,587	14,903	18,657	22,884
营业成本	6,136	8,921	10,950	13,179
营业税金及附加	51	89	112	137
销售费用	1,096	1,638	2,153	2,767
管理费用	183	283	429	572
财务费用	75	91	61	7
资产减值损失	(18)	8	(5)	1
公允价值变动收益	(1)	0	0	0
投资净收益	0	6	6	6
营业利润	2,814	3,879	4,963	6,228
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	49	3	3	3
利润总额	2,765	3,877	4,961	6,226
所得税	399	581	744	934
净利润	2,366	3,295	4,217	5,292
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,366	3,295	4,217	5,292
EBITDA	3,227	4,051	5,105	6,314
EPS（元）	1.48	2.06	2.64	3.31

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	102.50%	40.76%	25.19%	22.66%
营业利润	64.28%	37.86%	27.97%	25.47%
归属于母公司净利润	63.05%	39.25%	27.98%	25.48%
获利能力				
毛利率(%)	42.05%	40.14%	41.31%	42.41%
净利率(%)	22.35%	22.11%	22.60%	23.12%
ROE(%)	41.17%	37.01%	32.64%	29.48%
ROIC(%)	64.09%	50.05%	38.75%	39.80%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.48%	39.77%	33.88%	29.16%
净负债比率(%)	14.93%	-1.90%	-15.40%	-33.07%
流动比率	1.61	2.11	2.61	3.14
速动比率	1.12	1.58	2.03	2.51
营运能力				
总资产周转率	1.19	1.16	1.09	1.02
应收账款周转率	3.30	2.91	2.84	3.07
应付账款周转率	5.51	5.79	5.71	5.77
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.48	2.06	2.64	3.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.12	1.67	3.12
每股净资产(最新摊薄)	3.59	5.57	8.07	11.22
估值比率				
P/E	103.8	74.6	58.3	46.4
P/B	42.8	27.6	19.0	13.7
EV/EBITDA	24.93	61.18	48.21	38.35

数据来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336