

智飞生物(300122)

报告日期: 2023年03月21日

## 增长韧性凸显, 期待自研管线进展

### ——智飞生物 2022 年年报点评

#### 投资要点

□ 2022 年公司在新冠疫情扰动下, 常规疫苗仍实现了较高速增长, 我们认为能体现出公司销售网络的竞争优势和大单品放量的增长韧性; 展望 2023 年, 我们预计公司增长基本盘稳健、经营效率有望提升, 期待公司自研疫苗管线推进下销售规模效应强化。

#### □ 财务表现: 净利润增速符合预期, 疫情下增长韧性强化

公司发布 2022 年年报, 2022 年收入 382.6 亿元, 同比增长 24.8%; 归母净利润 75.4 亿元, 同比下降 26.2%; 归母净利率 19.7%, 同比下降 13.6pct。单季度看, 2022Q4 收入 104.4 亿元, 同比增长 18.3%; 归母净利润 19.3 亿元, 同比增长 7%; 归母净利率 18.5%, 同比下降 2pct。我们认为, 公司 2022 年的收入和利润增速好于我们上次的估算, 2022Q4 在疫情影响下公司实现了收入和利润双增长, 我们认为充分体现出公司卓越的销售能力和大单品接种率提升趋势。

#### □ 成长能力: HPV 疫苗支撑增长, 期待自研疫苗陆续上市

①**新冠 VS 非新冠疫苗: 非新冠疫苗同比快速增长。**2022 年自主产品收入同比下降 86.5%, 我们认为下降主要因 2021 年公司新冠疫苗销售高基数导致: 根据公司 2021 年报, 2021 年安徽龙科马收入 84.2 亿元、净利润 55.8 亿元 (2021 年公司总收入 306.2 亿元、总归母净利润 102.1 亿元), 而根据安徽龙科马官网, 该全资子公司主要销售品种包括重组蛋白新冠疫苗 (智克威得)、微卡和宜卡, 我们预计 2021 年微卡和宜卡收入占比相对较低。以此估算, 我们估计 2022 年公司非新冠疫苗收入和利润同比明显增长。

②**代理品种 VS 自研品种: HPV 疫苗仍在接种率提升期。**根据公司 2022 年报, 2022 年四价 HPV 疫苗批签发量 1403 万支, 同比增长 59.4%; 九价 HPV 疫苗批签发量 1548 万支, 同比增长 51.7%; 五价轮状疫苗批签发量 883 万支, 同比增长 20.8%。假设在 1 年维度内批签发量与销售量具有相关性, 我们估计公司 2022 年自主产品收入较高增速主要来自于代理的 HPV 疫苗较快速增长。根据公司历年年报, 2018-2022 年公司四价 HPV 疫苗总批签发量 3974 万支、九价 HPV 疫苗总批签发量 3529 万支, 2018-2022 年累计接种人数约 2500 万人, 相比于 2022 年中国 9-45 岁女性总人口, 我们认为 2023-2024 年 HPV 疫苗仍在接种率提升期, 公司代理业务有望实现稳健较快速增长。

③**增长动能: 自研疫苗陆续上市、男性 HPV 适应症推广, 衔接增长。**我们预计, 2023-2024 年公司收入增长主要来自于: (1) 女性用 HPV 疫苗接种率提升; (2) 结核矩阵产品销售 (微卡和宜卡已在 90% 以上的省级单位中标挂网, 且 2023 年 1 月宜卡首次纳入国家医保目录); (3) 新产品上市销售 (根据公司 2022 年年报, “23 价肺炎球菌多糖疫苗申请生产注册获得受理; 冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞), 四价流感病毒裂解疫苗获得了 III 期临床试验总结报告”)。2025 年起, 我们预计国产九价 HPV 疫苗有望陆续上市, 可能对产品竞争格局产生一定影响; 但我们同时考虑到公司自研疫苗产品陆续上市销售、HPV 疫苗男性适应症市场推广、微卡销售量可能持续提升, 我们预计 2025 年公司收入增速有所放缓, 自研疫苗收入占比有望持续提升。

#### □ 盈利能力: 新冠收入扰动, 预计先降后升

**预计 2023-2025 年公司净利率先降后升。**2022 年公司毛利率同比下降 15.4pct、归母净利率同比下降 13.6pct, 我们认为主要和新冠疫苗收入占比下降&净利率下降有关, 根据公司 2021 年报, 安徽龙科马净利率 66.3%、母公司净利率 39.8%,

#### 投资评级: 增持(维持)

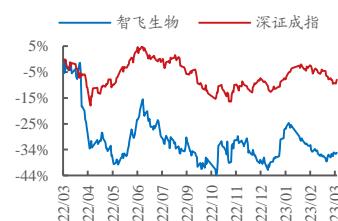
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷  
 执业证书号: S1230522090002  
 maoyating@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 90.51
总市值(百万元)	144,816.00
总股本(百万股)	1,600.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《智飞生物深度报告: 自营产品迈入突破期的疫苗龙头》  
 2022.04.02

而我们预计 2022 年公司新冠疫苗收入占比明显下降且净利率有所下降（根据公司 2022 年报，2022 年安徽龙科马收入 16.6 亿元、净利润 4.5 亿元、净利率 27.1%）。我们认为，随着 2023 年公司新冠疫苗收入占比进一步下降，公司整体净利率可能略有下降；随着公司自研疫苗管线临床推进、商业化推广，我们预计公司综合毛利率先降后升，2024 年起销售费用率和研发费用率可能略有提升，但销售额规模效应下管理费用率基本稳定，导致 2023-2025 年净利率可能先降后升。

#### □ 经营质量：疫情影响回款，预计持续改善

**应收账款周转天数提升、经营活动现金流同比下降，预计 2023-2024 年有所改善。**根据公司资产负债表，2022 年末公司应收账款 206.1 亿元、占总资产比例约 54.2%，占比有所提升，同时应收账款周转天数从 2021 年 114.5 天提升至 2022 年的 157.5 天。与此相关的，从净利润看，2022 年公司信用减值损失 4.2 亿元、同比增加 2.3 亿元；从现金流看，2022 年公司经营活动产生的现金流净额约 19.9 亿元、同比下降 65.2 亿元，其中经营性应收和经营性应付项目是 2022 年经营活动产生的现金流净额同比下降的重要原因。我们认为，随着 2023 年新冠疫情扰动下降，公司应收账款占总收入的比例有望明显下降，带来经营活动的现金流改善。

#### □ 盈利预测与投资建议

根据公司 2022 年报，我们上调了盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 5.72、6.51、6.66 元/股（上次预测中对公司 2023 年 EPS 预测为 4.77 元/股），2023 年 3 月 21 日收盘价对应 2023 年 15.8 倍 PE。我们认为，公司是国内在研/上市疫苗管线最多的民营疫苗龙头，HPV 疫苗仍在接种率提升期、男性适应症有望贡献新增量，代理大单品构成公司利润增长的基本盘。随着公司 15 价肺炎球菌结合疫苗、23 价肺炎多糖疫苗、人二倍体狂犬病疫苗、四价流感裂解疫苗、ACYW135 多糖结合疫苗等大产品在 2023-2025 年陆续上市，2026 年公司自营产品总可触及市场有望大幅增长至 500+亿元，在公司广覆盖、渠道下沉的销售团队商业运营下，我们认为公司的人均创收、经营效率有望进一步提升，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示：

疫苗临床推进速度不及预期风险、国内疫苗采购政策变动风险、新冠疫情反复风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38264	48959	58458	59787
(+/-) (%)	24.83%	27.95%	19.40%	2.27%
归母净利润	7539	9146	10410	10653
(+/-) (%)	-30.04%	21.32%	13.81%	2.34%
每股收益(元)	4.71	5.72	6.51	6.66
P/E	19.21	15.83	13.91	13.59

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	31413	37870	45654	50964
现金	2622	2616	4230	9693
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	20614	23399	26847	26275
其它应收款	8	17	15	17
预付账款	103	242	307	253
存货	8020	11579	14234	14699
其他	45	17	21	28
<b>非流动资产</b>	6590	8740	12331	15614
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2818	3740	5441	7271
无形资产	353	335	305	279
在建工程	1836	3069	4855	6284
其他	1584	1597	1729	1780
<b>资产总计</b>	38004	46610	57985	66578
<b>流动负债</b>	13230	13564	15294	14033
短期借款	1785	0	0	0
应付款项	9807	11669	13114	11984
预收账款	9	42	66	45
其他	1629	1853	2114	2005
<b>非流动负债</b>	538	464	498	500
长期借款	211	211	211	211
其他	327	253	288	289
<b>负债合计</b>	13768	14027	15792	14533
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	24236	32583	42192	52045
<b>负债和股东权益</b>	38004	46610	57985	66578

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1989	5222	6559	10399
净利润	7539	9146	10410	10653
折旧摊销	321	414	596	810
财务费用	14	17	14	9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(7562)	(1354)	(2370)	(1257)
其它	1677	(3001)	(2091)	183
<b>投资活动现金流</b>	(1498)	(2621)	(4131)	(4129)
资本支出	(1111)	(2500)	(4000)	(4000)
长期投资	1	0	0	0
其他	(388)	(121)	(131)	(129)
<b>筹资活动现金流</b>	(2173)	(2607)	(813)	(808)
短期借款	1216	(1785)	0	0
长期借款	(26)	0	0	0
其他	(3363)	(822)	(813)	(808)
<b>现金净增加额</b>	(1682)	(6)	1614	5462

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	38264	48959	58458	59787
营业成本	25395	33082	39538	39726
营业税金及附加	177	224	265	274
营业费用	2235	2840	3683	3886
管理费用	374	490	585	598
研发费用	854	1224	1754	2391
财务费用	14	17	14	9
资产减值损失	530	529	610	610
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	75	69	82	75
<b>营业利润</b>	8758	10624	12093	12367
营业外收支	(40)	(40)	(40)	(40)
<b>利润总额</b>	8718	10583	12052	12326
所得税	1179	1437	1643	1674
<b>净利润</b>	7539	9146	10410	10653
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	7539	9146	10410	10653
EBITDA	9050	10982	12625	13113
EPS (最新摊薄)	4.71	5.72	6.51	6.66

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.83%	27.95%	19.40%	2.27%
营业利润	-30.31%	21.30%	13.83%	2.27%
归属母公司净利润	-30.04%	21.32%	13.81%	2.34%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.63%	32.43%	32.37%	33.55%
净利率	19.70%	18.68%	17.81%	17.82%
ROE	35.99%	32.19%	27.84%	22.61%
ROIC	28.74%	27.84%	24.49%	20.34%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.23%	30.10%	27.24%	21.83%
净负债比率	14.57%	1.53%	1.36%	1.49%
流动比率	2.37	2.79	2.99	3.63
速动比率	1.77	1.94	2.05	2.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.12	1.16	1.12	0.96
应收账款周转率	2.29	2.20	2.25	2.13
应付账款周转率	2.68	3.10	3.21	3.18
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.71	5.72	6.51	6.66
每股经营现金	1.24	3.26	4.10	6.50
每股净资产	15.15	20.36	26.37	32.53
<b>估值比率</b>				
P/E	19.21	15.83	13.91	13.59
P/B	5.98	4.44	3.43	2.78
EV/EBITDA	15.46	12.97	11.15	10.32

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>