

智飞生物 (300122.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

一季度业绩稳定增长，自主产品建设稳步推进

业绩简评

2023年4月19日，公司发布2023年一季度报告，2023年Q1实现收入111.73亿元，同比增长26.37%；实现归母净利润20.32亿元，同比增长5.68%；实现扣非归母净利润20.31亿元，同比增长7.13%。

经营分析

9价HPV疫苗优势显著，代理协议续签奠定增长基础。根据公司投资者关系文件，近年来我国HPV病毒的流行趋势和流行型别发生了一定变化，HPV52/16/58型已成为中国子宫颈细胞学正常女性中感染率最高的三种HPV型别，而目前只有9价HPV疫苗覆盖了52/58型，公司产品具有显著优势。公司23年初续签默沙东代理协议至2026年，新协议期内疫苗采购金额超1000亿元，较上轮采购金额有较大提升，奠定未来业绩增长基础。

持续深耕二类苗市场，加速自主产品矩阵建设。2022年公司常规自主产品营业收入为17.60亿元(+36%)，目前已建成八大产品矩阵。公司结核诊断产品宜卡被世卫组织结核指南纳入推荐，成为国内唯一入选评估的结核特异性抗原结核感染筛查试剂，并于今年1月纳入国家医保。截至2023年3月，宜卡和微卡两款产品已在我国大陆地区超过90%的省级单位中标挂网，未来预计微卡将和宜卡发挥协同效应，为公司自主产品业绩贡献新增量。

产品管线储备丰富，研发工作稳步推进。公司在研管线现有28个项目，其中16个处于临床试验及申请注册阶段。公司23价肺炎球菌多糖疫苗申请生产注册已获得受理，冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5细胞)、四价流感病毒裂解疫苗已经完成临床试验并将陆续进行上市申报，未来有望持续丰富公司产品线，进一步增强核心竞争力。

盈利预测、估值与评级

考虑公司毛利水平变化、财务费用及研发费用变化情况、自产及代理业务结构情况，我们分别下调公司24-25年净利润预测13%、8%，预计公司2023-2025年分别实现归母净利润94.5(+25%)、114.9(+22%)、130.2亿元(+13%)。2023-2025年公司对应EPS分别为5.91、7.18、8.14元，对应当前PE分别为14、11、10倍。维持“买入”评级。

风险提示

研发进度不及预期；产品推广及销售不及预期；政府政策调整风险；坏账增加风险。

医药组

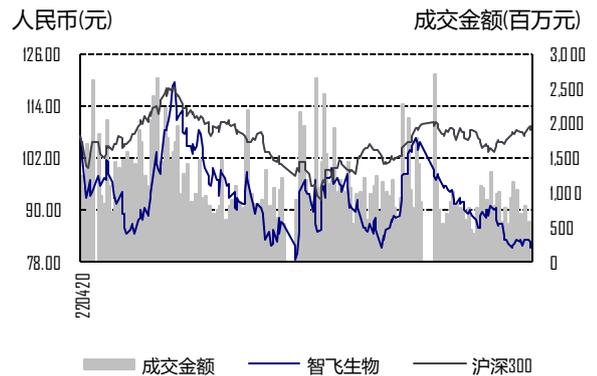
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：81.30元

相关报告：

- 《智飞生物公司点评：HPV疫苗持续放量，自主产品矩阵加速建设》，2023.3.21
- 《代理HPV疫苗快速放量，自研产品步入收获期-智飞生物深度报告》，2022.12.28
- 《代理产品高速放量，常规业绩增长亮眼-智飞生物三季报点评》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,652	38,264	46,852	55,414	61,017
营业收入增长率	101.79%	24.83%	22.44%	18.27%	10.11%
归母净利润(百万元)	10,209	7,539	9,451	11,494	13,017
归母净利润增长率	209.23%	-26.15%	25.36%	21.62%	13.25%
摊薄每股收益(元)	6.380	4.712	5.907	7.184	8.136
每股经营性现金流净额	5.32	1.24	4.90	5.92	7.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	57.82%	31.11%	28.88%	26.57%	23.53%
P/E	19.53	18.64	13.76	11.32	9.99
P/B	11.29	5.80	3.97	3.01	2.35

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	15,190	30,652	38,264	46,852	55,414	61,017	货币资金	1,437	4,308	2,622	6,619	16,252	32,018	
增长率		101.8%	24.8%	22.4%	18.3%	10.1%	应收款项	6,633	12,874	20,622	21,436	23,835	26,246	
主营业务成本	-9,268	-15,622	-25,395	-30,454	-36,074	-39,722	存货	3,406	7,385	8,020	11,202	11,504	12,641	
%销售收入	61.0%	51.0%	66.4%	65.0%	65.1%	65.1%	其他流动资产	61	186	149	153	181	199	
毛利	5,922	15,031	12,869	16,398	19,339	21,295	流动资产	11,537	24,754	31,413	39,410	51,772	71,104	
%销售收入	39.0%	49.0%	33.6%	35.0%	34.9%	34.9%	%总资产	75.8%	82.4%	82.7%	81.3%	84.0%	87.3%	
营业税金及附加	-71	-135	-177	-234	-277	-305	长期投资	182	250	295	365	431	488	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,387	3,544	4,654	6,669	7,395	7,578	
销售费用	-1,198	-1,835	-2,235	-3,045	-3,546	-3,570	%总资产	15.7%	11.8%	12.2%	13.8%	12.0%	9.3%	
%销售收入	7.9%	6.0%	5.8%	6.5%	6.4%	5.9%	无形资产	693	847	1,104	1,298	1,382	1,656	
管理费用	-212	-300	-374	-656	-776	-854	非流动资产	3,678	5,294	6,590	9,069	9,873	10,375	
%销售收入	1.4%	1.0%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	24.2%	17.6%	17.3%	18.7%	16.0%	12.7%	
研发费用	-300	-553	-854	-1,078	-1,108	-1,220	资产总计	15,215	30,047	38,004	48,480	61,645	81,479	
%销售收入	2.0%	1.8%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	短期借款	2,874	569	1,795	2,101	4,764	10,614	
息税前利润 (EBIT)	4,142	12,208	9,228	11,385	13,632	15,346	应付款项	3,189	9,391	10,091	12,186	11,961	13,712	
%销售收入	27.3%	39.8%	24.1%	24.3%	24.6%	25.2%	其他流动负债	754	1,911	1,344	1,172	1,421	1,605	
财务费用	-131	-22	-14	-34	25	64	流动负债	6,817	11,871	13,230	15,458	18,147	25,930	
%销售收入	0.9%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	长期贷款	0	236	211	131	81	81	
资产减值损失	-131	-283	-530	-229	-127	-62	其他长期负债	150	283	327	164	157	151	
公允价值变动收益	-13	14	0	3	3	3	负债	6,967	12,390	13,768	15,753	18,384	26,161	
投资收益	1	-20	0	1	1	1	普通股股东权益	8,249	17,657	24,236	32,727	43,261	55,317	
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	
营业利润	3,895	12,000	8,758	11,126	13,534	15,352	未分配利润	5,656	15,049	21,628	30,119	40,653	52,710	
营业利润率	25.6%	39.1%	22.9%	23.7%	24.4%	25.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-41	-69	-40	-60	-75	-110	负债股东权益合计	15,215	30,047	38,004	48,480	61,645	81,479	
税前利润	3,854	11,931	8,718	11,066	13,459	15,242	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	25.4%	38.9%	22.8%	23.6%	24.3%	25.0%	每股指标							
所得税	-553	-1,723	-1,179	-1,616	-1,965	-2,225	每股收益	2.063	6.380	4.712	5.907	7.184	8.136	
所得税率	14.3%	14.4%	13.5%	14.6%	14.6%	14.6%	每股净资产	5.155	11.036	15.148	20.454	27.038	34.573	
净利润	3,301	10,209	7,539	9,451	11,494	13,017	每股经营现金净流	2.185	5.317	1.243	4.902	5.919	7.692	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.500	0.500	0.600	0.600	0.600	0.600	
归属于母公司的净利润	3,301	10,209	7,539	9,451	11,494	13,017	回报率							
净利率	21.7%	33.3%	19.7%	20.2%	20.7%	21.3%	净资产收益率	40.02%	57.82%	31.11%	28.88%	26.57%	23.53%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	21.70%	33.97%	19.84%	19.49%	18.65%	15.98%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	31.81%	56.43%	30.34%	27.77%	24.17%	19.84%	
净利润	3,301	10,209	7,539	9,451	11,494	13,017	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	43.48%	101.79%	24.83%	22.44%	18.27%	10.11%	
非现金支出	262	672	861	539	539	527	EBIT增长率	40.30%	194.73%	-24.41%	23.38%	19.73%	12.57%	
非经营收益	92	91	-2	159	269	457	净利润增长率	39.51%	209.23%	-26.15%	25.36%	21.62%	13.25%	
营运资金变动	-159	-2,464	-6,410	-2,306	-2,831	-1,694	总资产增长率	39.05%	97.48%	26.48%	27.57%	27.16%	32.17%	
经营活动现金净流	3,497	8,508	1,989	7,843	9,470	12,307	资产管理能力							
资本开支	-827	-1,932	-1,452	-2,795	-1,264	-1,030	应收账款周转天数	132.9	116.1	159.7	165.0	155.0	155.0	
投资	-70	-69	-46	-67	-63	-54	存货周转天数	116.0	126.1	110.7	137.0	120.0	120.0	
其他	0	-19	0	1	1	1	应付账款周转天数	103.2	142.3	136.1	140.0	115.0	120.0	
投资活动现金净流	-897	-2,019	-1,498	-2,862	-1,326	-1,083	固定资产周转天数	35.6	20.5	26.9	31.4	28.7	26.0	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-1,380	-2,743	-1,165	82	2,612	5,847	净负债/股东权益	17.42%	-19.83%	-2.54%	-13.41%	-26.37%	-38.55%	
其他	-734	-847	-1,007	-1,058	-1,118	-1,301	EBIT利息保障倍数	31.5	559.4	668.8	334.7	-536.8	-238.2	
筹资活动现金净流	-2,114	-3,590	-2,173	-976	1,494	4,546	资产负债率	45.79%	41.24%	36.23%	32.49%	29.82%	32.11%	
现金净流量	481	2,889	-1,664	4,005	9,638	15,770								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-20	买入	187.00	N/A
2	2022-01-25	买入	105.55	N/A
3	2022-04-28	买入	97.46	N/A
4	2022-08-30	买入	91.21	N/A
5	2022-10-28	买入	86.48	N/A
6	2022-12-28	买入	87.58	100.00~100.00
7	2023-03-21	买入	89.86	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402