

智飞生物 (300122.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

HPV 疫苗加速放量，二季度业绩快速增长

业绩简评

2023年8月28日，公司发布半年度报告，上半年公司实现收入244.45亿元，同比+33%；实现归母净利润42.60亿元，同比+14%；实现扣非归母净利润42.11亿元，同比+14%；分季度看，2023年第二季度公司实现收入132.73亿元，同比+40%；实现归母净利润22.28亿元，同比+23%；实现扣非归母净利润21.80亿元，同比+20%。

经营分析

HPV 疫苗加速放量，拉动公司业绩快速增长。上半年公司代理产品实现营业收入235.83亿元，同比增长41.35%；批签发方面，上半年公司四价HPV疫苗获批签发626.67万支，同比增长28.50%，九价HPV疫苗获批签发1467.82万支，同比增长57.85%。报告期内，公司与默沙东续签代理协议至2026年末，协议产品合计基础采购金额超过1000亿元，其中HPV疫苗2023-2026年采购金额分别为276.66/326.26/260.33/178.92亿元（2023年包括此前协议中上半年基础采购金额62.60亿元）；根据公司公告，2021年、2022年公司代理产品的实际采购金额大幅高于基础采购金额，未来代理产品有望加速放量，为公司业绩增长奠定坚实基础。

在研管线高效推进，加速自主产品建设。公司持续增强源头创新动能，聚焦前沿技术，开展科研攻关；根据公司公告，2023年上半年公司研发投入金额为5.83亿元，同比增长12.55%，研发人员数量提升至818人，同比增长26.43%。截至目前，公司自主研发项目共计30项（不含新冠系列项目），处于临床试验及申请注册阶段的项目17项，其中公司23价肺炎球菌多糖疫苗和四价流感病毒裂解疫苗的申请生产注册已获受理；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；15价肺炎球菌结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）、福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗、ACYW135群流脑结合疫苗等产品均已进入3期临床。公司在研产品管线丰富，未来若顺利获批上市，将进一步增强公司核心竞争力。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，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3.94、4.79、5.42元，对应当前PE分别为11、9、8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

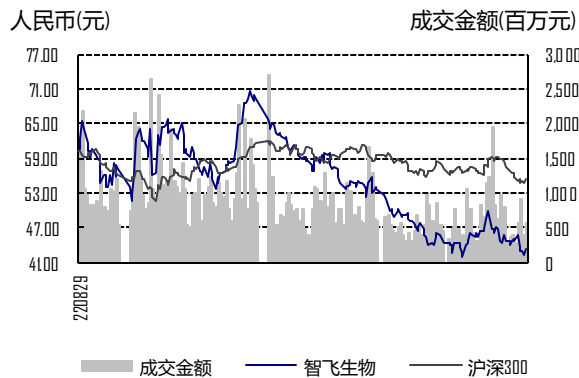
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：43.21元

相关报告：

- 《智飞生物公司点评：一季度业绩稳定增长，自主产品建设稳步推进》，2023.4.20
- 《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



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	3.938	4.789	5.424
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	10.97	9.02	7.97
P/B	11.29	5.80	3.17	2.40	1.87

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	15,190	30,652	38,264	46,852	55,414	61,017
增长率		101.8%	24.8%	22.4%	18.3%	10.1%
主营业务成本	-9,268	-15,622	-25,395	-30,454	-36,074	-39,722
%销售收入	61.0%	51.0%	66.4%	65.0%	65.1%	65.1%
毛利	5,922	15,031	12,869	16,398	19,339	21,295
%销售收入	39.0%	49.0%	33.6%	35.0%	34.9%	34.9%
营业税金及附加	-71	-135	-177	-234	-277	-305
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,198	-1,835	-2,235	-3,045	-3,546	-3,570
%销售收入	7.9%	6.0%	5.8%	6.5%	6.4%	5.9%
管理费用	-212	-300	-374	-656	-776	-854
%销售收入	1.4%	1.0%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-300	-553	-854	-1,078	-1,108	-1,220
%销售收入	2.0%	1.8%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	4,142	12,208	9,228	11,385	13,632	15,346
%销售收入	27.3%	39.8%	24.1%	24.3%	24.6%	25.2%
财务费用	-131	-22	-14	-34	25	64
%销售收入	0.9%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-131	-283	-530	-229	-127	-62
公允价值变动收益	-13	14	0	3	3	3
投资收益	1	-20	0	1	1	1
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,895	12,000	8,758	11,126	13,534	15,352
营业利润率	25.6%	39.1%	22.9%	23.7%	24.4%	25.2%
营业外收支	-41	-69	-40	-60	-75	-110
税前利润	3,854	11,931	8,718	11,066	13,459	15,242
利润率	25.4%	38.9%	22.8%	23.6%	24.3%	25.0%
所得税	-553	-1,723	-1,179	-1,616	-1,965	-2,225
所得税率	14.3%	14.4%	13.5%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	3,301	10,209	7,539	9,451	11,494	13,017
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,301	10,209	7,539	9,451	11,494	13,017
净利率	21.7%	33.3%	19.7%	20.2%	20.7%	21.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,301	10,209	7,539	9,451	11,494	13,017
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	262	672	861	539	539	527
非经营收益	92	91	-2	159	269	457
营运资金变动	-159	-2,464	-6,410	-2,306	-2,831	-1,694
经营活动现金净流	3,497	8,508	1,989	7,843	9,470	12,307
资本开支	-827	-1,932	-1,452	-2,795	-1,264	-1,030
投资	-70	-69	-46	-67	-63	-54
其他	0	-19	0	1	1	1
投资活动现金净流	-897	-2,019	-1,498	-2,862	-1,326	-1,083
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-1,380	-2,743	-1,165	82	2,612	5,847
其他	-734	-847	-1,007	-1,058	-1,118	-1,301
筹资活动现金净流	-2,114	-3,590	-2,173	-976	1,494	4,546
现金净流量	481	2,889	-1,664	4,005	9,638	15,770

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,437	4,308	2,622	6,619	16,252	32,018
应收款项	6,633	12,874	20,622	21,436	23,835	26,246
存货	3,406	7,385	8,020	11,202	11,504	12,641
其他流动资产	61	186	149	153	181	199
流动资产	11,537	24,754	31,413	39,410	51,772	71,104
%总资产	75.8%	82.4%	82.7%	81.3%	84.0%	87.3%
长期投资	182	250	295	365	431	488
固定资产	2,387	3,544	4,654	6,669	7,395	7,578
%总资产	15.7%	11.8%	12.2%	13.8%	12.0%	9.3%
无形资产	693	847	1,104	1,298	1,382	1,656
非流动资产	3,678	5,294	6,590	9,069	9,873	10,375
%总资产	24.2%	17.6%	17.3%	18.7%	16.0%	12.7%
资产总计	15,215	30,047	38,004	48,480	61,645	81,479
短期借款	2,874	569	1,795	2,101	4,764	10,614
应付款项	3,189	9,391	10,091	12,186	11,961	13,712
其他流动负债	754	1,911	1,344	1,172	1,421	1,605
流动负债	6,817	11,871	13,230	15,458	18,147	25,930
长期贷款	0	236	211	131	81	81
其他长期负债	150	283	327	164	157	151
负债	6,967	12,390	13,768	15,753	18,384	26,161
普通股股东权益	8,249	17,657	24,236	32,727	43,261	55,317
其中：股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
未分配利润	5,656	15,049	21,628	30,119	40,653	52,710
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	15,215	30,047	38,004	48,480	61,645	81,479

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.063	6.380	4.712	3.938	4.789	5.424
每股净资产	5.155	11.036	15.148	13.636	18.025	23.049
每股经营现金净流	2.185	5.317	1.243	4.902	5.919	7.692
每股股利	0.500	0.500	0.600	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	40.02%	57.82%	31.11%	28.88%	26.57%	23.53%
总资产收益率	21.70%	33.97%	19.84%	19.49%	18.65%	15.98%
投入资本收益率	31.81%	56.43%	30.34%	27.77%	24.17%	19.84%
增长率						
主营业务收入增长率	43.48%	101.79%	24.83%	22.44%	18.27%	10.11%
EBIT 增长率	40.30%	194.73%	-24.41%	23.38%	19.73%	12.57%
净利润增长率	39.51%	209.23%	-26.15%	25.36%	21.62%	13.25%
总资产增长率	39.05%	97.48%	26.48%	27.57%	27.16%	32.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	132.9	116.1	159.7	165.0	155.0	155.0
存货周转天数	116.0	126.1	110.7	137.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	103.2	142.3	136.1	140.0	115.0	120.0
固定资产周转天数	35.6	20.5	26.9	31.4	28.7	26.0
偿债能力						
净负债/股东权益	17.42%	-19.83%	-2.54%	-13.41%	-26.37%	-38.55%
EBIT 利息保障倍数	31.5	559.4	668.8	334.7	-536.8	-238.2
资产负债率	45.79%	41.24%	36.23%	32.49%	29.82%	32.11%

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	2022-01-25	买入	105.55	N/A
2	2022-04-28	买入	97.46	N/A
3	2022-08-30	买入	91.21	N/A
4	2022-10-28	买入	86.48	N/A
5	2022-12-28	买入	87.58	100.00~100.00
6	2023-03-21	买入	89.86	N/A
7	2023-04-20	买入	81.30	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

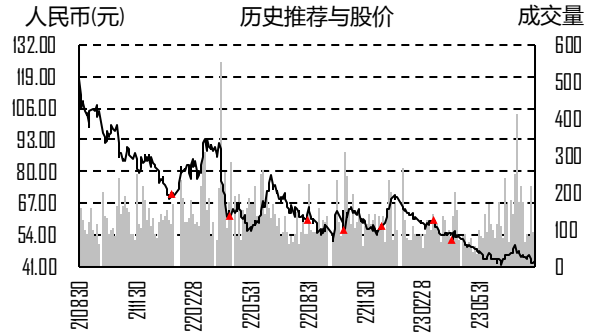
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806