

2023年08月29日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

52

智飞生物(300122.SZ)

Buy 买进

代理业务快速增长, 23H1 净利 YOY+14%

结论及建议:

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2023/8/28)	43.21		
深证成指(2023/8/28)	10233.15		
股价 12 个月高/低	72.19/41.56		
总发行股数(百万)	2400.00		
A 股数(百万)	1420.52		
A 市值(亿元)	613.81		
主要股东	蒋仁生(48.32%)		
每股净值(元)	11.54		
股价/账面净值	3.74		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-7.5	-5.5	-28.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-01-30	99.3	买进

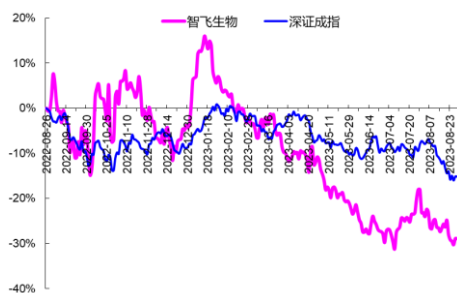
产品组合

代理产品-二类苗	91.4%
自主产品-二类苗	8.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.8%
一般法人	3.2%

股价相对大盘走势



■ **公司业绩:** 公司 23H1 实现营业收入 244.5 亿元, 同比增长 33.2%; 录得归母净利润 42.6 亿元, 同比增长 14.2%; 录得扣非归母净利润 42.1 亿元, 同比增长 13.5%, 公司业绩符合预期, 净利增速低于营收主要是毛利偏低的代理业务收入规模扩大所致。其中 Q2 单季实现营收 132.7 亿元, YOY+39.5%, 录得归母净利润 22.3 亿元, YOY+23.3%, 扣非后 YOY+20.0%。

■ **HPV 疫苗快速增长推动代理业务收入规模扩大:** (1) 公司代理产品 23H1 实现营收 235.8 亿元, YOY+41.4%, 其中 9 价 HPV 疫苗批签发量大幅增长 58%, 4 价 HPV 疫苗和五价轮状疫苗也分别快速增长 28.5% 和 35.6%。我们认为在 9 价疫苗适用年龄放宽后需求较为旺盛, 公司在今年 1 月已与默沙东续签采购协议至 2026 年, 9 价疫苗供给端已有保障, 而短期国内 9 价 HPV 疫苗尚都在临床期, 预计公司代理的 9 价产品近两年仍将独供市场。(2) 自主产品 23H1 实现营收 8.6 亿元, 同比下降 48.4%, 主要是 AC 结合疫苗上半年无批签发以及新冠疫苗接种量波动影响。

■ **营收结构变化导致毛利率下降, 费用率改善:** 公司 23H1 综合毛利率为 29.6%, 同比下降 3.9 个百分点, 处于近几年较低位置, 我们认为一方面是毛利率偏低的代理业务营收增长较快, 收入占比提升, 另一方面, 代理业务本身估计受汇率影响, 毛利率也有 2.9 个百分点的下降。公司 23H1 期间费用率为 7.5%, 同比下降 0.8 个百分点, 主要是收入规模扩大使得各项费用率均有一定下降。

■ **自主研发持续发力, 逐步进入收获期:** 公司持续推进自主研发, 23H1 研发投入 5.8 亿元, YOY+12.6%, 约占自主产品收入的 68%。四价流感病毒裂解疫苗申请生产注册获得受理, 预计明年将可放量; 卡介菌纯蛋白衍生物 (BCG-PPD) 进入 II 期临床试验; 重组 B 群脑膜炎球菌疫苗 (大肠杆菌) 进入 I 期临床试验; 治疗用卡介苗、Omicron BA.4/5-Delta 株重组新冠病毒蛋白疫苗获得临床试验批准通知书, 公司自主研发产品梯队完善, 未来成长动力充足。

■ **盈利预计及投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年分别录得净利润 93.7 亿元、112.5 亿元、129.7 亿元, 分别 YOY+24.2%、+20.1%、+15.3%, EPS 分别为 3.9 元、4.7 元、5.4 元, 对应 PE 分别为 23X、19X、17X。公司未来成长动力充足, 目前估值合理, 我们维持“买进”评级。

■ **风险提示:** 新产品上市进度不及预期; 新冠疫苗销售不及预期; 代理疫苗销售不及预期

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10209	7539	9365	11250	12972
同比增减	%	209.23	-26.15	24.22	20.13	15.31
每股盈余 (EPS)	RMB 元	6.38	4.71	3.90	4.69	5.41
同比增减	%	209.23	-26.15	-17.19	20.13	15.31
市盈率(P/E)	X	14.08	19.07	23.03	19.17	16.62
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.50	0.78	1.55	1.78
股息率 (Yield)	%	0.67	0.56	0.87	1.72	1.98

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	30652	38264	51027	64911	76353
经营成本	15622	25395	35583	45272	53679
营业税金及附加	135	177	240	312	366
销售费用	1835	2235	2673	3570	4199
管理费用	300	374	396	617	725
财务费用	22	14	27	39	46
资产减值损失			0	0	0
投资收益	-20		0	0	0
营业利润	12000	8758	10849	13284	15276
营业外收入	0	1	10	0	0
营业外支出	69	41	5	80	50
利润总额	11931	8718	10854	13204	15226
所得税	1723	1179	1489	1954	2253
少数股东损益			0	0	0
归母净利润	10209	7539	9365	11250	12972

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	4308	2622	3199	3839	4415
应收账款	12868	20614	26798	48237	110944
存货	7385	8020	10026	14036	23159
流动资产合计	24754	31413	40837	-2450	1666
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1719	2819	3269	3368	3469
在建工程	1825	1836	1744	1657	1574
非流动资产合计	5294	6590	6986	7545	8148
资产总计	30047	38004	47823	5094	9814
流动负债合计	11871	13230	14024	15426	16969
非流动负债合计	519	538	564	576	587
负债合计	12390	13768	14588	16002	17556
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	17657	24236	33235	-10907	-7742
负债及股东权益合计	30047	38004	47823	5094	9814

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动所得现金净额	8508	1989	7,492	7,875	13,621
投资活动所用现金净额	-2019	-1498	-4106	-4115	-9685
融资活动所得现金净额	-3590	-2173	-2809	-3120	-3360
现金及现金等价物净增加额	2889	-1664	577	640	576

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。