

2022 年 05 月 11 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

122

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2022/05/10)	97.46
深证成指(2022/05/10)	10912.74
股价 12 个月高/低	230.54/87.99
总发行股数(百万)	1600.00
A 股数(百万)	921.91
A 市值(亿元)	898.49
主要股东	蒋仁生(48.32%)
每股净值(元)	12.24
股价/账面净值	7.96
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-26.2 -19.3 -51.3

近期评等

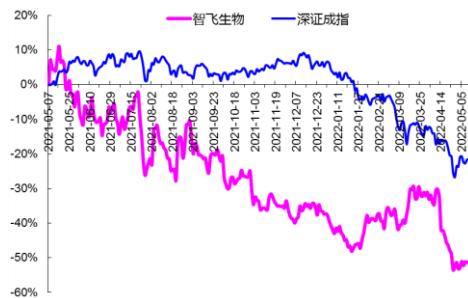
出刊日期	前日收盘	评等
2022-01-26	105.55	买进

产品组合

代理产品-二类苗	86.8%
自主产品-二类苗	12.5%
治疗性生物制品	0.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.9%
一般法人	3.2%

股价相对大盘走势

智飞生物(300122.SZ)
Buy 买进

2021 年及 22Q1 净利 YOY 分别+206%和+105%，代理产品增长较好，疫苗增厚业绩

结论与建议：

- **公司业绩：**公司 2021 年实现营收 306.5 亿，YOY+101.8%，录得归母净利润 102.1 亿元，YOY+209.2%，扣非净利润 101.8 亿元，YOY+206.5%。公司业绩处于业绩预告范围的中位，符合预期。其中 Q4 单季度实现营收 88.2 亿元，YOY+113.1%，录得净利润 18.0 亿元，YOY+119.4%。公司分红预案为每 10 股派发现金红利 6.00 元（含税）。
- 公司同时发布 22Q1 业绩，22Q1 实现营收 88.4 亿元，YOY+125.2%，录得归母净利润 19.2 亿元，YOY+105.0%，扣非后净利 19.0 亿元，YOY+101.2%，公司业绩处于业绩预告范围的中位，符合预期。
- **HPV 疫苗恢复+新冠疫苗放量：**公司 2021 年业绩大幅增长，主要得益于新冠疫苗增量以及 HPV 疫苗恢复贡献，22Q1 大增也受益于此。具体来看，2021 年公司自主产品实现营收 97.0 亿元，YOY+708%，我们估计其中新冠疫苗部分贡献近 80 亿，自主产品毛利率同比增加 3.6 个百分点至 90.1%；代理产品实现营收 209.3 亿元，YOY+92%，主要是受代理的 4 价、9 价疫苗销售高速增长所致，其中 9 价 HPV 疫苗批签发量 YOY+101.5%，4 价 HPV 疫苗 YOY+21.9%，5 价轮状病毒疫苗 YOY+83.0%，由于默沙东计划 2022 年将增加中国 HPV 疫苗的供应，预计后续代理产品将继续保持快速增长。
- **毛利率提升，规模扩大下费用率降低：**公司 2021 年综合毛利率为 49.0%，同比增加 10 个百分点，主要是受益于高毛利的自主产品新冠疫苗上量所致，期间费用率为 8.8%，同比下降 3.3 个百分点，其中销售费用率下降 1.9 个百分点至 6.0%，管理费用率下降 0.4 个百分点至 1.8%，主要是受益于营收规模扩大，研发费用率为 1.8%，同比下降 0.2 个百分点，但研发投入仍在快速增长，财务费用率为 0.1%，同比下降 0.8 个百分点，主要是利息收入增加而支出减少。
- **产品管线丰富，部分自主产品将逐步进入收获期：**截止 2021 年末，公司自主研发项目 29 个，已经进入临床及申报的项目 16 个，产品管线丰富。目前，公司与中科院合作的二代重组疫苗研发工作正在积极推进中，MRC-5 细胞狂犬疫苗、四价流感疫苗、15 价肺炎疫苗均已处于临床三期，具备较大需求潜力，上市后预计可成长为大品种。
- **盈利预计及投资建议：**考虑新冠疫苗的销售，我们预计公司 2022、2023 年分别录得净利润 93.9 亿元、126.8 亿元，分别 YOY-8.0%、+35.0%（若剔除新冠疫苗销售影响，预计 2022、2023 净利分别为 64.5 亿和 76.5 亿元，YOY 分别+39%、+19%），EPS 分别为 5.9 元、7.9 元，对应 PE 分别为 17X、12X。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		2019	2020	2021F	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2366	3301	10209	9394	12680
同比增减	%	63.05	39.51	209.23	-7.98	34.98
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.48	2.06	6.38	5.87	7.93
同比增减	%	63.05	39.51	209.23	-7.98	34.98
市盈率(P/E)	X	65.90	47.24	15.28	16.60	12.30
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.50	0.60	1.94	2.62
股息率 (Yield)	%	0.51	0.51	0.62	1.99	2.68

【投资评级说明】

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

附一：合并损益表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
营业收入	10587	15190	30652	33197	42101
经营成本	6136	9268	15622	18493	23227
营业税金及附加	51	71	135	183	244
销售费用	1096	1198	1835	2117	2484
管理费用	183	212	300	316	400
财务费用	75	131	22	27	25
资产减值损失				0	0
投资收益		1	-20	0	0
营业利润	2814	3895	12000	11149	14963
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	49	41	69	96	80
利润总额	2765	3854	11931	11052	14883
所得税	399	553	1723	1659	2203
少数股东损益				0	0
归母净利润	2366	3301	10209	9394	12680

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
货币资金	1150	1437	4308	5169	6203
应收账款	4437	6624	12868	14798	19237
存货	2484	3406	7385	6278	7847
流动资产合计	8167	11537	24754	27229	35398
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1037	1480	1719	1994	2313
在建工程	947	906	1825	1460	1387
非流动资产合计	2776	3678	5294	5717	6060
资产总计	10942	15215	30047	32946	41458
流动负债合计	5072	6817	11871	12464	13212
非流动负债合计	123	150	519	545	572
负债合计	5195	6967	12390	13010	13785
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	5747	8249	17657	19937	27673
负债及股东权益合计	10942	15215	30047	32946	41458

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
经营活动所得现金净额	1367	3497	8508	9,582	10,144
投资活动所用现金净额	-623	-897	-2019	-2356	-1962
融资活动所得现金净额	-393	-2114	-3590	-2818	-3804
现金及现金等价物净增加额	352	481	2889	4408	4378

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，不对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)有限公司及其任何之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)有限公司及其任何之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。