

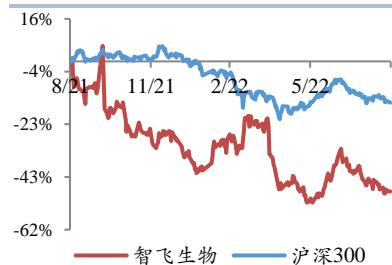
代理业务保持高增长，常规自主产品放量可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-30

| | |
|------------------|--------------|
| 收盘价 (元) | 91.35 |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 186.17/84.14 |
| 总股本 (百万股) | 1,600 |
| 流通股本 (百万股) | 925 |
| 流通股比例 (%) | 57.81 |
| 总市值 (亿元) | 1,462 |
| 流通市值 (亿元) | 845 |

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任雯萱

执业证书号：S0010121080050

邮箱：renwx@hazq.com

相关报告

1.智飞生物(300122)公司点评：
重组新冠病毒蛋白疫苗获批附条件上市，将持续贡献业绩 2022-03-03

2.智飞生物(300122)深度报告：
代理起家锤炼营销能力，自研产品打造第二生长曲线 2022-02-11

主要观点：

● 事件：

8月29日，公司发布2022年半年度报告。公告显示，公司2022年上半年实现营业收入183.54亿元，同比增加39.34%；实现扣非归母净利润37.09亿元，同比减少32.6%。

● 点评：

代理业务保持高增长，新冠疫苗销售占比大幅减少拉低净利润水平

公司营业收入同比增长，但净利润同比下降。营业收入同比增长系代理业务销售收入达166.8亿元，同比增长134.44%；净利润同比下降主要受三方面因素影响：1) 2021年上半年，毛利率高于代理业务的新冠疫苗销售收入占比高，2022年上半年国内外新冠疫苗接种量大幅下降，相应新冠疫苗的销量及其销售收入在总营收中的占比锐减；2)代理业务成本增速超过收入增速、毛利率下降；3)研发费用3.88亿元，同比增长138.26%。

公告披露公司上半年毛利率33.45%，净利率20.32%，低于未销售新冠疫苗的2020年的毛利率及净利率水平。推测主要系代理成本增速超过收入增速所致。

分季度看，Q2公司营业收入95.13亿元，同比-46%，净利润18.06亿元，同比-62%。Q2公司营业收入与净利润与去年同期相比均下降；且由于2021年上半年新冠疫苗的销售集中于二季度，因此与Q1相比，下降的幅度扩大。

代理产品批签发及销售收入均表现出超高增速

上半年，批签发量较去年同期均实现较好地增长，主要品种增幅显著。四价HPV疫苗批签发487万支，同比增长60%；九价HPV疫苗批签发929万支，同比增长380%；五价轮状疫苗批签发486万支，同比增长29%；23价肺炎疫苗批签发102万支，同比增长108%；灭活甲肝疫苗批签发12.7万支，同比增长100%。

相应的，代理业务销售收入达166.8亿元，同比增长134.44%，毛利率28.28%（同比下降5.71pct）。上半年代理产品推广顺利，体现出公司强大的销售能力。下半年，公司与默沙东代理协议的续签情况值得关注，若续签工作进展顺利，未来三年代理产品推广业务将继续为公司贡献高增长的现金流。

自研常规产品收入稳步增长，下半年期待微卡产品放量

上半年，公司自研产品销售收入16.67亿元，毛利率85.22%（同比+24.85pct，系毛利率高于新冠疫苗的自研常规产品占比增加），估算扣除新冠疫苗销售收入，自研常规产品销售收入同比增速超过20%。公司在售的自研产品包含微卡、流脑疫苗系列产品。其中，流脑疫苗系列产品整体批签发同比下滑：4价流脑多糖疫苗批签发176万支，同比下降56%；2价流脑结合疫苗批签发290万支，同比下降8%；2价流脑多糖疫苗批签发61万支，同比增长100%。推测除新冠疫苗加

强针外，微卡的销售收入在上半年自主产品营收中也有所贡献。公司的注射用母牛分枝杆菌（微卡）用于预防结核分枝杆菌潜伏感染人群发生肺结核疾病，也可作为联合用药，用于结核病化疗的辅助治疗，与结合检测产品宜卡共同构建了结核感染“筛查-预防-治疗”体系。截至半年报，微卡和宜卡在我国大陆地区 87%以上的省级单位中标挂网，下半年微卡产品有望放量，拉动常规自主产品营收增长。

研发工作持续推进，多款产品进入申报流程

上半年，公司多款在研产品取得临床阶段进展：重组新型冠状病毒蛋白疫苗（CHO 细胞）获批附条件上市并作为序贯加强针；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。

此外，公司流感病毒裂解疫苗完成临床试验，15 价肺炎结合疫苗、4 价流脑结合疫苗等重磅产品 III 期临床进行中，未来公司在研管线将逐渐进入收获期。

● 投资建议：

我们上调对公司的盈利预测，预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 343/ 429/ 499 亿元，同比增长 11.9%/ 25%/ 16.5%（调整前 2022~2023 年营业收入分别为 299/ 330 亿元，同比增长-2.3%/ 10.2%）；归母净利润分别为 74/ 93/ 109 亿元，同比增长-27.8%/ 25.8%/ 17.4%（调整前 2022~2023 年归母净利润分别为 92/ 93 亿元，同比增长-9.9%/ 1.7%）；PE 分别为 20X/ 16X/ 13X。考虑到疫苗行业的持续快速发展、公司营销团队的优势以及研发管线中接下来几年重磅产品接连上市带来的长期成长性，我们维持“买入”评级。

● 风险提示

市场推广不及预期的风险；疫情变化影响公司正常经营的风险；临床获批进展不及预期的风险；代理业务续签失败的风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 30652 | 34291 | 42863 | 49935 |
| 收入同比（%） | 101.8% | 11.9% | 25.0% | 16.5% |
| 归属母公司净利润 | 10209 | 7374 | 9279 | 10893 |
| 净利润同比（%） | 209.2% | -27.8% | 25.8% | 17.4% |
| 毛利率（%） | 49.0% | 35.8% | 38.5% | 41.2% |
| ROE（%） | 57.8% | 30.3% | 28.2% | 25.4% |
| 每股收益（元） | 6.38 | 4.61 | 5.80 | 6.81 |
| P/E | 19.53 | 19.82 | 15.75 | 13.42 |
| P/B | 11.29 | 6.01 | 4.44 | 3.41 |
| EV/EBITDA | 15.78 | 15.09 | 11.67 | 9.48 |

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 24754 | 32126 | 43436 | 55408 |
| 现金 | 4308 | 8923 | 14863 | 22617 |
| 应收账款 | 12868 | 14953 | 18692 | 21775 |
| 其他应收款 | 7 | 20 | 26 | 30 |
| 预付账款 | 186 | 132 | 158 | 176 |
| 存货 | 7385 | 8091 | 9688 | 10796 |
| 其他流动资产 | 1 | 5 | 10 | 15 |
| 非流动资产 | 5294 | 5118 | 4758 | 4532 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1719 | 1457 | 1020 | 704 |
| 无形资产 | 343 | 372 | 402 | 432 |
| 其他非流动资产 | 3232 | 3289 | 3335 | 3397 |
| 资产总计 | 30047 | 37244 | 48194 | 59941 |
| 流动负债 | 11871 | 10236 | 12556 | 14330 |
| 短期借款 | 569 | 959 | 1369 | 1769 |
| 应付账款 | 9152 | 7199 | 8619 | 9604 |
| 其他流动负债 | 2150 | 2078 | 2568 | 2957 |
| 非流动负债 | 519 | 2697 | 2697 | 2697 |
| 长期借款 | 236 | 236 | 236 | 236 |
| 其他非流动负债 | 283 | 2461 | 2461 | 2461 |
| 负债合计 | 12390 | 12933 | 15253 | 17027 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 1600 | 1600 | 1600 | 1600 |
| 资本公积 | 208 | 208 | 208 | 208 |
| 留存收益 | 15849 | 22503 | 31133 | 41106 |
| 归属母公司股东权 | 17657 | 24311 | 32941 | 42914 |
| 负债和股东权益 | 30047 | 37244 | 48194 | 59941 |

现金流量表

| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 8508 | 3281 | 7554 | 11875 |
| 净利润 | 10209 | 7374 | 9279 | 10893 |
| 折旧摊销 | 389 | 626 | 702 | 782 |
| 财务费用 | 56 | 33 | 45 | 57 |
| 投资损失 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -2464 | -4794 | -3472 | -2857 |
| 其他经营现金流 | 12970 | 12209 | 13751 | 16750 |
| 投资活动现金流 | -2019 | -492 | -1341 | -3556 |
| 资本支出 | -1932 | -390 | -1249 | -3449 |
| 长期投资 | -69 | -91 | -81 | -96 |
| 其他投资现金流 | -19 | -11 | -11 | -11 |
| 筹资活动现金流 | -3590 | 1827 | -273 | -565 |
| 短期借款 | -2305 | 390 | 410 | 400 |
| 长期借款 | 236 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1521 | 1437 | -683 | -965 |
| 现金净增加额 | 2889 | 4615 | 5940 | 7754 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表

| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 30652 | 34291 | 42863 | 49935 |
| 营业成本 | 15622 | 22020 | 26364 | 29379 |
| 营业税金及附加 | 135 | 154 | 184 | 200 |
| 销售费用 | 1835 | 2435 | 3043 | 3396 |
| 管理费用 | 300 | 479 | 599 | 698 |
| 财务费用 | 22 | -61 | -142 | -248 |
| 资产减值损失 | -93 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 12000 | 8650 | 11833 | 15717 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 69 | 41 | 1000 | 3000 |
| 利润总额 | 11931 | 8609 | 10833 | 12717 |
| 所得税 | 1723 | 1235 | 1554 | 1824 |
| 净利润 | 10209 | 7374 | 9279 | 10893 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 10209 | 7374 | 9279 | 10893 |
| EBITDA | 12416 | 9174 | 11393 | 13251 |
| EPS (元) | 6.38 | 4.61 | 5.80 | 6.81 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 101.8% | 11.9% | 25.0% | 16.5% |
| 营业利润 | 208.1% | -27.9% | 36.8% | 32.8% |
| 归属于母公司净利 | 209.2% | -27.8% | 25.8% | 17.4% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 49.0% | 35.8% | 38.5% | 41.2% |
| 净利率 (%) | 33.3% | 21.5% | 21.6% | 21.8% |
| ROE (%) | 57.8% | 30.3% | 28.2% | 25.4% |
| ROIC (%) | 55.7% | 28.7% | 26.5% | 23.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 41.2% | 34.7% | 31.6% | 28.4% |
| 净负债比率 (%) | 70.2% | 53.2% | 46.3% | 39.7% |
| 流动比率 | 2.09 | 3.14 | 3.46 | 3.87 |
| 速动比率 | 1.45 | 2.34 | 2.68 | 3.10 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.02 | 0.92 | 0.89 | 0.83 |
| 应收账款周转率 | 2.38 | 2.29 | 2.29 | 2.29 |
| 应付账款周转率 | 1.71 | 3.06 | 3.06 | 3.06 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 6.38 | 4.61 | 5.80 | 6.81 |
| 每股经营现金流 | 5.32 | 2.05 | 4.72 | 7.42 |
| 每股净资产 | 11.04 | 15.19 | 20.59 | 26.82 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19.53 | 19.82 | 15.75 | 13.42 |
| P/B | 11.29 | 6.01 | 4.44 | 3.41 |
| EV/EBITDA | 15.78 | 15.09 | 11.67 | 9.48 |

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 任雯萱, 研究助理, 主要负责生物制品(疫苗+血液制品)行业研究。上海财经大学金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。