

2022 年 09 月 01 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

113

公司基本资讯

產業別	医药生物
A 股价(2022/08/31)	94.05
深证成指(2022/08/31)	11815.79
股價 12 個月高/低	181/81.91
總發行股數(百萬)	1600.00
A 股數(百萬)	925.43
A 市值(億元)	870.36
主要股東	蒋仁生(48.32%)
每股淨值(元)	12.77
股價/賬面淨值	7.37
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.2 6.2 -46.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022-05-11	97.46	买进

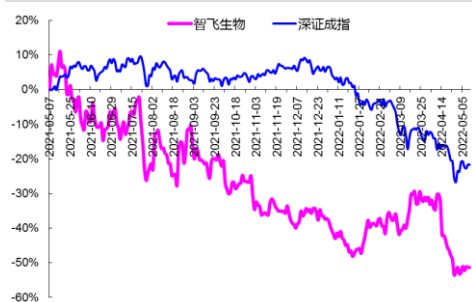
产品组合

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

代理产品大幅增长,新冠疫苗业务回落

结论与建议:

■ **公司业绩:** 公司 22H1 实现营收 183.5 亿元, YOY+39.3%, 录得净利润 37.3 亿元, YOY-32.1%, 扣非后 YOY-32.6%, 公司业绩下滑主要是新冠疫苗销售规模同比缩减。其中 Q2 单季度实现营收 95.1 亿元, YOY+2.9%, 录得净利润 18.1 亿元, YOY-60.3%。

■ **HPV 疫苗大幅增长, 新冠疫苗收入规模回落:** (1) 代理产品部分实现营收 166.8 亿元, 同比增长 134.4%, 主要是随着 2022 年默沙东加大中国 HPV 疫苗供应, 公司代理销售 HPV 疫苗实现大幅增长, 从批签发数据来看, 9 价 HPV 疫苗 22H1 批签发 930 万支(YOY+379%), 4 价 HPV 疫苗批签发 487 万支(YOY+60.1%), 另外, 5 价轮状病毒疫苗批签发 486 万支(YOY+28.9%)。

(2) 自主产品部分实现收入 16.7 亿元, YOY-72.4%, 主要是去年为新冠疫苗接种高增期, 而今年随着接种率提高, 接种量已回落(根据卫健委数据, 截止 8 月 9 日, 31 省市已累计接种新冠疫苗 34 亿多剂次, 全程接种人数 12.7 亿人, 加强免疫接种 8.2 亿人, 测算全程接种率和加强针接种率分别为 90%和 58%), 我们测算公司 22H1 新冠疫苗部分收入 7.5 亿元(去年同期 53.1 亿元), 而公司常规自主产品保持快速增长, 实现营收 9.2 亿元, YOY+26.0%, 目前自主研发的微卡和宜卡已在大陆 87%以上的审计单位中标挂网, 预计后续将会推动自主产品进一步增长。

■ **毛利率提升, 规模扩大下费用率降低:** 公司 22H1 综合毛利率为 33.5%, 同比下降 24.9 个百分点, 这一方面是新冠疫苗收入占比下降, 另一方面代理产品受汇率变动以及成本更高的 9 价 HPV 疫苗营收占比增加使得代理业务部分的毛利率同比下降 16.8%, 也影响了整体毛利率表现。公司 22H1 期间费用率为 8.3%, 同比下降 1.1 个百分点, 主要是销售费用率下降及研发费用率下降。

■ **产品管线丰富, 部分自主产品将逐步进入收获期:** 截止 2022 半年末, 公司自主研发项目 28 个, 处于临床及申报的项目 15 个, 产品管线丰富。公司新冠二代苗 ZF2202 (Omicron-Delta 嵌合疫苗) 已通过前期研究证明具有良好的安全性及有效性, 针对目前主流的 Omicron BA.4/5 变异株有更高的中和抗体滴度。公司其余自主产品研发工作也在积极推进中, 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, 15 价肺炎球菌结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞) 处于临床 III 期, 公司未来业绩增长动力充足。

■ **盈利预计及投资建议:** 考虑到目前新冠疫苗的接种情况, 我们下调对公司的盈利预测。我们预计公司 2022、2023 年分别录得净利润 72.4 亿元、97.4 亿元, 分别 YOY-29.1%、+34.5% (原预计公司 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%), 剔除新冠疫苗部分净利分别为 68.2 亿元和 80.9 亿元, YOY 分别+45%、+20%, EPS 分别为 4.5 元、6.1 元, 对应 PE 分别为 21X、15X。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	2021	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2366	3301	10209	7236	9735
同比增减	%	63.05	39.51	209.23	-29.12	34.54
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.48	2.06	6.38	4.52	6.08
同比增减	%	63.05	39.51	209.23	-29.12	34.54
市盈率(P/E)	X	63.59	45.58	14.74	20.80	15.46
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.50	0.60	1.49	2.01
股息率 (Yield)	%	0.53	0.53	0.64	1.59	2.13

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 15\%$
中立 (Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

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	37102	48044
经营成本	6136	9268	15622	24568	31450
营业税金及附加	51	71	135	197	279
销售费用	1096	1198	1835	2263	3027
管理费用	183	212	300	359	456
财务费用	75	131	22	22	29
资产减值损失				0	0
投资收益		1	-20	0	0
营业利润	2814	3895	12000	8590	11506
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	49	41	69	111	80
利润总额	2765	3854	11931	8479	11426
所得税	399	553	1723	1243	1691
少数股东损益				0	0
归母净利润	2366	3301	10209	7236	9735

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	7,381	7,788
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	-2171	-2921
现金及现金等价物净增加额	352	481	2889	2854	2906

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。