



买入（维持）

所属行业：医药生物/生物制品  
当前价格(元)：86.48

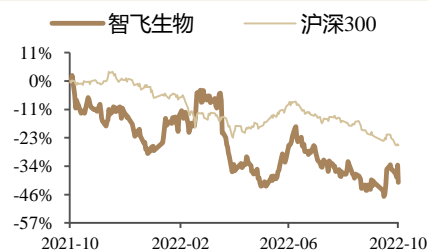
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.96	-5.82	-19.49
相对涨幅(%)	10.32	5.78	-5.01

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《智飞生物(300122.SZ)：业绩符合预期，HPV疫苗批签发高增长》，2022.8.31
- 2.《智飞生物(300122.SZ)：HPV疫苗快速放量，业绩持续高增长》，2022.4.28
- 3.《智飞生物(300122.SZ)：HPV疫苗快速放量，业绩符合预期》，2022.1.25
- 4.《智飞生物(300122.SZ)：新冠扰动渐消，Q3非新冠业绩超市场预期》，2021.10.29

# 智飞生物(300122.SZ)：常规业务高速增长，自研产品兑现在即

投资要点

- **事件：**公司发布2022三季报，前三季度实现营收278.2亿元，同比增长27.5%，实现归母净利润56.1亿元，同比下滑33.3%；22Q3实现营收94.7亿元，同比增长9.4%，实现归母净利润18.8亿元，同比下滑35.5%，业绩符合预期。
- **常规主营业务高速增长，HPV疫苗表现亮眼。**公司22Q3收入基本不包含新冠疫苗贡献，在核心品种批签发方面，2022年前三季度，9价HPV疫苗批签发约1228万支（同比+128%），4价HPV疫苗批签发约1181万支（同比+158%），单三季度来看，9价HPV疫苗和4价HPV批签发分别约298万支和693.3万支，HPV疫苗在中国市场批签发处于快速增长态势，带动公司业绩保持高速增长；五价轮状疫苗方面，2022前三季度批签发约622万支（单三季度约136万支），23价肺炎疫苗批签发102万支，灭活甲肝疫苗批签发61万；自主产品方面，ACYW135多糖疫苗前三季度批签发269万支，AC结合疫苗批签发436万支，AC多糖疫苗批签发107万支。整体来看，前三季度公司主业实现快速增长，业绩符合预期。
- **结核病产品线放量在即，2023年自研产品管线将逐步兑现。**我国是结核病感染大国，公司的“EC诊断+微卡治疗”方案能够为结核防控提供更优解。在研产品管线方面，我们预计在2023年，公司将有多项催化剂落地，目前冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5细胞）、四价流感疫苗已经获得III期临床试验总结报告，我们预计报产在即。此外，公司的15价肺炎疫苗和四价脑膜炎结合疫苗已经进入三期临床，整体来看公司自主产品管线将在2023年以后逐步兑现。
- **盈利预测及投资建议。**公司是国产疫苗销售龙头，HPV疫苗目前处于供不应求的状态，且考虑到2022年公司会迎来自主产品管线的众多催化剂，自主产品逻辑将逐步兑现。预计2022-2024年公司归母净利润分别为73.2/99.0/123.4亿元，对应PE分别19/14/11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；研发或报产不及预期的风险；产品销售不及预期的风险。

**股票数据**

总股本(百万股):	1,600.00
流通 A 股(百万股):	925.43
52 周内股价区间(元):	78.18-149.38
总市值(百万元):	138,368.00
总资产(百万元):	36,227.86
每股净资产(元):	13.94

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,190	30,652	35,414	45,748	55,356
(+/-)YOY(%)	43.5%	101.8%	15.5%	29.2%	21.0%
净利润(百万元)	3,301	10,209	7,320	9,894	12,335
(+/-)YOY(%)	39.5%	209.2%	-28.3%	35.2%	24.7%
全面摊薄 EPS(元)	2.06	6.38	4.57	6.18	7.71
毛利率(%)	39.0%	49.0%	34.9%	36.4%	37.0%
净资产收益率(%)	40.0%	57.8%	29.3%	28.4%	26.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	6.38	4.57	6.18	7.71
每股净资产	11.04	15.61	21.79	29.50
每股经营现金流	5.32	3.18	6.01	5.80
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
价值评估(倍)				
P/E	19.53	18.90	13.98	11.22
P/B	11.29	5.54	3.97	2.93
P/S	4.51	3.91	3.02	2.50
EV/EBITDA	15.78	14.72	10.28	7.80
股息率%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	49.0%	34.9%	36.4%	37.0%
净利润率	33.3%	20.7%	21.6%	22.3%
净资产收益率	57.8%	29.3%	28.4%	26.1%
资产回报率	34.0%	18.1%	17.7%	16.9%
投资回报率	55.7%	25.9%	25.0%	23.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	101.8%	15.5%	29.2%	21.0%
EBIT 增长率	197.8%	-29.0%	33.5%	23.0%
净利润增长率	209.2%	-28.3%	35.2%	24.7%
偿债能力指标				
资产负债率	41.2%	38.2%	37.6%	35.4%
流动比率	2.1	2.3	2.4	2.6
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
现金比率	0.4	0.7	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	153.2	155.2	155.2	154.8
存货周转天数	172.6	135.0	120.0	142.5
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8
固定资产周转率	17.8	13.2	13.4	14.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10,209	7,320	9,894	12,335
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	672	470	620	779
非经营收益	91	150	243	291
营运资金变动	-2,464	-2,855	-1,146	-4,121
经营活动现金流	8,508	5,085	9,611	9,284
资产	-1,932	-818	-1,028	-1,181
投资	-69	-48	-72	-99
其他	-19	14	13	13
投资活动现金流	-2,019	-852	-1,086	-1,267
债权募资	-2,743	2,431	1,000	500
股权募资	0	0	0	0
其他	-847	-99	-176	-210
融资活动现金流	-3,590	2,332	824	290
现金净流量	2,889	6,565	9,348	8,307

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 10 月 27 日

资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,652	35,414	45,748	55,356
营业成本	15,622	23,053	29,097	34,874
毛利率%	49.0%	34.9%	36.4%	37.0%
营业税金及附加	135	170	212	255
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,835	1,877	2,745	3,321
营业费用率%	6.0%	5.3%	6.0%	6.0%
管理费用	300	708	915	1,218
管理费用率%	1.0%	2.0%	2.0%	2.2%
研发费用	553	1,062	1,372	1,661
研发费用率%	1.8%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	12,027	8,544	11,407	14,026
财务费用	22	-101	-221	-425
财务费用率%	0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.8%
资产减值损失	-93	-50	-40	-30
投资收益	-20	-11	-17	-22
营业利润	12,000	8,591	11,607	14,472
营业外收支	-69	-40	-50	-60
利润总额	11,931	8,551	11,558	14,412
EBITDA	12,416	8,883	11,906	14,693
所得税	1,723	1,232	1,664	2,077
有效所得税率%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	10,209	7,320	9,894	12,335

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,308	10,872	20,221	28,528
应收账款及应收票据	12,868	14,975	19,370	23,403
存货	7,385	8,476	9,526	13,587
其它流动资产	193	347	519	809
流动资产合计	24,754	34,671	49,636	66,326
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,719	2,690	3,411	3,909
在建工程	1,825	1,270	995	917
无形资产	343	373	417	466
非流动资产合计	5,294	5,750	6,254	6,737
资产总计	30,047	40,421	55,890	73,063
短期借款	569	3,000	4,000	4,500
应付票据及应付账款	9,178	9,856	13,655	17,295
预收账款	71	0	0	0
其它流动负债	2,053	2,069	2,844	3,543
流动负债合计	11,871	14,924	20,499	25,337
长期借款	236	236	236	236
其它长期负债	283	283	283	283
非流动负债合计	519	519	519	519
负债总计	12,390	15,444	21,018	25,856
实收资本	1,600	1,600	1,600	1,600
普通股股东权益	17,657	24,977	34,871	47,207
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	30,047	40,421	55,890	73,063

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。