



买入（维持）

所属行业：医药生物/生物制品
当前价格(元)：104.58

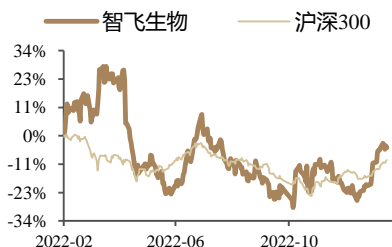
证券分析师

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(%)	18.42	13.67	23.19
相对涨幅(%)	10.00	5.02	5.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《智飞生物(300122.SZ)：常规业务高速增长，自研产品兑现在即》，2022.10.28
- 2.《智飞生物(300122.SZ)：业绩符合预期，HPV 疫苗批签发高增长》，2022.8.31
- 3.《智飞生物(300122.SZ)：HPV 疫苗快速放量，业绩持续高增长》，2022.4.28

智飞生物（300122.SZ）：默沙东续约落地，23 年看自主板块催化剂兑现

投资要点

- **事件：**2023 年 1 月 21 日，公司与默沙东续签供应、经销与共同推广协议，默沙东将向智飞生物独家供应协议产品，并许可智飞生物根据约定在协议区域内进口、经销和推广协议产品，公司将按照约定向默沙东持续采购 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗等五种协议产品，协议有效期至 2026 年 12 月 31 日，协议产品合计基础采购金额超过 1000 亿元，其中 HPV 疫苗 2024-2026 年基础采购金额分别为 326.26、260.33、178.92 亿元。
- **续约落地，代理业务未来有望持续高增长。**公司与默沙东合作签约至 2026 年底，期间不用担心续约问题，考虑到国产 9 价 HPV 疫苗预计在 2025 年左右获批上市，公司的 9 价 HPV 短期内仍将独占市场。公司与默沙东合作超 11 年，主要品种批签发量增幅显著，2022 年前三季度公司代理的四价 HPV 疫苗批签发 1181 万支，同比增长 158%；九价 HPV 疫苗批签发 1228 万支，同比增长 128%，五价轮状病毒疫苗批签发 622 万支，23 价肺炎疫苗批签发 102 万支，2021 年和 2022 年公司实际采购额分别为 165.62 亿元和 226.75 亿元，较约定采购额分别增加 42.69%和 75.22%。此外，随着国家加强 HPV 疫苗接种的科学宣传，预防宫颈癌的认知不断深入，目前国内市场 9 价 HPV 疫苗依然供不应求，我们看好公司代理业务未来几年业绩高增长。
- **2023 年自主产品板块将迎来多个催化剂。**公司拥有 28 项自主研发项目，其中 1 项处于申请上市阶段；3 项已完成 III 期临床试验，4 项处于 III 期临床阶段，7 项处于 I 期、II 期临床阶段。我们判断 2023 年自主业务板块将有众多催化剂落地，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。此外，“EC+微卡”结核产品线放量在即，2023 年自主板块业务有望实现高增长。
- **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，随着和默沙东续约落地公司业绩确定性增强，且考虑到 2023 年公司会来自自主产品管线的众多催化剂，自主产品逻辑将逐步兑现，我们上调公司业绩，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 74.2/103.8/132.7 亿元，对应 PE 分别 23/16/13 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**协议履行不达预期风险；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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,600.00		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	925.43	营业收入(百万元)	15,190	30,652	35,993	50,696	61,342
52 周内股价区间(元):	78.18-140.61	(+/-)YOY(%)	43.5%	101.8%	17.4%	40.8%	21.0%
总市值(百万元):	167,328.00	净利润(百万元)	3,301	10,209	7,416	10,384	13,271
总资产(百万元):	36,227.86	(+/-)YOY(%)	39.5%	209.2%	-27.4%	40.0%	27.8%
每股净资产(元):	13.94	全面摊薄 EPS(元)	2.06	6.38	4.64	6.49	8.29
资料来源：公司公告		毛利率(%)	39.0%	49.0%	34.8%	35.8%	37.0%
		净资产收益率(%)	40.0%	57.8%	29.6%	29.3%	27.2%
		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	4.64	6.49	8.29
每股净资产	11.04	15.67	22.16	30.45
每股经营现金流	5.32	3.12	5.60	6.10
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
价值评估(倍)				
P/E	19.53	22.56	16.11	12.61
P/B	11.29	6.67	4.72	3.43
P/S	5.46	4.65	3.30	2.73
EV/EBITDA	15.78	17.77	12.20	9.11
股息率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	49.0%	34.8%	35.8%	37.0%
净利润率	33.3%	20.6%	20.5%	21.6%
净资产收益率	57.8%	29.6%	29.3%	27.2%
资产回报率	34.0%	18.2%	17.8%	17.3%
投资回报率	55.7%	26.2%	25.8%	24.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	101.8%	17.4%	40.8%	21.0%
EBIT 增长率	197.8%	-28.0%	38.3%	26.3%
净利润增长率	209.2%	-27.4%	40.0%	27.8%
偿债能力指标				
资产负债率	41.2%	38.4%	39.3%	36.6%
流动比率	2.1	2.3	2.3	2.5
速动比率	1.4	1.7	1.8	2.0
现金比率	0.4	0.7	0.9	1.0
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	0.9	0.8
固定资产周转率	17.8	13.4	14.9	15.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10,209	7,416	10,384	13,271
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	244	294
营运资金变动	-2,464	-3,047	-2,289	-4,587
经营活动现金流	8,508	4,989	8,960	9,756
资产	-1,932	-818	-1,028	-1,181
投资	-69	-48	-72	-99
其他	-19	14	12	11
投资活动现金流	-2,019	-852	-1,088	-1,270
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	6,469	8,695	8,776

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 1 月 20 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	35,993	50,696	61,342
营业成本	15,622	23,458	32,560	38,646
毛利率%	49.0%	34.8%	35.8%	37.0%
营业税金及附加	135	173	235	283
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,835	1,908	3,295	3,987
营业费用率%	6.0%	5.3%	6.5%	6.5%
管理费用	300	720	1,014	1,350
管理费用率%	1.0%	2.0%	2.0%	2.2%
研发费用	553	1,080	1,622	1,963
研发费用率%	1.8%	3.0%	3.2%	3.2%
EBIT	12,027	8,655	11,970	15,114
财务费用	22	-101	-219	-415
财务费用率%	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.7%
资产减值损失	-93	-50	-40	-30
投资收益	-20	-11	-18	-24
营业利润	12,000	8,704	12,179	15,564
营业外收支	-69	-40	-50	-60
利润总额	11,931	8,664	12,130	15,505
EBITDA	12,416	8,995	12,469	15,780
所得税	1,723	1,248	1,746	2,234
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	7,416	10,384	13,271

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,308	10,776	19,471	28,247
应收账款及应收票据	12,868	15,221	21,473	25,942
存货	7,385	8,626	10,665	15,060
其它流动资产	193	351	554	851
流动资产合计	24,754	34,975	52,163	70,101
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	40,725	58,417	76,838
短期借款	569	3,000	4,000	4,500
应付票据及应付账款	9,178	10,029	15,280	19,165
预收账款	71	0	0	0
其它流动负债	2,053	2,103	3,160	3,926
流动负债合计	11,871	15,132	22,441	27,591
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	15,651	22,960	28,110
实收资本	1,600	1,600	1,600	1,600
普通股股东权益	17,657	25,073	35,457	48,728
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	30,047	40,725	58,417	76,838

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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。