

HPV疫苗续签落地，业绩确定性增强

投资要点

- **事件:** 2023年1月29日，公司发布公告与默沙东签署《供应、经销与共同推广协议》，主要在此前协议基础上就默沙东在中国大陆已取得上市许可的五种疫苗产品的基础采购金额进行续签，包括四价/九价 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗等产品，协议产品合计基础采购金额超过 1000 亿元，协议期限为生效之日至 2026 年 12 月 31 日。
- **HPV 疫苗续签金额超千亿，业绩确定性进一步增强。** 公司与默沙东合作多年，成功将 HPV 疫苗推广为国内体量最大的疫苗品种。本次协议签署金额最大，较上次续约(2020 年协议)大幅增加约 695 亿元，续签时长为 3 年半为历史最长；其中 HPV 疫苗 2023H2-2026 年采购额分别为 214.1/326.7/260.3/178.9 亿元，考虑到 9 价 HPV 已在国内获批 9-45 岁年龄段适应症，以及 2025 年后国产 HPV 疫苗厂商增多，本次续签以 9 价 HPV 疫苗为主。采购价格体系基本维持不变，所以预计公司代理 HPV 疫苗 2023-2026 年毛利分别为 155/174/141/95 亿元。
- **自主产品亟待发力，EC+微卡结核矩阵有望快速放量。** 公司全球首创的 EC 诊断试剂+微卡疫苗已经基本完成准入，目前我国结核病防治的市场空间仍然巨大，2019 年初，教育部、卫健委发布推荐性卫生行业标准《普通高等学校传染病预防控制指南》，其中将结核病筛查作为入学新生体检的必查项目。虽然目前检测方式仍以结核素皮肤试验为主，但考虑其假阳性率较高，我们认为 EC 诊断试剂有望成为结核筛查主流手段。同时公司积极推进微卡疫苗在阳性人群中的转化销售工作，预计肺结核产品矩阵业绩有望迎来快速增长。
- **在研管线丰富，长期动力强劲。** 公司自主研发项目共计 28 项，处于临床试验及申请注册阶段的项目 15 项，其中 23 价肺炎疫苗已申报上市，人二倍体狂犬、四价流感疫苗已经完成临床试验，15 价肺炎疫苗、Vero 细胞狂犬疫苗、双价痢疾疫苗、四价流脑结合疫苗均处于 III 期临床当中，目前公司已经搭建了结核、狂犬病、呼吸道病毒等多产品矩阵，长期发展动力充足。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 4.55 元、6.16 元、7.29 元，对应 PE 分别为 22、16、14 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 自主/代理疫苗放量不及预期，研发失败的风险，产品降价风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	30652.42	33301.79	47441.71	54668.06
增长率	101.79%	8.64%	42.46%	15.23%
归属母公司净利润(百万元)	10208.55	7276.29	9855.01	11660.47
增长率	209.23%	-28.72%	35.44%	18.32%
每股收益 EPS(元)	6.38	4.55	6.16	7.29
净资产收益率 ROE	57.82%	32.40%	32.26%	29.28%
PE	16	22	16	14
PB	9.00	7.07	5.20	3.99

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.00
流通 A 股(亿股)	9.25
52 周内股价区间(元)	78.18-141.39
总市值(亿元)	1588.80
总资产(亿元)	272.29
每股净资产(元)	9.91

相关研究

1. 智飞生物(300122): 新冠下滑影响利润增速, 预计 Q4 表现业绩恢复 (2022-10-30)
2. 智飞生物(300122): HPV 疫苗快速放量, 自主产品未来可期 (2022-08-31)
3. 智飞生物(300122): 新冠疫苗带来充足现金流, 22Q1 HPV 疫苗显著提升 (2022-04-28)
4. 智飞生物(300122): HPV 疫苗加速放量带动公司业绩增长 (2022-03-31)
5. 智飞生物(300122): 发布员工持股计划, 彰显长期发展潜力 (2022-02-07)

关键假设：
表 1：2020-2022 年公司实际/约定采购额

采购年份	实际采购额/亿元	约定的基础采购额/亿元	同比增减%
2020 年	88.09	94.69	-6.97
2021 年	165.62	116.07	42.69
2022 年	226.75	129.41	75.22

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：2023H2-2026 年公司预计采购额

采购年份	产品类别	基础采购金额/亿元
2023H2	HPV 疫苗	214.06
	五价轮状病毒疫苗	2.47
	23 价肺炎疫苗	0.77
	灭活甲肝疫苗	0.45
2024	HPV 疫苗	326.26
	五价轮状病毒疫苗	7.28
	23 价肺炎疫苗	0.77
	灭活甲肝疫苗	1.12
2025	HPV 疫苗	260.33
	五价轮状病毒疫苗	7.15
	23 价肺炎疫苗	1.02
	灭活甲肝疫苗	1.12
2026	HPV 疫苗	178.92
	五价轮状病毒疫苗	6.24
	23 价肺炎疫苗	1.02
	灭活甲肝疫苗	1.12

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30652.42	33301.79	47441.71	54668.06	净利润	10208.55	7276.29	9855.01	11660.47
营业成本	15621.80	20648.21	29233.26	33276.48	折旧与摊销	385.25	307.60	345.95	384.76
营业税金及附加	135.23	152.29	215.20	247.52	财务费用	21.82	170.80	222.04	288.65
销售费用	1834.81	2364.43	3795.34	4373.44	资产减值损失	-92.52	400.00	500.00	500.00
管理费用	300.20	499.53	1091.16	1093.36	经营营运资本变动	-3068.55	-3085.70	-3770.97	-2408.65
财务费用	21.82	170.80	222.04	288.65	其他	1053.04	-453.55	-507.87	-511.14
资产减值损失	-92.52	400.00	500.00	500.00	经营活动现金流净额	8507.59	4615.45	6644.16	9914.09
投资收益	-20.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1273.12	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	14.40	14.40	14.40	14.40	其他	-746.21	14.40	14.40	14.40
其他经营损益	0.00	15.00	20.00	25.00	投资活动现金流净额	-2019.34	-485.60	-485.60	-485.60
营业利润	11999.97	8616.49	11652.02	13777.35	短期借款	-2305.13	-568.86	0.00	0.00
其他非经营损益	-68.92	-56.15	-57.88	-59.15	长期借款	236.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	11931.05	8560.34	11594.13	13718.20	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1722.51	1284.05	1739.12	2057.73	支付股利	-800.00	-2473.80	-1763.24	-2388.13
净利润	10208.55	7276.29	9855.01	11660.47	其他	-721.19	-171.05	-222.04	-288.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3589.91	-3213.71	-1985.28	-2676.79
归属母公司股东净利润	10208.55	7276.29	9855.01	11660.47	现金流量净额	2888.68	916.13	4173.28	6751.71
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4307.75	5223.89	9397.17	16148.87	成长能力				
应收和预付款项	13060.04	14404.84	20518.61	23585.64	销售收入增长率	101.79%	8.64%	42.46%	15.23%
存货	7385.40	9826.32	13922.01	15850.72	营业利润增长率	208.08%	-28.20%	35.23%	18.24%
其他流动资产	0.59	0.64	0.91	1.05	净利润增长率	209.23%	-28.72%	35.44%	18.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	198.40%	-26.70%	34.36%	18.25%
投资性房地产	10.93	10.93	10.93	10.93	获利能力				
固定资产和在建工程	3543.52	3795.44	4009.00	4183.76	毛利率	49.04%	38.00%	38.38%	39.13%
无形资产和开发支出	806.61	751.14	695.68	640.21	三费率	7.04%	9.11%	10.77%	10.53%
其他非流动资产	932.48	928.43	924.38	920.32	净利率	33.30%	21.85%	20.77%	21.33%
资产总计	30047.32	34941.63	49478.68	61341.51	ROE	57.82%	32.40%	32.26%	29.28%
短期借款	568.86	0.00	0.00	0.00	ROA	33.97%	20.82%	19.92%	19.01%
应付和预收款项	11089.28	11681.83	18010.31	20545.80	ROIC	76.41%	41.24%	44.71%	44.51%
长期借款	236.41	236.41	236.41	236.41	EBITDA/销售收入	40.48%	27.31%	25.76%	26.43%
其他负债	495.56	563.69	680.48	735.49	营运能力				
负债合计	12390.11	12481.94	18927.21	21517.70	总资产周转率	1.35	1.02	1.12	0.99
股本	1600.00	1600.00	1600.00	1600.00	固定资产周转率	19.17	18.55	24.56	26.87
资本公积	207.96	207.96	207.96	207.96	应收账款周转率	3.15	2.46	2.76	2.52
留存收益	15849.25	20651.73	28743.51	38015.84	存货周转率	2.87	2.38	2.45	2.23
归属母公司股东权益	17657.21	22459.70	30551.47	39823.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.11%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	17657.21	22459.70	30551.47	39823.81	资产负债率	41.24%	35.72%	38.25%	35.08%
负债和股东权益合计	30047.32	34941.63	49478.68	61341.51	带息债务/总负债	6.50%	1.89%	1.25%	1.10%
					流动比率	2.09	2.46	2.38	2.65
					速动比率	1.46	1.64	1.63	1.89
					股利支付率	7.84%	34.00%	17.89%	20.48%
					每股指标				
					每股收益	6.38	4.55	6.16	7.29
					每股净资产	11.04	14.04	19.09	24.89
					每股经营现金	5.32	2.88	4.15	6.20
					每股股利	0.50	1.55	1.10	1.49
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	12407.04	9094.89	12220.01	14450.76					
PE	15.56	21.84	16.12	13.63					
PB	9.00	7.07	5.20	3.99					
PS	5.18	4.77	3.35	2.91					
EV/EBITDA	12.45	16.82	12.18	9.83					
股息率	0.50%	1.56%	1.11%	1.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn