


2023年08月30日  
智飞生物(300122.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

生物医药 III

## HPV 疫苗收入持续增长，在研项目与产品出海稳步推进

**事件：**公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年，公司实现营业收入 244.45 亿元，同比增长 33.19%；归母净利润 42.60 亿元，同比增长 14.24%；扣非归母净利润 42.11 亿元，同比增长 13.53%。Q2 单季度，公司实现营业收入 132.73 亿元，同比增长 39.53%；归母净利润 22.28 亿元，同比增长 23.34%；扣非归母净利润 21.80 亿元，同比增长 20.23%。2023 年上半年公司收入端实现较快增长预计主要系 HPV 疫苗销售收入持续增长。

**产品结构变动导致毛利率下降，期间费用率小幅优化。**2023H1，公司毛利率为 29.55%，同比下降 3.90pct，预计主要系毛利率较低的九价 HPV 疫苗占比上升所致；净利率为 17.43%，同比下降 2.89pct；期间费用率为 7.48%，同比下降 0.79pct，其中销售费用率为 4.85%，同比下降 0.33pct；管理费用率为 0.75%，同比下降 0.18pct；研发费用率为 1.79%，同比下降 0.33pct；财务费用率为 0.09%，同比增加 0.05pct，主要是本期利息支出及开立信用证费用增加所致。

**HPV 疫苗批签发及收入持续增长，九价 HPV 产品优势显著。**2023H1 公司四价 HPV 疫苗与九价 HPV 疫苗的批签发量分别约为 627 万支 (+28.5%) 和 1468 万支 (+57.85%)，保持增长态势；代理产品共实现营业收入 235.83 亿元，预计主要为 HPV 疫苗贡献。据公司投资者关系记录，相关研究显示近年来我国 HPV 病毒的流行趋势和流行型别发生了一定变化，HPV52/16/58 型已成为中国子宫颈细胞学正常女性中感染率最高的三种 HPV 型别，而目前国内仅有公司代理的 9 价 HPV 疫苗覆盖了 52/58 型，具有显著的产品优势。2023 年 1 月公司与默沙东续签了 5 款产品的独家代理协议，协议到期日延续至 2026 年 12 月 31 日，新协议中 HPV 疫苗的预计基础采购总金额高达 980 亿元，占总协议金额的 97%，默沙东 HPV 疫苗的充足供应有望为公司提供坚实的业绩支撑。

**多个在研项目取得积极进展，自研产品出海之路进一步开拓。**公司始终注重研发创新，2023H1 公司研发投入为 5.83 亿元 (+12.55%)，约占自主产品收入的 67.84%，研发人员提升至 818 人 (+26.43%)。年初至今公司多个在研项目取得积极进展：四价流感的生产注册申请于 7 月获得受理；卡介菌纯蛋白衍生物 (BCG-PPD) 于 8 月进入 II 期临床试验；B 群流脑于 7 月进入 I 期临床试验；治疗用卡介苗、Omicron BA.4/5-Delta 株重组新冠病毒蛋白疫苗分别于 5 月和 8 月获得临床

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6 个月目标价

57.20 元

股价 (2023-08-29)

45.23 元

交易数据

总市值(百万元) 108,552.00

流通市值(百万元) 64,250.05

总股本(百万股) 2,400.00

流通股本(百万股) 1,420.52

12 个月价格区间 41.82/106.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.1	-36.4	-43.1
绝对收益	-9.2	-37.6	-50.4

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

HPV 疫苗收入稳定增长，自 主产品销售与研发持续推进	2023-04-20
核心品种 HPV 疫苗持续放 量，常规自主产品实现快速 增长	2023-03-22
与默沙东续签代理协议落 地，自研产品进展顺利	2023-01-31
自研+代理模式布局多个重 磅品种，有望长期稳定增长	2021-12-14

试验批准通知书。在海外拓展方面，2023H1 公司受邀参加了世界制药原料展等极具影响力的世界性医药展会；公司于今年7月与印尼PT BioFarma 公司就新型结核杆菌疫苗产品的国际市场合作签署合作备忘录，双方将就结核病防治开展更深入的协同互助；此外公司自主研发的四价流脑多糖疫苗已取得乌兹别克斯坦注册证，公司也正积极推动更多产品的出海认证工作。未来在研项目的梯队化投产及出海工作的持续推进有望在中长期助力公司业绩的稳健增长。

■ **投资建议：**我们预计公司2023年-2025年的收入增速分别为29.4%、16.8%、11.0%，净利润增速分别为21.4%、21.3%、18.1%，对应EPS分别为3.81元、4.63元、5.46元，对应PE分别为11.3倍、9.3倍、7.9倍；维持买入-A的投资评级，6个月目标价为57.20元，相当于2023年15倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**疫苗市场推广及销售不及预期、代理产品实际采购订单不及预期、新产品研发进度不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	30,652.4	38,264.0	49,516.6	57,813.0	64,187.3
净利润	10,208.5	7,539.0	9,151.9	11,103.0	13,114.6
每股收益(元)	4.25	3.14	3.81	4.63	5.46
每股净资产(元)	7.36	10.10	13.84	17.98	22.86

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	10.2	13.8	11.3	9.3	7.9
市净率(倍)	5.9	4.3	3.1	2.4	1.9
净利润率	33.3%	19.7%	18.5%	19.2%	20.4%
净资产收益率	57.8%	31.1%	27.6%	25.7%	23.9%
股息收益率	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%
ROIC	113.7%	57.4%	40.2%	45.6%	46.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,652.4	38,264.0	49,516.6	57,813.0	64,187.3	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	15,621.8	25,395.5	34,609.2	40,453.9	44,432.8	营业收入增长率	101.8%	24.8%	29.4%	16.8%	11.0%
营业税费	135.2	177.0	226.3	262.3	293.8	营业利润增长率	208.1%	-27.0%	20.9%	21.4%	18.1%
销售费用	1,834.8	2,235.2	2,376.8	2,601.6	2,760.1	净利润增长率	209.2%	-26.2%	21.4%	21.3%	18.1%
管理费用	300.2	374.1	420.9	462.5	481.4	EBITDA 增长率	194.7%	-23.9%	18.4%	19.0%	15.8%
研发费用	552.6	854.2	901.2	953.9	1,027.0	EBIT 增长率	194.3%	-24.1%	18.5%	19.1%	16.0%
财务费用	21.8	13.8	-5.3	-99.0	-212.2	NOPLAT 增长率	198.2%	-26.3%	20.7%	20.6%	17.3%
资产减值损失	-92.5	-108.9	-83.1	-94.8	-88.9	投资资本增长率	46.0%	72.3%	6.5%	15.5%	3.0%
加: 公允价值变动收益	14.4	-	-	-	-	净资产增长率	114.1%	37.3%	37.1%	29.9%	27.2%
投资和汇兑收益	-20.0	-	-	-	-						
营业利润	12,000.0	8,758.4	10,592.8	12,864.5	15,190.6	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-68.9	-40.4	-9.7	-25.1	-25.1	毛利率	49.0%	33.6%	30.1%	30.0%	30.8%
利润总额	11,931.1	8,718.0	10,583.1	12,839.4	15,165.6	营业利润率	39.1%	22.9%	21.4%	22.3%	23.7%
减: 所得税	1,722.5	1,179.0	1,431.2	1,736.4	2,051.0	净利润率	33.3%	19.7%	18.5%	19.2%	20.4%
净利润	10,208.5	7,539.0	9,151.9	11,103.0	13,114.6	EBITDA/营业收入	41.3%	25.2%	23.0%	23.5%	24.5%
						EBIT/营业收入	40.1%	24.4%	22.3%	22.8%	23.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	19	21	22	21	19
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动资产周转天数	90	125	130	126	126
货币资金	4,307.8	2,622.1	9,981.6	16,107.7	27,005.3	流动资产周转天数	213	264	276	312	349
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	115	158	155	152	150
应收账款	12,874.4	20,622.3	22,017.0	26,802.9	26,686.5	存货周转天数	63	72	73	77	76
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	266	320	325	356	388
预付账款	185.6	103.1	281.4	230.0	290.2	投资资本周转天数	131	169	171	163	159
存货	7,385.4	8,020.5	12,168.2	12,553.6	14,599.8						
其他流动资产	0.6	45.4	17.0	21.0	27.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	57.8%	31.1%	27.6%	25.7%	23.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	34.0%	19.8%	17.8%	17.7%	17.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	113.7%	57.4%	40.2%	45.6%	46.3%
投资性房地产	10.9	10.1	10.1	10.1	10.1	<b>费用率</b>					
固定资产	1,718.6	2,818.5	3,325.5	3,462.0	3,345.5	销售费用率	6.0%	5.8%	4.8%	4.5%	4.3%
在建工程	1,824.9	1,835.7	1,635.0	1,548.0	1,483.2	管理费用率	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
无形资产	787.3	1,056.4	1,153.6	1,244.1	1,328.1	研发费用率	1.8%	2.2%	1.8%	1.7%	1.6%
其他非流动资产	951.7	869.6	807.4	860.1	831.3	财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产总额	30,047.3	38,003.7	51,396.8	62,839.6	75,607.7	四费/营业收入	8.8%	9.1%	7.5%	6.8%	6.3%
短期债务	568.9	1,784.9	1,784.9	1,784.9	1,784.9	<b>偿债能力</b>					
应付账款	9,363.7	10,075.4	14,717.6	16,048.1	17,162.9	资产负债率	41.2%	36.2%	35.4%	31.3%	27.4%
应付票据	26.8	14.7	43.0	24.4	49.2	负债权益比	70.2%	56.8%	54.7%	45.7%	37.8%
其他流动负债	1,911.6	1,355.0	1,381.1	1,552.7	1,456.8	流动比率	2.09	2.37	2.48	2.87	3.35
长期借款	236.4	210.6	-	-	-	速动比率	1.46	1.77	1.80	2.22	2.64
其他非流动负债	282.8	326.9	253.2	287.6	289.2	利息保障倍数	563.42	676.66	-2,087.46	-133.05	-72.00
负债总额	12,390.1	13,767.5	18,179.8	19,697.8	20,743.0	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.40	0.33	0.40	0.49	0.58
股本	1,600.0	1,600.0	2,400.0	2,400.0	2,400.0	分红比率	9.4%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
留存收益	16,057.2	22,636.2	30,817.0	40,741.7	52,464.7	股息收益率	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%
股东权益	17,657.2	24,236.2	33,217.0	43,141.7	54,864.7						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	10,208.5	7,539.0	9,151.9	11,103.0	13,114.6
						加: 折旧和摊销	385.2	320.8	346.6	409.9	447.4
						资产减值准备	283.4	530.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-14.4	-	-	-	-
						财务费用	56.2	56.6	-5.3	-99.0	-212.2
						投资收益	20.0	-	-	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-1,549.3	-6,844.6	-1,002.4	-3,661.0	-921.6
						经营活动产生现金流量	8,507.6	1,989.0	8,490.8	7,752.9	12,428.2
						投资活动产生现金流量	-2,019.3	-1,498.0	-750.0	-550.0	-350.0
						融资活动产生现金流量	-3,589.9	-2,172.6	-381.3	-1,076.8	-1,180.6
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	4.25	3.14	3.81	4.63	5.46
						BVPS(元)	7.36	10.10	13.84	17.98	22.86
						PE(X)	10.2	13.8	11.3	9.3	7.9
						PB(X)	5.9	4.3	3.1	2.4	1.9
						P/FCF	26.1	-128.2	13.9	14.1	8.5
						P/S	3.4	2.7	2.1	1.8	1.6
						EV/EBITDA	15.4	14.4	8.3	6.5	4.9
						CAGR(%)	2.8%	20.3%	40.5%	2.8%	20.3%
						PEG	3.6	0.7	0.3	3.3	0.4
						ROIC/WACC	11.0	5.5	3.9	4.4	4.5
						REP	1.3	1.1	1.0	0.7	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034