

智飞生物 (300122.SZ)

代理产品营收同比增长 41%，二季度业绩环比改善

买入

核心观点

代理产品营收同比增长 41%。公司 2023H1 实现营收 244.45 亿元（同比+33.2%），归母净利润 42.60 亿元（同比+14.2%），扣非归母净利润 42.11 亿元（同比+13.5%）。分季度来看，2023Q1/Q2 单季度分别实现营收 111.7 亿元/132.7 亿元，分别同比+26.4%/+39.5%；分别实现归母净利润 20.3 亿元/22.3 亿元，分别同比+5.7%/+23.3%，二季度收入及净利润环比有所改善。

代理产品实现营收 235.83 亿元（同比+41.4%），其中 4 价和 9 价宫颈癌疫苗分别实现批签发 627 万支（同比+28.5%）和 1468 万支（同比+57.9%），五价轮状病毒疫苗批签发 660 万支（+35.6%），代理产品收入维持较快增速；自主产品实现营收 8.60 亿元（同比-48.4%），预计主要由于上年同期仍有部分新冠疫苗销售收入导致基数较高。

毛利率和净利率水平有所下降，费用率改善。2023H1 公司毛利率为 29.6%（同比-3.90pct）、净利率 17.4%（同比-2.89pct），主要由于低毛利的代理产品营收占比有所提升。销售费用率 4.8%（同比-0.33pct）、管理费用率 0.8%（同比-0.18pct）、研发费用率 1.8%（同比-0.33pct）、财务费用率 0.09%（同比+0.05pct），随销售规模增长带来的规模效应，公司费用率持续改善。

研发管线丰富，逐步进入收获期。2023H1 公司研发投入达到 5.83 亿元（同比+12.6%），约占自主产品收入的 67.84%；研发人员数量提升至 818 人（同比+26.4%）。公司拥有自主研发管线 30 个（不含新冠系列项目），17 个处于临床阶段；其中，23 价肺炎多糖疫苗和四价流感疫苗报产获得受理，人二倍体狂苗获得 Ph3 临床总结报告，15 价肺炎结合疫苗等多个品种处于临床后期阶段，管线逐步进入收获期。

风险提示：产品销售不达预期的风险，在研管线失败的风险等。

投资建议：公司代理产品营收维持较快增速，与默沙东代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；自主产品 EC 诊断试剂纳入国家医保目录，“EC+微卡”结核产品矩阵有望发挥协同效应；23 价肺炎多糖疫苗及四价流感疫苗已报产、多个在研产品已取得临床总结报告或处于临床后期阶段，研发管线即将迎来收获期。我们维持此前的盈利预测，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 94.96/113.11/124.52 亿元，目前股价对应 PE 分别为 11/10/9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,652	38,264	44,126	51,611	51,031
(+/-%)	101.8%	24.8%	15.3%	17.0%	-1.1%
净利润(百万元)	10209	7539	9496	11311	12452
(+/-%)	209.2%	-26.2%	26.0%	19.1%	10.1%
每股收益(元)	6.38	4.71	3.96	4.71	5.19
EBIT Margin	39.8%	24.1%	25.1%	25.5%	28.2%
净资产收益率 (ROE)	57.8%	31.1%	29.5%	26.9%	23.6%
市盈率 (PE)	7.1	9.6	11.4	9.6	8.7
EV/EBITDA	6.7	9.0	11.0	9.5	8.5
市净率 (PB)	4.10	2.99	3.38	2.58	2.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

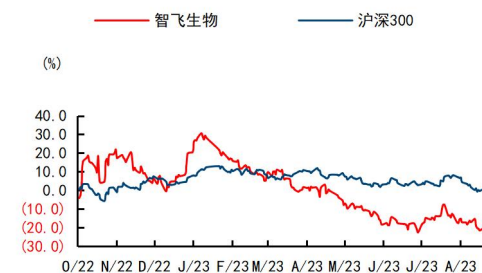
证券分析师：张佳博 021-60375487
 zhangjiabo@guosen.com.cn
证券分析师：陈益凌 021-60933167
 cnchenyiling@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980519010002

证券分析师：马千里
 010-88005445
 maqianli@guosen.com.cn
 S0980521070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	45.10 元
总市值/流通市值	108240/64065 百万元
52 周最高价/最低价	109.07/41.56 元
近 3 个月日均成交额	565.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

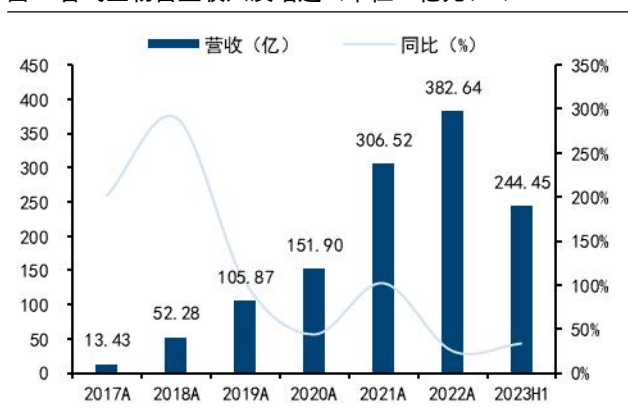
《智飞生物 (300122.SZ) -2022 年报点评：代理品种高增速，关注结核产品矩阵商业化》——2023-03-24
 《智飞生物 (300122.SZ) -与默沙东代理协议续签落地，基础采购金额预计超千亿元》——2023-01-30
 《智飞生物 (300122.SZ) -2022 中报点评：代理产品高增长，新冠疫苗需求减少拖累净利润》——2022-08-30
 《智飞生物 (300122.SZ) -2021 年报及 2022 一季报点评：“自主+代理”双驱动，公司业绩快速增长》——2022-04-29
 《智飞生物-300122-重大事件快评：员工持股计划公布，长期发展信心充足》——2022-02-12

代理产品营收同比增长 41%，宫颈癌疫苗批签发合计超 2000 万支。公司 2023H1 实现营收 244.45 亿元（同比+33.2%），归母净利润 42.60 亿元（同比+14.2%），扣非归母净利润 42.11 亿元（同比+13.5%）。分季度来看，2023Q1/Q2 单季度分别实现营收 111.7 亿元/132.7 亿元，分别同比+26.4%/+39.5%；分别实现归母净利润 20.3 亿元/22.3 亿元，分别同比+5.7%/+23.3%，收入及净利润环比改善明显。

代理产品：2023H1 实现营收 235.83 亿元（同比+41.4%），其中 4 价和 9 价宫颈癌疫苗分别实现批签发 627 万支（同比+28.5%）和 1468 万支（同比+57.9%），五价轮状病毒疫苗批签发 660 万支（同比+35.6%），代理产品收入维持较快增速。

自主产品：2023H1 实现营收 8.60 亿元（同比-48.4%），预计主要由于上年同期仍有部分新冠疫苗销售收入导致基数较高。

图1：智飞生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：智飞生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：智飞生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：智飞生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

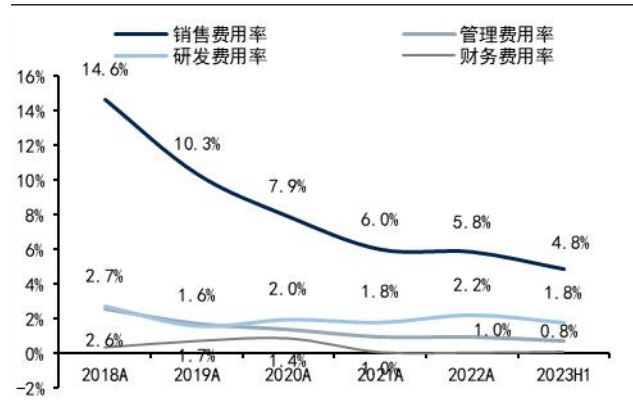
毛利率和净利率较往年水平有所下降，费用率改善。2023H1 公司毛利率为 29.6%（同比-3.90pct）、净利率 17.4%（同比-2.89pct），主要由于低毛利的代理产品营收占比有所提升。销售费用率 4.8%（同比-0.33pct）、管理费用率 0.8%（同比-0.18pct）、研发费用率 1.8%（同比-0.33pct）、财务费用率 0.09%（同比+0.05pct），随销售规模增长带来的规模效应，公司费用率持续改善。

图5：智飞生物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：智飞生物期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新代理协议期限达三年半，基础采购金额预计超千亿。2023 年 1 月 21 日，智飞生物与默沙东签署了《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。协议对包括 HPV 疫苗在内产品的基础采购金额进行了约定，根据协议 2023 年下半年至 2026 年底的约定基础采购金额达到 1010 亿元；基础采购金额可以根据实际情况进行协商调整，考虑到公司代理品种中 4/9 价 HPV 疫苗和五价轮状病毒疫苗等终端需求旺盛，2021 年和 2022 年实际采购金额分别在约定的基础采购金额基础上上浮了 43%和 75%，预计未来实际采购金额仍可能高于约定的基础采购金额。

表1：协议约定的产品及每年度预计的基础采购金额

采购年份	产品类别	约定的基础采购额（亿元）
2023 年下半年	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 年	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 年	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 年	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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

研发管线丰富，逐步进入收获期。2023H1 公司研发投入达到 5.83 亿元（同比+12.6%），约占自主产品收入的 67.84%；研发人员数量提升至 818 人（同比+26.4%）。公司目前拥有自主研发管线 30 个（不含新冠系列项目），其中 17 个处于临床阶段。目前，23 价肺炎多糖疫苗和四价流感疫苗报产获得受理，人二倍体狂犬苗获得 Ph3 临床总结报告，15 价肺炎结合疫苗等多个品种处于临床后期阶段，管线逐步进入收获期。

表2: 智飞生物研发管线进度

序号	药品名称	功能主治	进展情况
1	23 价肺炎球菌多糖疫苗	用于预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	审评中
2	四价流感病毒裂解疫苗	用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	审评中
3	冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）	用于预防狂犬病。	完成临床试验
4	流感病毒裂解疫苗	用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	完成临床试验
5	15 价肺炎球菌结合疫苗	用于预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	III 期临床试验进行中
6	冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	用于预防狂犬病。	III 期临床试验进行中
7	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	用于预防志贺氏菌引起的感染性疾病。	III 期临床试验进行中
8	ACYW135 群流脑结合疫苗	用于预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病。	III 期临床试验进行中
9	组份百白破疫苗	用于预防百日咳、白喉和破伤风杆菌引起的疾病。	III 期临床试验进行中
10	肠道病毒 71 型灭活疫苗	用于预防 EV71 感染引起的疾病。	II 期临床试验进行中
11	冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）	用于预防结核分枝杆菌潜伏感染人群结核病发病。	II 期临床试验进行中
12	四价重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）	用于预防诺如病毒感染引起的急性胃肠炎。	II 期临床试验进行中
13	卡介苗纯蛋白衍生物	用于结核病的临床辅助诊断、结核病流行病学调查及卡介苗接种后机体免疫反应的监测。与鉴别用体内诊断试剂（重组结核融合蛋白（EC））联用，可用于鉴别卡介苗未接种或接种后阴性的结核杆菌未感染人群、卡介苗接种后阳性的结核杆菌未感染人群、结核杆菌感染人群。	II 期临床试验进行中
14	皮内注射用卡介苗	用于预防结核病。	I 期临床试验进行中
15	灭活轮状病毒疫苗	用于预防轮状病毒引起的腹泻。	I 期临床试验进行中
16	重组 B 群脑膜炎球菌疫苗（大肠杆菌）	用于预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病。	I 期临床试验进行中
17	治疗用卡介苗	用于治疗膀胱原位癌和预防复发，用于预防处于 Ta 或 T1 期的膀胱乳头状瘤经尿道切除术后复发。本品不用于超过 T1 期的乳头状瘤。	I 期临床试验进行中

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司代理产品营收维持较快增速，与默沙东新代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；自主产品 EC 诊断试剂纳入国家医保目录，“EC+微卡”结核产品矩阵有望发挥协同效应；23 价肺炎多糖疫苗及四价流感疫苗已报产、多个在研产品已取得临床总结报告或处于临床后期阶段，研发管线即将迎来收获期。我们维持此前的盈利预测，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 94.96/113.11/124.52 亿元，目前股价分别对应 PE 为 11/10/9x，维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值

代码	公司	股价 230830	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE		PEG
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	24E	
300142.SZ	沃森生物	23.86	384	7.29	17.51	19.22	23.79	89	22	20	16	8.0	1.2	
300601.SZ	康泰生物	28.14	314	-1.33	11.31	15.64	19.85	-	28	20	16	9.0	0.6	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注：沃森生物盈利预测为 Wind 一致预测

风险提示

产品销售不达预期的风险，在研管线失败的风险等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4308	2622	10951	17946	26375	营业收入	30652	38264	44126	51611	51031
应收款项	12874	20622	20528	24501	25156	营业成本	15622	25395	29010	33861	32160
存货净额	7385	8020	11153	13198	11612	营业税金及附加	135	177	202	234	234
其他流动资产	186	149	205	251	228	销售费用	1835	2235	2515	2890	2807
流动资产合计	24754	31413	42837	55897	63371	管理费用	300	374	433	504	499
固定资产	3544	4654	5328	6180	7006	研发费用	553	854	883	981	919
无形资产及其他	343	353	339	324	310	财务费用	22	14	62	32	3
投资性房地产	1407	1583	1583	1583	1583	投资收益	(20)	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	107	109	83	100	97
资产总计	30047	38004	50087	63984	72271	其他收入	(825)	(1419)	(883)	(981)	(919)
短期借款及交易性金融负债	569	1795	1974	2172	2389	营业利润	12000	8758	11105	13208	14507
应付款项	9178	9807	12606	15844	13728	营业外净收支	(69)	(40)	(50)	(53)	(48)
其他流动负债	2123	1628	2753	3277	2731	利润总额	11931	8718	11055	13155	14460
流动负债合计	11871	13230	17333	21293	18848	所得税费用	1723	1179	1559	1844	2007
长期借款及应付债券	236	211	211	211	211	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	283	327	395	476	541	归属于母公司净利润	10209	7539	9496	11311	12452
长期负债合计	519	538	605	687	752	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	12390	13768	17939	21980	19599	净利润	10209	7539	9496	11311	12452
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	152	247	386	154	152
股东权益	17657	24236	32148	42004	52671	折旧摊销	372	305	442	582	681
负债和股东权益总计	30047	38004	50087	63984	72271	公允价值变动损失	(107)	(109)	(83)	(100)	(97)
						财务费用	22	14	62	32	3
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3088)	(8097)	1283	(2066)	(1492)
每股收益	6.38	4.71	3.96	4.71	5.19	其它	(152)	(247)	(386)	(154)	(152)
每股红利	0.54	0.63	0.66	0.61	0.74	经营活动现金流	7386	(362)	11137	9727	11544
每股净资产	11.04	15.15	13.40	17.50	21.95	资本开支	0	(1731)	(1404)	(1474)	(1548)
ROIC	74%	39%	39%	43%	43%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	58%	31%	30%	27%	24%	投资活动现金流	0	(1731)	(1404)	(1474)	(1548)
毛利率	49%	34%	34%	34%	37%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	24%	25%	25%	28%	负债净变化	236	(26)	0	0	0
EBITDA Margin	41%	25%	26%	27%	30%	支付股利、利息	(862)	(1015)	(1584)	(1455)	(1785)
收入增长	102%	25%	15%	17%	-1%	其它融资现金流	(3255)	2489	179	197	217
净利润增长率	209%	-26%	26%	19%	10%	融资活动现金流	(4515)	407	(1404)	(1257)	(1568)
资产负债率	41%	36%	36%	34%	27%	现金净变动	2870	(1686)	8329	6995	8428
息率	1.2%	1.4%	2.2%	2.0%	2.5%	货币资金的期初余额	1437	4308	2622	10951	17946
P/E	7.1	9.6	11.4	9.6	8.7	货币资金的期末余额	4308	2622	10951	17946	26375
P/B	4.1	3.0	3.4	2.6	2.1	企业自由现金流	0	(1543)	9841	8340	10053
EV/EBITDA	6.7	9.0	11.0	9.5	8.5	权益自由现金流	0	920	9968	8510	10268

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032