

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

智飞生物(300122)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理

联系电话: 13229421730

邮箱: ruanshuai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

HPV 疫苗持续放量，在研管线持续兑现

2023 年 09 月 04 日

事件: 近日, 公司发布 2023 年半年报, 2023 年上半年公司实现收入 244.45 亿元, 同比增长 33.19%; 归母净利润 42.6 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%。2023Q2 公司实现收入 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 21.8 亿元, 同比增长 20.23%。

点评:

- **2023H1 营收实现 33%高速增长, 代理产品营收 41%快速放量。**2023H1 公司自主产品实现收入 8.6 亿元, 同比下滑 48.44%, 主要是 2022H1 公司新冠疫苗贡献较大收入, 毛利率为 86.74%, 同比提升 1.78pct。2023H1 公司代理产品实现收入 235.83 亿元, 同比增长 41.35%, 主要为 HPV 疫苗持续放量, 毛利率 27.46%, 同比下降 2.9pct, 我们判断主要为公司 4 价 HPV 疫苗和 9 价 HPV 疫苗结构变化。
- **代理品种收入占比提升致盈利能力略有降低。**2023H1 公司毛利率为 29.55%, 同比下滑 3.9pct, 净利率为 17.43%, 同比下滑 2.89pct。2023H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 4.85%、0.75%、0.09%、1.79%, 同比-0.33pct、-0.19pct、+0.05pct、-0.32pct。2023H1 公司 9 价 HPV 疫苗批签发 1467.82 万支, 同比增长 57.85%, 4 价 HPV 疫苗批签发 626.67 万支, 同比增长 28.5%。
- **研发投入同比增 12.6%, 研发管线顺利推进。**2023H1 公司研发投入金额为 5.83 亿元, 同比增长 12.55%, 约占自主产品收入的 67.84%。研发人员数量提升至 818 人, 同比增长 26.43%, 占公司总员工人数比例为 14.28%。研发项目顺利推进。23 价肺炎多糖疫苗于 2023 年 9 月获批, 4 价流感疫苗处于上市审评中, 冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞) 及流感病毒裂解疫苗完成临床试验, 15 价肺炎球菌结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)、福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗、ACYW135 群流脑结合疫苗处于临床 III 期, 组份百白破疫苗处于 III 期临床试验准备中, 四价重组诺如病毒疫苗 (毕赤酵母) II 期临床试验进行中。
- **销售渠道全国布局, 疫苗国际化持续推进。**公司已拥有超过 3400 人的规模化市场团队, 覆盖全国 31 个省市、2600 多个区县、超过 3 万个基层卫生服务点, 并通过合规、专业、优质的服务, 持续激发公司产品动能。23 年 7 月, 公司与印尼 PT BioFarma 公司就智飞龙科马研发的新型结核杆菌疫苗产品的国际市场合作签署合作备忘录。2023H1 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, 正积极推动更多产品的出海认证工作。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年实现收入 497.4、599.3、698.6 亿元, 同比增长 30%、20.5%、16.6%, 归母净利润 98.54、

119.57、139.26 亿元，同比增长 30.7%、21.4%、16.5%，对应 PE 分别为 10.6、8.73、7.5 倍，考虑 HPV 疫苗需求持续增长、微卡处于市场推广阶段，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**产品研发不达预期的风险、市场竞争加剧的风险、产品销售不达预期的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	30,652	38,264	49,740	59,930	69,860
增长率 YoY %	101.8%	24.8%	30.0%	20.5%	16.6%
归属母公司净利润 (百万元)	10,209	7,539	9,854	11,957	13,926
增长率 YoY%	209.2%	-26.2%	30.7%	21.4%	16.5%
毛利率%	49.0%	33.6%	32.0%	32.0%	32.0%
净资产收益率ROE%	57.8%	31.1%	29.0%	26.7%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	6.38	4.71	4.11	4.98	5.80
市盈率 P/E(倍)	19.53	18.64	10.60	8.73	7.50
市净率 P/B(倍)	11.29	5.80	3.08	2.33	1.82

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 01 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,754	31,413	44,520	57,302	71,395
货币资金	4,308	2,622	5,565	10,798	18,481
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	12,868	20,614	27,055	32,738	38,179
预付账款	186	103	169	204	238
存货	7,385	8,020	11,523	13,328	14,248
其他	7	54	208	234	249
非流动资产	5,294	6,590	7,555	8,146	8,546
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,719	2,819	3,580	4,109	4,414
无形资产	343	353	353	353	353
其他	3,232	3,419	3,622	3,684	3,779
资产总计	30,047	38,004	52,075	65,447	79,942
流动负债	11,871	13,230	17,406	19,883	21,713
短期借款	569	1,785	2,400	3,000	3,400
应付票据	27	15	19	22	26
应付账款	9,152	9,793	12,973	14,515	15,618
其他	2,124	1,638	2,014	2,346	2,669
非流动负债	519	538	745	843	942
长期借款	236	211	371	471	571
其他	283	327	375	373	372
负债合计	12,390	13,768	18,152	20,726	22,655
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	17,657	24,236	33,924	44,721	57,286
负债和股东权益	30,047	38,004	52,075	65,447	79,942

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,652	38,264	49,740	59,930	69,860
同比 (%)	101.8 %	24.8%	30.0%	20.5%	16.6%
归属母公司净利润	10,209	7,539	9,854	11,957	13,926
同比 (%)	209.2	-26.2%	30.7%	21.4%	16.5%
毛利率 (%)	49.0%	33.6%	32.0%	32.0%	32.0%
ROE%	57.8%	31.1%	29.0%	26.7%	24.3%
EPS (摊薄)(元)	6.38	4.71	4.11	4.98	5.80
P/E	19.53	18.64	10.60	8.73	7.50
P/B	11.29	5.80	3.08	2.33	1.82
EV/EBITDA	15.78	15.37	8.12	6.47	5.18

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,65	38,264	49,740	59,930	69,860
营业成本	15,62	25,395	33,823	40,752	47,505
营业税金及附加	135	177	229	276	321
销售费用	1,835	2,235	2,487	2,997	3,493
管理费用	300	374	388	479	629
研发费用	553	854	895	1,139	1,397
财务费用	22	14	21	28	10
减值损失合计	-93	-109	-100	-115	-115
投资净收益	-20	0	-5	-12	-7
其他	-73	-347	-226	-104	-51
营业利润	12,000	8,758	11,567	14,028	16,332
营业外收支	-69	-40	-42	-43	-44
利润总额	11,931	8,718	11,525	13,985	16,288
所得税	1,723	1,179	1,671	2,028	2,362
净利润	10,209	7,539	9,854	11,957	13,926
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	10,209	7,539	9,854	11,957	13,926
EBITDA	12,41	9,103	12,514	15,016	17,371
EPS (当年)(元)	6.38	4.71	4.11	4.98	5.80

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,508	1,989	3,977	7,225	10,011
净利润	10,209	7,539	9,854	11,957	13,926
折旧摊销	389	331	596	729	856
财务费用	56	57	83	121	151
投资损失	20	0	5	12	7
营运资金变动	-2,464	-6,410	-6,963	-5,892	-5,189
其它	298	472	402	298	259
投资活动现金流	-2,019	-1,498	-1,559	-1,364	-1,268
资本支出	-1,932	-1,452	-1,497	-1,272	-1,174
长期投资	-69	-46	-24	-78	-85
其他	-19	0	-38	-14	-9
筹资活动现金流	-3,590	-2,173	530	-623	-1,052
吸收投资	0	0	800	0	0
借款	2,569	5,477	775	700	500
支付利息或股息	-862	-1,015	-1,083	-1,321	-1,551
现金流净增加额	2,889	-1,664	2,943	5,233	7,684

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，22年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。