

2023 年 09 月 04 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

代理产品持续放量，自研产品 23 价肺炎疫苗获批上市

—智飞生物公司事件点评报告

买入(首次)

事件

分析师：吴景欢 S1050523070004

✉ wujh2@cfsc.com.cn

分析师：胡博新 S1050522120002

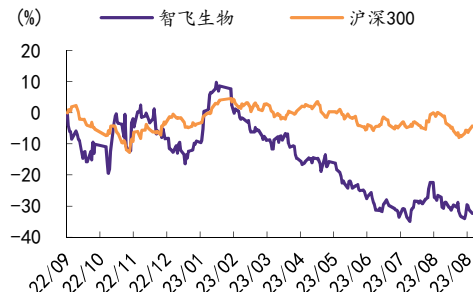
✉ hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2023-09-04

当前股价(元)	44.24
总市值(亿元)	1062
总股本(百万股)	2400
流通股本(百万股)	1421
52 周价格范围(元)	41.82-106.52
日均成交额(百万元)	783.38

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

智飞生物股份发布 2023 年中报：2023 年上半年实现营收 244.45 亿元，同比增长 33.19%；实现归母净利润 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%。

2023 年二季度单季实现营收 132.73 亿元，同比增长 39.53%；实现归母净利润 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%。

投资要点

■ 代理产品持续放量，助力公司 2023H1 营收高速增长，九价 HPV 疫苗扩龄后需求进一步释放

2023H1 公司实现营收 244.45 亿元，同比增长 33.19%，主要系公司代理产品持续放量所致。2023H1 公司代理产品实现营收 235.83 亿元，占营收比例达 96.5%，同比增长 41.35%。2023H1 公司归母净利润为 42.60 亿元，同比增长 14.24%，增速低于营收增速，主要是销售结构变化所致。2023H1 公司代理的默沙东九价 HPV 疫苗批签发量达 1468 万支，同比增长 57.85%；四价 HPV 疫苗批签发量达 627 万支，同比增长 28.5%；五价轮状疫苗批签发量达 660 万支，同比增长 35.62%。默沙东九价 HPV 疫苗于 2022 年 8 月 30 日扩龄至 9-45 岁后，陆续在西安、济南等多个省市开展扩龄人群接种，2023 年需求得到进一步释放。公司与默沙东成功续约后，我们认为未来两年九价 HPV 疫苗仍将保持高速放量节奏，助力公司营收不断增长。

■ 自主研发多矩阵布局，23 价肺炎疫苗获批上市，四价流感病毒裂解疫苗等待获批

公司注重自主研发，持续加大研发投入力度，2023H1 研发费用为 5.83 亿元，约占自主产品收入的 67.84%，较上年同期增长 12.55%；研发人员数量提升至 818 人，较上年同期增长 26.43%。公司布局了结核产品、流脑疫苗、肺炎疫苗、肠道病毒疫苗等八大矩阵共计 30 项(不含新冠系列项目)。其中，

23 价肺炎球菌多糖疫苗于 2023 年 9 月 1 日获批上市，为公司自研产品再添力量；四价流感病毒裂解疫苗处于申报上市审评阶段；冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）已完成临床试验；15 价肺炎球菌结合疫苗、福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗、ACYW135 群流脑结合疫苗等 5 项处于 III 期临床试验；肠道病毒 71 型灭活疫苗等 4 项处于 II 期临床试验阶段。公司阶梯有序、多产品储备的管线为未来持续推新提供了有利保障。

■ 盈利预测

推荐逻辑：（1）公司为疫苗龙头企业，代理产品表现亮眼，九价 HPV 疫苗需求旺盛、持续放量，驱动公司业绩不断增长；（2）自主研发方面，随着公司 23 价肺炎疫苗等新产品陆续获批，凭借公司强劲的销售实力，将驱动第二增长曲线贡献业绩增量；（3）公司布局全面宽广，产品储备丰富且层次分明，为公司长期持续发展提供充足的动力。

我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 485.91、573.95、656.06 亿元，归母净利润分别为 93.73 亿元、113.25 亿元、130.65 亿元，EPS 分别为 3.91、4.72、5.44 元，当前股价对应 PE 分别为 11.3、9.4、8.1 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

产品销售不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；行业政策的风险；研发项目不及预期的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	38,264	48,591	57,395	65,606
增长率（%）	24.8%	27.0%	18.1%	14.3%
归母净利润（百万元）	7,539	9,373	11,325	13,065
增长率（%）	-26.2%	24.3%	20.8%	15.4%
摊薄每股收益（元）	4.71	3.91	4.72	5.44
ROE（%）	31.1%	29.0%	26.9%	24.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产：					营业收入	38,264	48,591	57,395	65,606
现金及现金等价物	2,622	5,441	10,590	17,549	营业成本	25,395	33,807	39,756	45,398
应收款	20,622	26,188	30,933	35,358	营业税金及附加	177	225	264	361
存货	8,020	10,748	12,639	14,452	销售费用	2,235	2,430	2,870	3,280
其他流动资产	149	189	223	255	管理费用	374	475	561	641
流动资产合计	31,413	42,565	54,385	67,613	财务费用	14	-71	-216	-410
非流动资产：					研发费用	854	972	1,148	1,312
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	3,477	3,805	4,363	4,823
固定资产	2,818	2,830	2,842	2,852	资产减值损失	-109	0	0	0
在建工程	1,836	2,136	2,436	2,736	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	353	335	317	301	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	8,758	10,880	13,137	15,149
其他非流动资产	1,584	1,584	1,584	1,584	加：营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	6,590	6,885	7,179	7,472	减：营业外支出	41	41	41	41
资产总计	38,004	49,450	61,563	75,086	利润总额	8,718	10,839	13,096	15,109
流动负债：					所得税费用	1,179	1,466	1,771	2,043
短期借款	1,785	1,785	1,785	1,785	净利润	7,539	9,373	11,325	13,065
应付账款、票据	9,807	13,142	15,455	17,671	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,638	1,638	1,638	1,638	归母净利润	7,539	9,373	11,325	13,065
流动负债合计	13,230	16,565	18,878	21,094					
非流动负债：					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	211	211	211	211	成长性				
其他非流动负债	327	327	327	327	营业收入增长率	24.8%	27.0%	18.1%	14.3%
非流动负债合计	538	538	538	538	归母净利润增长率	-26.2%	24.3%	20.8%	15.4%
负债合计	13,768	17,103	19,415	21,631	盈利能力				
所有者权益					毛利率	33.6%	30.4%	30.7%	30.8%
股本	1,600	2,400	2,400	2,400	四项费用/营收	9.1%	7.8%	7.6%	7.4%
股东权益	24,236	32,348	42,148	53,454	净利率	19.7%	19.3%	19.7%	19.9%
负债和所有者权益	38,004	49,450	61,563	75,086	ROE	31.1%	29.0%	26.9%	24.4%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	36.2%	34.6%	31.5%	28.8%
净利润	7539	9373	11325	13065	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9
折旧摊销	305	206	205	205	应收账款周转率	1.9	1.9	1.9	1.9
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
营运资金变动	-5855	-4998	-4358	-4053	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1989	4580	7173	9217	EPS	4.71	3.91	4.72	5.44
投资活动现金净流量	-1498	-312	-311	-311	P/E	9.4	11.3	9.4	8.1
筹资活动现金净流量	2327	-1262	-1525	-1759	P/S	1.8	2.2	1.8	1.6
现金流量净额	2,818	3,006	5,337	7,148	P/B	2.9	3.3	2.5	2.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。