

智飞生物 (300122. SZ)

前三季度营收同比增长 41.1%，独家代理重组带状疱疹疫苗

买入

核心观点

前三季度营收同比增长 41.1%，宫颈癌疫苗批签发数预计超 3000 万支。公司 2023 年前三季度实现营收 392.72 亿元(同比+41.1%)，归母净利润 65.30 亿元(同比+16.5%)，扣非归母净利润 63.80 亿元(同比+14.1%)。分季度来看，2023Q1/Q2/Q3 单季度分别实现营收 111.7/132.7/148.3 亿元，分别同比+26.4%/+39.5%/+56.6%；分别实现归母净利润 20.3/22.3/22.7 亿元，分别同比+5.7%/+23.3%/+20.9%，净利润增速慢于营收增速，预计主要由于新代理协议内产品价格变化导致毛利率略有下降。根据中检院数据，公司代理品种 4 价/9 价 HPV 疫苗前三季度分别实现批签发 32/97 批次，分别同比-36%/+87%，按照中检院往年披露的每批次产品数量估算，预计前三季度宫颈癌疫苗累计批签发超过 3000 万支。

毛利率/净利率同比有所下降，费用率改善。2023Q1-3 公司毛利率为 28.3% (同比-4.93pct)、净利率 16.6% (同比-3.52pct)，预计主要由于代理品种价格变化导致毛利率略有下降及其营收占比有所提升等原因。销售费用率 4.7% (同比-0.58pct)、管理费用率 0.7% (同比-0.29pct)、研发费用率 1.7% (同比-0.53pct)、财务费用率 0.09% (同比+0.06pct)，随销售规模增长带来的规模效应，公司费用率持续改善。

与 GSK 达成合作，独家代理重组带状疱疹疫苗。公司与葛兰素史克达成《独家经销和联合推广协议》，独家代理其重组带状疱疹疫苗，并约定 GSK 将优先在合作区域内任何 RSV 老年人疫苗的联合开发和商业化方面成为智飞生物的独家合作伙伴。协议期限为 2023 年 10 月 8 日至 2026 年 12 月 31 日，重组带状疱疹疫苗 2024-2026 年最低年度采购金额分别为 34.4/68.8/103.2 亿元，合计超 200 亿元。

投资建议：公司代理品种 4/9 价 HPV 疫苗批签发量快速增长，就重组带状疱疹疫苗与 GSK 达成独家代理协议，进一步丰富公司产品管线，有望发挥公司销售能力强、终端覆盖度高的优势；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。根据公司三季度报告，我们对盈利预测进行调整，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 90.98/113.08/141.81 亿元(前值为 94.96/119.74/143.40 亿元)，目前股价分别对应 PE 为 17/13/11x，维持“买入”评级。

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。

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	52,437	56,070	60,985
(+%)	101.8%	24.8%	37.0%	6.9%	8.8%
净利润(百万元)	10209	7539	9098	11308	14181
(+/-%)	209.2%	-26.2%	20.7%	24.3%	25.4%
每股收益(元)	6.38	4.71	3.79	4.71	5.91
EBIT Margin	39.8%	24.1%	20.3%	23.4%	26.9%
净资产收益率(ROE)	57.8%	31.1%	28.6%	27.1%	26.3%
市盈率(PE)	9.8	13.2	16.5	13.2	10.6
EV/EBITDA	8.9	11.9	15.5	12.7	10.1
市净率(PB)	5.65	4.12	4.71	3.59	2.78

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

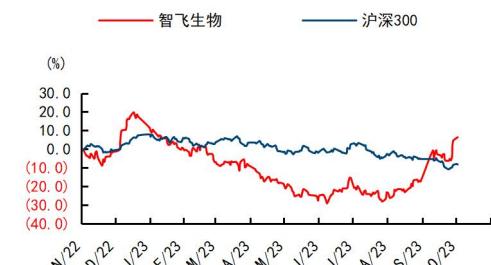
证券分析师：马千里

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	62.65 元
总市值/流通市值	150360/88995 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	838.29 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) -与 GSK 达成合作，独家代理重组带状疱疹疫苗》——2023-10-11
- 《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》——2023-08-31
- 《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》——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

前三季度营收同比增长 41.1%，宫颈癌疫苗批签发数预计超 3000 万支。公司 2023 年前三季度实现营收 392.72 亿元（同比+41.1%），归母净利润 65.30 亿元（同比+16.5%），扣非归母净利润 63.80 亿元（同比+14.1%）。分季度来看，2023Q1/Q2/Q3 单季度分别实现营收 111.7/132.7/148.3 亿元，分别同比+26.4%/+39.5%/+56.6%，营收同比持续改善；分别实现归母净利润 20.3/22.3/22.7 亿元，分别同比+5.7%/+23.3%/+20.9%，净利润增速慢于营收增速，预计主要由于新代理协议内产品价格变化导致毛利率略有下降。

根据中检院数据，公司代理品种 4 价/9 价 HPV 疫苗分别实现批签发 32/97 批次，分别同比-36%/+87%，9 价 HPV 疫苗批签发数量快速增长，按照中检院往年披露的每批次产品数量估算，预计前三季度宫颈癌疫苗累计批签发超过 3000 万支。

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/净利率同比有所下降，费用率改善。2023Q1-3 公司毛利率为 28.3%（同比-4.93pct）、净利率 16.6%（同比-3.52pct），预计主要由于代理品种价格变化导致毛利率略有下降及其营收占比有所提升等原因。销售费用率 4.7%（同比-0.58pct）、管理费用率 0.7%（同比-0.29pct）、研发费用率 1.7%（同比-0.53pct）、财务费用率 0.09%（同比+0.06pct），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

与 GSK 达成合作，独家代理重组带状疱疹疫苗。公司与葛兰素史克达成《独家经销和联合推广协议》，独家代理其重组带状疱疹疫苗，并约定 GSK 将优先在合作区域内任何 RSV 老年人疫苗的联合开发和商业化方面成为智飞生物的独家合作伙伴。协议期限为 2023 年 10 月 8 日至 2026 年 12 月 31 日，重组带状疱疹疫苗 2024~2026 年最低年度采购金额分别为 34.4/68.8/103.2 亿元，合计超 200 亿元。最低年度采购金额可根据实际情况协商调整，具体以双方书面确认的订单为准，协议若履约正常，将有望进一步拉动公司整体业绩快速增长。

表1: 协议约定的产品及每年度预计的基础采购金额

采购产品	采购年份/年	最低年度采购金额/亿元
	2024	34.4
重组带状疱疹疫苗	2025	68.8
	2026	103.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司代理品种 4/9 价 HPV 疫苗批签发量快速增长，就重组带状疱疹疫苗与 GSK 达成独家代理协议，进一步丰富公司产品管线，同时有望发挥公司销售能力强、终端覆盖度高的优势；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。根据公司三季度报告，我们对盈利预测进行调整，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 90.98/113.08/141.81 亿元（前值为 94.96/119.74/143.40 亿元），目前股价分别对应 PE 为 17/13/11x，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值

代码	公司	股价 231031	总市值 (亿元)	EPS				PE			ROE	PEG	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E			
300142.SZ	沃森生物	23.28	374	7.29	10.82	12.49	14.81	89	35	30	25	8.0	1.8
300601.SZ	康泰生物	30.33	339	-1.33	10.54	15.57	19.70	-	32	22	17	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	7682	15428	22905	营业收入	30652	38264	52437	56070	60985
应收款项	12874	20622	24394	26618	30063	营业成本	15622	25395	37679	38411	39330
存货净额	7385	8020	14527	14997	14253	营业税金及附加	135	177	240	254	279
其他流动资产	186	149	244	273	272	销售费用	1835	2235	2517	2804	3354
流动资产合计	24754	31413	46847	57316	67494	管理费用	300	374	434	463	502
固定资产	3544	4654	5328	6180	7006	研发费用	553	854	944	1009	1098
无形资产及其他	343	353	339	324	310	财务费用	22	14	65	23	(17)
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	54097	65404	76393	其他收入	(825)	(1419)	(944)	(1009)	(1098)
短期借款及交易性金融负债	569	1795	1746	1370	1637	营业利润	12000	8758	10642	13205	16537
应付款项	9178	9807	16420	18005	16850	营业外净收支	(69)	(40)	(50)	(53)	(48)
其他流动负债	2123	1628	3508	3672	3337	利润总额	11931	8718	10592	13152	16489
流动负债合计	11871	13230	21674	23046	21823	所得税费用	1723	1179	1494	1844	2308
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	9098	11308	14181
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	22280	23733	22575	净利润	10209	7539	9098	11308	14181
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	31817	41671	53818	折旧摊销	372	305	442	582	681
负债和股东权益总计	30047	38004	54097	65404	76393	公允价值变动损失	(107)	(109)	(83)	(100)	(97)
						财务费用	22	14	65	23	(17)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3088)	(8097)	(1426)	(740)	(3974)
每股收益	6.38	4.71	3.79	4.71	5.91	其它	(152)	(247)	(386)	(154)	(152)
每股红利	0.54	0.63	0.63	0.61	0.85	经营活动现金流	7386	(362)	8030	11051	10791
每股净资产	11.04	15.15	13.26	17.36	22.42	资本开支	0	(1731)	(1404)	(1474)	(1548)
ROIC	74%	39%	36%	41%	45%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	58%	31%	29%	27%	26%	投资活动现金流	0	(1731)	(1404)	(1474)	(1548)
毛利率	49%	34%	28%	31%	36%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBIT Margin	40%	24%	20%	23%	27%	负债净变化	236	(26)	0	0	0
EBITDA Margin	41%	25%	21%	24%	28%	支付股利、利息	(862)	(1015)	(1518)	(1454)	(2033)
收入增长	102%	25%	37%	7%	9%	其它融资现金流	(3255)	2489	(49)	(376)	267
净利润增长率	209%	-26%	21%	24%	25%	融资活动现金流	(4515)	407	(1566)	(1830)	(1766)
资产负债率	41%	36%	41%	36%	30%	现金净变动	2870	(1686)	5060	7746	7477
息率	0.9%	1.0%	1.5%	1.5%	2.0%	货币资金的期初余额	1437	4308	2622	7682	15428
P/E	9.8	13.2	16.5	13.2	10.6	货币资金的期末余额	4308	2622	7682	15428	22905
P/B	5.7	4.1	4.7	3.6	2.8	企业自由现金流	0	(1543)	6737	9656	9283
EV/EBITDA	8.9	11.9	15.5	12.7	10.1	权益自由现金流	0	920	6632	9260	9565

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提供。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