

## 公司研究

## 常规疫苗销售逐步恢复正常，自主产品未来可期

——智飞生物（300122.SZ）2023年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布2023年一季报，实现营业收入111.73亿元，同比+26.37%；归母净利润20.32亿元，同比+5.68%；扣非归母净利润20.31亿元，同比+7.13%；经营性净现金流-10.40亿元，负值收窄；EPS（基本）1.27元。业绩符合市场预期。

## 点评：

**常规疫苗销售逐步恢复正常，现金流状况明显改善：**2023Q1公司的收入主要靠常规疫苗的拉动，上年同期新冠疫苗带来的高基数逐步消化。一季度的新冠疫情和流感疫情也对公司常规疫苗的接种带来一定影响，随着社会活动逐步恢复正常，公司的HPV、五价轮状等疫苗品种将恢复正常销售，有望维持业绩稳健增长的态势。公司利润增速慢于收入增速的原因包括：1) 销售结构发生变化导致毛利率下降至30.30%，同比下降3.37pp；2) 研发费用2.14亿，同比+32.98%，主要系公司加大研发投入；3) 资产减值损失0.35亿元，主要是本期计提存货跌价准备增加所致。经营性净现金流负值收窄主要是销售回款增加。

**微卡开始发力销售，自主产品未来可期：**重组结核杆菌融合蛋白(EC)已经纳入国家2022医保目录，有利于推广估计结核杆菌感染诊断，为微卡的推广打下良好的患者基础。随着防疫政策的优化，公司的销售推广活动也回到正轨，未来将大力推动微卡等自主产品的销售放量，为公司的业绩增长增添新的驱动力。

**持续大力投入研发，以创新疫苗奠定未来发展的坚实基础。**23价肺炎球菌多糖疫苗的上市申请于2022年3月获得CDE承办，已经在2023年2月进入第一轮补充资料，有望近期获批上市；冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5细胞)、四价流感病毒裂解疫苗获得了III期临床试验总结报告；重组B群脑膜炎球菌疫苗(大肠杆菌)获得了临床试验批准通知书。截至2022年底，公司自主研发项目共28项，其中处于临床试验和申请注册阶段的16项。公司创新疫苗产品梯队持续丰富，为公司未来的发展奠定了坚实的基础。

**盈利预测、估值与评级：**维持预测2023~2025年归母净利润为94.80/117.65/141.23亿元，同比增长25.74%/24.11%/20.04%，现价对应PE分别为13/11/9倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**在研品种上市与推广低于预期；HPV疫苗竞争对手增多。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,652	38,264	47,198	56,110	62,677
营业收入增长率	101.79%	24.83%	23.35%	18.88%	11.70%
净利润(百万元)	10,209	7,539	9,480	11,765	14,123
净利润增长率	209.23%	-26.15%	25.74%	24.11%	20.04%
EPS(元)	6.38	4.71	5.92	7.35	8.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	57.82%	31.11%	28.80%	26.94%	24.97%
P/E	12	17	13	11	9
P/B	7.1	5.2	3.8	2.9	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-20

## 买入（维持）

当前价：78.80元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

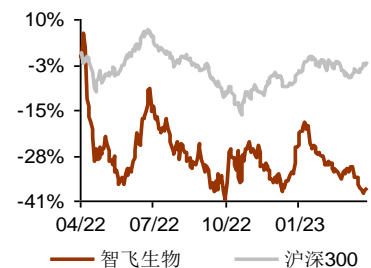
010-57378027

wangmingrui@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	16.00
总市值(亿元)	1260.80
一年最低/最高(元)	75.57/120.40
近3月换手率	30.99%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.20	-16.63	-25.51
绝对	-12.94	-20.64	-24.18

资料来源：Wind

## 相关研报

HPV和常规自主产品强劲增长，创新疫苗奠定未来坚实基础——智飞生物（300122.SZ）2022年年报点评（2023-03-21）

HPV疫苗维持强劲增长，自主创新疫苗日渐丰富——智飞生物（300122.SZ）2022年半年报点评（2022-08-31）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,652	38,264	47,198	56,110	62,677
营业成本	15,622	25,395	32,037	37,837	41,380
折旧和摊销	372	305	490	615	684
税金及附加	135	177	218	260	290
销售费用	1,835	2,235	2,173	2,419	2,634
管理费用	300	374	418	457	503
研发费用	553	854	1,017	1,251	1,518
财务费用	22	14	145	53	-164
投资收益	-20	0	0	0	0
营业利润	12,000	8,758	10,982	13,625	16,378
利润总额	11,931	8,718	10,962	13,605	16,332
所得税	1,723	1,179	1,483	1,840	2,209
净利润	10,209	7,539	9,480	11,765	14,123
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	10,209	7,539	9,480	11,765	14,123
EPS (元)	6.38	4.71	5.92	7.35	8.83

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,508	1,989	7,831	10,661	14,131
净利润	10,209	7,539	9,480	11,765	14,123
折旧摊销	372	305	490	615	684
净营运资金增加	6,853	10,115	4,517	4,001	2,155
其他	-8,926	-15,970	-6,655	-5,720	-2,831
投资活动产生现金流	-2,019	-1,498	-1,712	-1,138	-1,113
净资本支出	-1,932	-1,452	-1,714	-1,114	-1,115
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-88	-46	2	-24	2
融资活动现金流	-3,590	-2,173	3,058	-6,757	-1,034
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2,068	1,200	4,003	-5,698	50
无息负债变化	7,492	178	2,886	2,555	1,596
净现金流	2,889	-1,664	9,177	2,767	11,984

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	49.0%	33.6%	32.1%	32.6%	34.0%
EBITDA 率	41.7%	25.4%	25.2%	25.9%	27.2%
EBIT 率	40.5%	24.6%	24.2%	24.8%	26.1%
税前净利润率	38.9%	22.8%	23.2%	24.2%	26.1%
归母净利润率	33.3%	19.7%	20.1%	21.0%	22.5%
ROA	34.0%	19.8%	17.7%	19.2%	18.7%
ROE (摊薄)	57.8%	31.1%	28.8%	26.9%	25.0%
经营性 ROIC	49.2%	24.7%	25.6%	27.9%	30.9%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	41%	36%	39%	29%	25%
流动比率	2.09	2.37	2.28	3.13	3.63
速动比率	1.46	1.77	1.80	2.49	3.02
归母权益/有息债务	21.92	12.09	5.48	140.60	156.80
有形资产/有息债务	36.11	18.31	8.67	192.09	205.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	30,047	38,004	53,572	61,189	75,709
货币资金	4,308	2,622	11,799	14,566	26,550
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	12,868	20,614	24,156	27,281	28,950
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	8	13	16	18
存货	7,385	8,020	9,614	10,788	11,209
其他流动资产	1	45	45	45	45
流动资产合计	24,754	31,413	45,758	52,850	66,940
其他权益工具	239	285	285	285	285
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,719	2,818	4,147	4,237	4,338
在建工程	1,825	1,836	1,489	1,792	2,019
无形资产	343	353	507	552	592
商誉	19	19	19	19	19
其他非流动资产	524	312	312	312	312
非流动资产合计	5,294	6,590	7,815	8,339	8,770
总负债	12,390	13,768	20,656	17,514	19,159
短期借款	569	1,785	5,748	0	0
应付账款	9,152	9,793	12,353	14,590	15,956
应付票据	27	15	19	22	24
预收账款	71	9	11	13	15
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	11,871	13,230	20,066	16,871	18,464
长期借款	236	211	261	311	361
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	222	238	238	238	238
非流动负债合计	519	538	590	643	696
股东权益	17,657	24,236	32,916	43,675	56,550
股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
公积金	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
未分配利润	15,049	21,628	30,308	41,067	53,942
归属母公司权益	17,657	24,236	32,916	43,675	56,550
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	5.99%	5.84%	4.60%	4.31%	4.20%
管理费用率	0.98%	0.98%	0.88%	0.82%	0.80%
财务费用率	0.07%	0.04%	0.31%	0.09%	-0.26%
研发费用率	1.80%	2.23%	2.15%	2.23%	2.42%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.60	0.50	0.63	0.78	0.94
每股经营现金流	5.32	1.24	4.89	6.66	8.83
每股净资产	11.04	15.15	20.57	27.30	35.34
每股销售收入	19.16	23.92	29.50	35.07	39.17

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	12	17	13	11	9
PB	7.1	5.2	3.8	2.9	2.2
EV/EBITDA	10.2	13.9	11.1	8.6	6.8
股息率	0.8%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE