

评级：买入(维持)

市场价格：61.50

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：张楠

执业证书编号：S0740523070005

Email: zhangnan03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30652.42	38264.01	52657.63	65256.11	82420.51
增长率 yoy%	101.79%	24.83%	37.62%	23.93%	26.30%
净利润(百万元)	10208.55	7539.00	9069.34	11303.66	14536.73
增长率 yoy%	209.23%	-26.15%	20.30%	24.64%	28.60%
每股收益(元)	6.38	4.71	5.67	7.06	9.09
每股现金流量	2.69	1.64	3.45	4.15	7.42
净资产收益率	58%	31%	28%	26%	26%
P/E	9.64	13.05	10.85	8.71	6.77
P/B	0.05	-0.50	0.53	0.35	0.24

备注：数据截止 2023/10/27

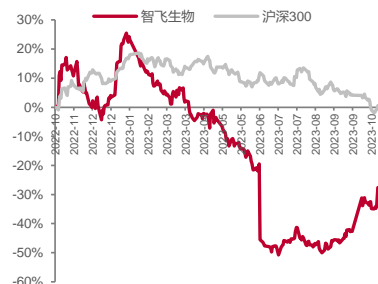
投资要点

- 事件：2023年10月26日，公司发布2023年三季报。2023年前三季度公司实现营业收入392.72亿元，同比增长41.15%；实现归母净利润65.30亿元，同比增长16.46%；实现扣非归母净利润63.80亿元，同比增长14.13%。
- 利润符合预期，4/9价HPV持续放量。分季度来看，23Q3实现收入148.26亿元(+56.57%)、归母净利润22.70亿元(+20.89%)、扣非归母净利润21.69亿元(+15.32%)。公司积极开拓终端销售，4/9价HPV疫苗实现良好放量。
- 盈利能力回归正常水平，期间费用率有所下滑。2023年前三季度公司毛利率28.27%(-4.93pp)，净利率16.63%(-3.52pp)。2023年前三季度公司销售费用18.45亿元(+25.56%)、销售费率4.70%(-0.58pp)；管理费用2.74亿元(-0.85%)、管理费率0.70%(-0.29pp)；研发费用6.49亿元(+6.76%)、研发费率1.65%(-0.53pp)，公司持续推进自主研发项目。2023年前三季度公司存货余额为286.24亿元，占资产比重为58.09%(+5.93pp)。应收账款及票据期末余额193.06亿元，占收入比重为49.16%(-0.88pp)，随收入保持增长。
- 自主在研管线丰富，深入布局前沿技术。公司自主研发项目共计30项(不含新冠系列项目)，其中处于临床试验及申请注册阶段的项目17项。在研产品涉及流脑、肺结核、肺炎、流感、狂犬病等人用疫苗项目建设，研发产品梯次结构清晰，层次丰富。此外，公司通过智睿投资平台以股权投资的模式对有发展前景的预防、治疗用生物技术和产品进行孵化和培育，通过深信生物以认购股权的模式布局mRNA技术平台。
- 盈利预测和投资建议：结合三季度业绩及终端动销情况，我们调整2023-2025年公司营业收入分别为526.58、652.56、824.21亿元(调整前值为463.77、563.18、669.19亿元)，同比增长37.62%、23.93%、26.30%；归母净利润为90.69、113.04、145.37亿元(调整前值为93.69、115.68、139.76亿元)，同比增长20.30%、24.64%、28.60%。公司代理4价和9价HPV疫苗持续放量，代理带状疱疹、RSV疫苗进入兑现倒计时，自主品种有望逐步兑现，维持“买入”评级。
- 风险提示：AC-Hib疫苗恢复生产不及预期的风险，HPV疫苗系列销售不及预期的风险。在研产品获批不及预期的风险，同业产品质量风险。

基本状况

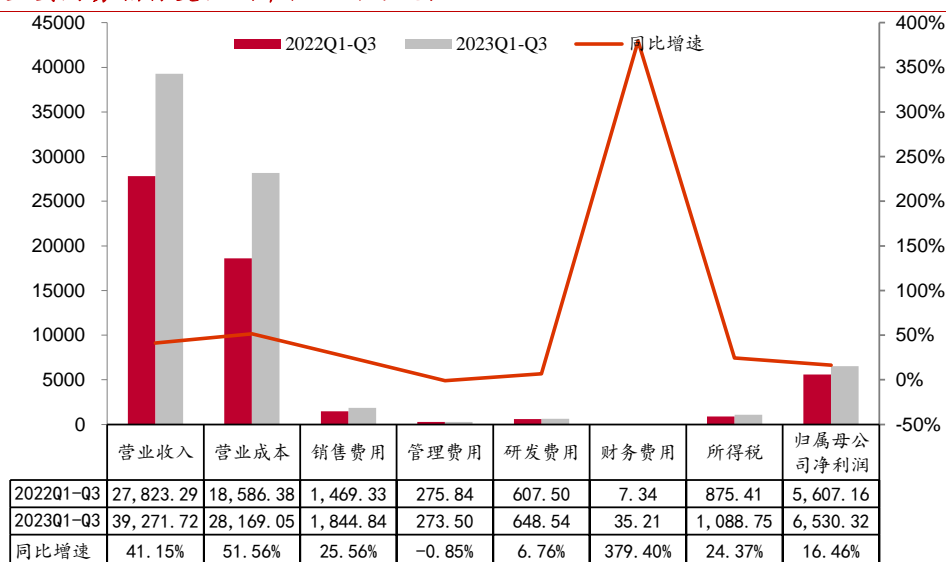
总股本(百万股)	2,400
流通股本(百万股)	1,094
市价(元)	61.50
市值(百万元)	147,600
流通市值(百万元)	67,283

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 智飞生物(300122.SZ)-2023H1 点评：业绩符合预期，自主产品进入放量期-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_张楠)-20230829

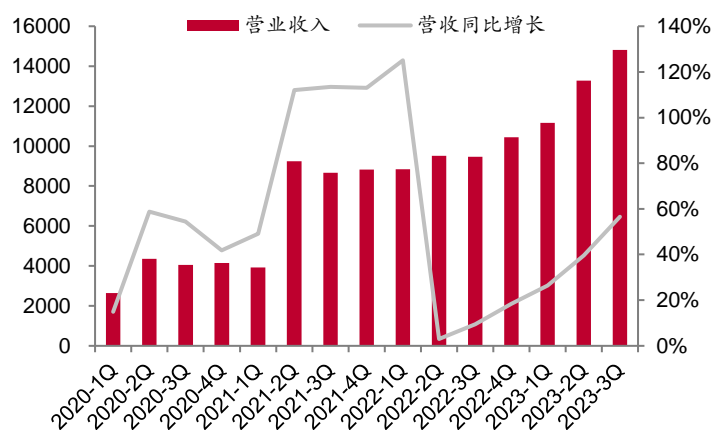
**图表 1：智飞生物主要财务指标变化（单位：百万元）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

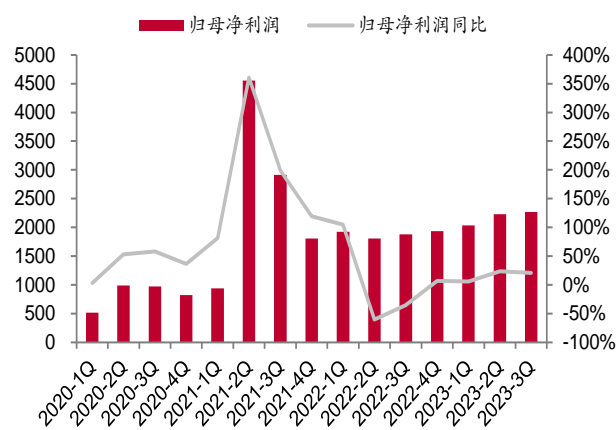
**图表 2：智飞生物分季度财务指标变化（单位：百万元，%）**

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q
营业收入	2634.60	4359.12	4056.06	4140.58	3926.6	9244.88	8657.18	8823.76	8841.15	9512.6	9469.54	10440.72	11172.77	13272.54	14826.41
营收同比增长	14.87%	58.79%	54.37%	41.74%	49.04%	112.08%	113.44%	113.10%	125.16%	2.90%	9.38%	18.33%	26.37%	39.53%	56.57%
营收环比增长	-9.81%	65.46%	-6.95%	2.08%	-5.17%	135.44%	-6.36%	1.92%	0.20%	7.59%	-0.45%	10.26%	7.01%	18.79%	11.71%
营业成本	1657.52	2645.57	2324.6	2640.32	2318.67	3173.19	4546.25	5583.69	5864.04	6349.63	6372.71	6809.12	7787.06	9433.85	10948.14
毛利率	37.09%	39.31%	42.69%	36.23%	40.95%	65.68%	47.49%	36.72%	33.67%	33.25%	32.70%	34.78%	30.30%	28.92%	26.16%
销售费用	136.69	292.72	389.49	378.6	271.94	506.16	447.26	609.44	362.68	587.99	518.67	765.90	446.75	738.80	659.29
管理费用	47.82	44.72	49.05	70.66	57.11	71.96	71.83	99.3	72.07	99.63	104.14	98.29	79.85	103.64	90.01
研发费用	47.45	58.6	114.93	78.66	61.61	101.12	77.61	312.28	160.89	226.83	219.77	246.66	213.96	222.92	211.66
财务费用	38.71	34.11	37.59	20.97	30.35	8.83	-19.54	2.17	7.03	-0.11	0.42	6.45	19.60	2.40	13.21
营业利润	629.15	1150.62	1129.9	985.41	1109.97	5293.40	3470.75	2125.85	2269.29	2104.58	2142.39	2242.12	2396.87	2570.57	2668.40
利润总额	613.38	1150.07	1129.12	961.50	1101.25	5277.09	3446.90	2105.82	2262.98	2090.15	2129.44	2235.44	2392.29	2570.05	2656.74
所得税	97.02	161.88	155.07	138.77	163.08	724.61	533.94	300.88	340.22	283.89	251.30	303.60	360.26	342.14	386.35
归母净利润	516.36	988.19	974.05	822.73	938.18	4552.47	2912.96	1804.94	1922.76	1806.26	1878.14	1931.84	2032.02	2227.90	2270.40
归母净利润同比	2.85%	53.23%	58.13%	36.33%	81.69%	360.69%	199.06%	119.38%	104.95%	-60.32%	-35.52%	7.03%	5.68%	23.34%	20.89%
净利率	19.60%	22.67%	24.01%	19.87%	23.89%	49.24%	33.65%	20.46%	21.75%	18.99%	19.83%	18.50%	18.19%	16.79%	15.31%

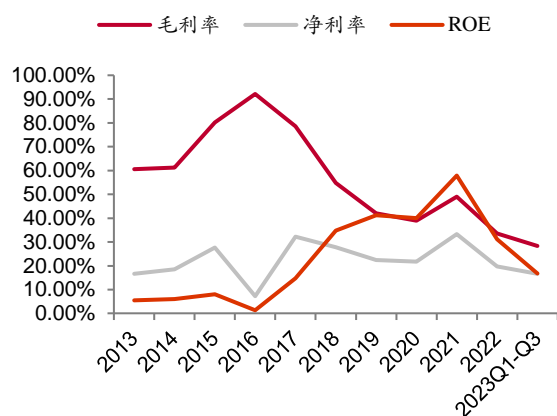
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：智飞生物分季度收入（单位：百万元，%）**


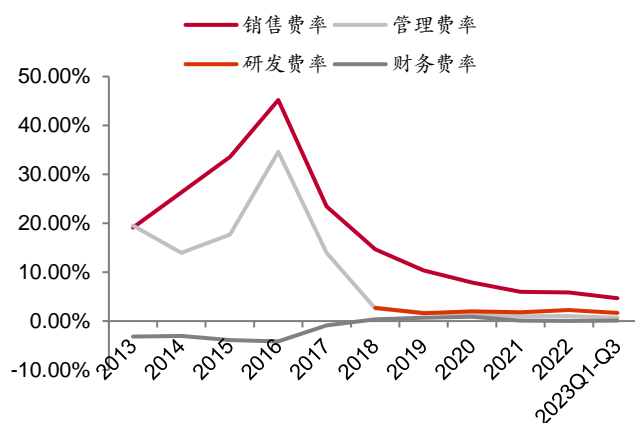
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：智飞生物分季度归母净利润（单位：百万元，%）**


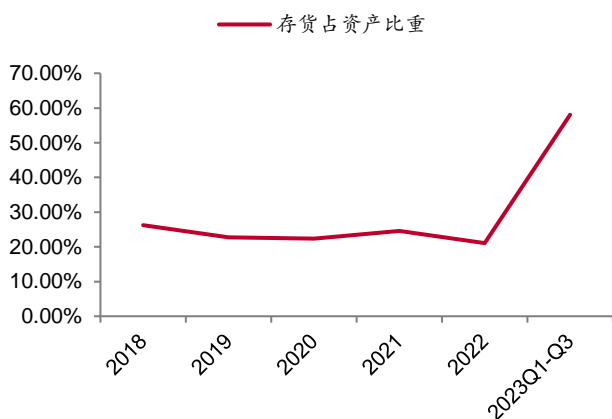
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 5：智飞生物盈利水平（单位：%）**


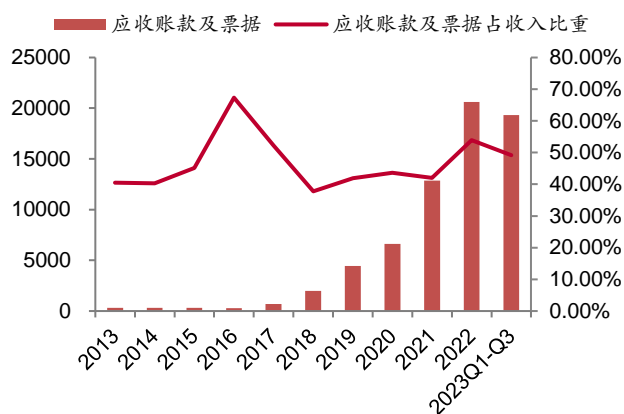
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6：智飞生物年度费用率变化情况（单位：%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 7：智飞生物存货变化情况（单位：%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 8：智飞生物应收账款变化情况（单位：%）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：智飞生物财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,622	5,527	6,646	11,879	营业收入	38,264	52,658	65,256	82,421
应收票据	0	1	0	0	营业成本	25,395	35,859	43,954	55,275
应收账款	20,614	24,137	30,543	39,388	税金及附加	177	263	328	409
预付账款	103	242	315	413	销售费用	2,235	3,581	4,568	5,769
存货	8,020	13,817	17,198	20,128	管理费用	374	790	1,305	1,648
合同资产	0	0	0	0	研发费用	854	1,316	1,631	2,061
其他流动资产	54	120	84	123	财务费用	14	30	22	22
流动资产合计	31,413	43,844	54,786	71,931	信用减值损失	-422	-191	-222	-256
其他长期投资	10	10	10	10	资产减值损失	-109	-67	-79	-87
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,818	3,388	4,128	4,644	投资收益	0	0	0	0
在建工程	1,836	2,026	2,189	2,415	其他收益	75	57	66	75
无形资产	353	410	478	514	营业利润	8,758	10,618	13,212	16,968
其他非流动资产	1,574	1,236	1,253	1,257	营业外收入	1	0	0	1
非流动资产合计	6,591	7,070	8,058	8,840	营业外支出	41	50	50	53
资产合计	38,004	50,914	62,844	80,771	利润总额	8,718	10,568	13,162	16,916
短期借款	1,785	1,785	1,785	1,785	所得税	1,179	1,499	1,858	2,379
应付票据	15	87	116	102	净利润	7,539	9,069	11,304	14,537
应付账款	9,793	13,626	16,703	21,004	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	9	0	0	0	归属母公司净利润	7,539	9,069	11,304	14,537
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	7,551	9,095	11,322	14,556
其他应付款	283	283	283	283	EPS (摊薄)	4.71	5.67	7.06	9.09
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	1,335	1,849	1,749	1,966	主要财务比率				
流动负债合计	13,230	17,640	18,876	23,104	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	211	263	329	411	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	24.8%	37.6%	23.9%	26.3%
其他非流动负债	327	329	329	328	EBIT增长率	-26.9%	21.4%	24.4%	28.5%
非流动负债合计	538	592	658	739	归母公司净利润增长率	-26.2%	20.3%	24.6%	28.6%
负债合计	13,768	18,232	19,534	23,843	获利能力				
归属母公司所有者权益	24,236	32,682	43,310	56,928	毛利率	33.6%	31.9%	32.6%	32.9%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	19.7%	17.2%	17.3%	17.6%
所有者权益合计	24,236	32,682	43,310	56,928	ROE	31.1%	27.8%	26.1%	25.5%
负债和股东权益	38,004	50,914	62,844	80,771	ROIC	32.9%	29.6%	29.5%	29.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	36.2%	35.8%	35.0%	33.5%
					债务权益比	9.6%	7.3%	5.7%	4.5%
单位:百万元					流动比率	2.4	2.5	2.9	3.1
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	速动比率	1.8	1.7	2.0	2.2
经营活动现金流	1,985	3,960	5,073	7,539	营运能力				
现金收益	7,874	9,534	11,808	15,167	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
存货影响	-635	-5,797	-3,381	-2,930	应收账款周转天数	158	153	151	153
经营性应收影响	-7,555	-3,596	-6,400	-8,855	应付账款周转天数	134	118	124	123
经营性应付影响	638	3,897	3,106	4,287	存货周转天数	109	110	127	122
其他影响	1,664	-78	-60	-131	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-1,498	-976	-1,457	-1,389	每股收益	4.71	5.67	7.06	9.09
资本支出	-1,441	-1,251	-1,454	-1,387	每股经营现金流	0.83	1.65	2.11	3.14
股权投资	0	0	0	0	每股净资产	10.10	13.62	18.05	23.72
其他长期资产变化	-57	275	-3	-2	估值比率				
融资活动现金流	-2,173	-79	-2,497	-917	P/E	13	11	9	7
借款增加	1,200	53	66	82	P/B	4	3	2	2
股利及利息支付	-1,015	-729	-973	-1,142	EV/EBITDA	26	22	18	14
股东融资	0	1	1	1					
其他影响	-2,358	596	-1,591	142					

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。