

2023 年 01 月 30 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

120

公司基本资讯

產業別	医药生物
A 股价(2023/1/30)	99.30
深证成指(2023/1/30)	12097.76
股價 12 個月高/低	142.69/75.57
總發行股數(百萬)	1600.00
A 股數(百萬)	925.43
A 市值(億元)	918.95
主要股東	蒋仁生(48.32%)
每股淨值(元)	13.94
股價/賬面淨值	7.12

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	16.7	5.4	-6.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022-11-02	94.20	买进

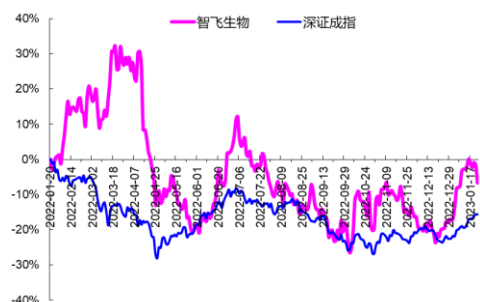
产品组合

代理产品-二类苗	6.3%
自主产品-二类苗	93.0%
治疗性生物制品	6.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.8%
一般法人	3.2%

股价相对大盘走势



智飞生物(300122.SZ)

Buy 买进

MSD 疫苗代理销售续约，保障代理业务稳健增长

事件：

公司与 MSD（默沙东）公司续签疫苗《供应、经销与共同推广协议》至 2026 年 12 月 31 日，主要涉及 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗、23 价肺炎疫苗以及灭活甲肝疫苗产品在大陆区域（不包括港、澳、台）的进口、经销及推广，基础采购金额合计约 1010 亿元。

点评：

■ **续约落地，保障代理业务增长：**公司此次与 MSD 续签采购协议符合预期，将保障代理销售业务持续增长。续约重点产品为 HPV 疫苗（合约 1010 亿中有 980 亿为 HPV 疫苗），自 4/9 价 HPV 疫苗在国内获批后，需求一直处于旺盛态势，公司 2020-2022 年对 MSD 疫苗产品合约的实际采购金额为 480 亿元，已远超原协议的基础采购额 340 亿元（表 1）。此次续签采购协议，HPV 疫苗采购量继续提升 2023、2024 年 HPV 疫苗合约预估基础采购金额分别为 287 亿元和 326 亿元，分别 YOY+27%和 17%，基础增量已有保障，而考虑到目前供不应求的局面、HPV9 适用年龄的扩充、疫情管控的放松，我们认为未来两年仍存在超额采购的可能性，将助力短期销售实现高速增长。

■ **HPV9 价产品仍独占市场，短期压力不大：**HPV9 价疫苗可以覆盖较多亚型，并且 2022 年 8 月在国内的适用年龄已从 16-26 岁拓展至 9-45 岁，产品持续供不应求。目前仅有公司代理的 MSD 产品获批，虽已有 5 家公司的 9 价 HPV 疫苗进度较快，已处于临床三期（万泰生物、沃森生物、康乐卫士、瑞科生物、博唯生物），但根据 CDE 临床要求，我们预计实际到 2025 年才可能陆续获批。短期公司独家代理销售的 MSD 9 价 HPV 疫苗仍独占市场，需求旺盛的背景下尚无明显的压力。

■ **持续推进项目研发，逐步进入收获期：**公司新冠二代苗 ZF2202

（Omicron-Delta 嵌合疫苗）已通过前期研究证明具有良好的安全性及有效性，针对目前主流的 Omicron BA. 4/5 变异株有更高的中和抗体滴度。公司其余自主产品研发工作也在积极推进中，23 价肺炎球菌多糖疫苗申请生产注册获得受理，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，15 价肺炎球菌结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）处于临床 III 期，重组 B 群脑膜炎球菌疫苗（大肠杆菌）获批临床、治疗用卡介苗临床申请获得受理。自主研发产品梯队完善，公司未来成长动力充足。

■ **盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2022、2023 年分别录得净利润 72.4 亿元、97.4 亿元，分别 YOY-29.1%、+34.5%，EPS 分别为 4.5 元、6.1 元，对应 PE 分别为 23X、17X。公司未来成长动力充足，目前估值合理，我们维持“买进”评级。

■ **风险提示：**新产品上市进度不及预期；新冠疫苗销售不及预期；代理疫苗销售不及预期

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2366	3301	10209	7236	9735
同比增减	%	63.05	39.51	209.23	-29.12	34.54
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.48	2.06	6.38	4.52	6.08
同比增减	%	63.05	39.51	209.23	-29.12	34.54
市盈率(P/E)	X	70.71	50.69	16.39	23.12	17.19
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.50	0.60	0.90	1.22
股息率 (Yield)	%	0.48	0.48	0.57	0.86	1.16

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進 (Strong Buy)	潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進 (Buy)	$15\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立 (Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

表 1：2020-2022 年公司与 MSD 的实际采购额与基础采购额对比

采购年份	实际采购额（亿元）	约定的基础采购额（亿元）	YOY (%)
2020	88.09	94.69	-6.97%
2021	165.62	116.07	42.69%
2022	226.75	129.41	75.22%

表 2：各产品预计的基础采购额

采购年份	产品类别	基础采购金额(亿元)
2023 年下半年	HPV 疫苗	214.06
	五价轮状病毒疫苗	2.47
	23 价肺炎疫苗	0.77
	灭活甲肝疫苗	0.45
2024 年	HPV 疫苗	326.26
	五价轮状病毒疫苗	7.28
	23 价肺炎疫苗	0.77
	灭活甲肝疫苗	1.12
2025 年	HPV 疫苗	260.33
	五价轮状病毒疫苗	7.15
	23 价肺炎疫苗	1.02

	灭活甲肝疫苗	1.12
2026 年	HPV 疫苗	178.92
	五价轮状病毒疫苗	6.24
	23 价肺炎疫苗	1.02
	灭活甲肝疫苗	1.12

附一：合并损益表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
营业收入	10587	15190	30652	37102	48044
经营成本	6136	9268	15622	24568	31450
营业税金及附加	51	71	135	197	279
销售费用	1096	1198	1835	2263	3027
管理费用	183	212	300	359	456
财务费用	75	131	22	22	29
资产减值损失				0	0
投资收益		1	-20	0	0
营业利润	2814	3895	12000	8590	11506
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	49	41	69	111	80
利润总额	2765	3854	11931	8479	11426
所得税	399	553	1723	1243	1691
少数股东损益				0	0
归母净利润	2366	3301	10209	7236	9735

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
货币资金	1150	1437	4308	5169	6203
应收账款	4437	6624	12868	14798	19237
存货	2484	3406	7385	6278	7847
流动资产合计	8167	11537	24754	27229	35398
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1037	1480	1719	1994	2313
在建工程	947	906	1825	1460	1387
非流动资产合计	2776	3678	5294	5717	6060
资产总计	10942	15215	30047	32946	41458
流动负债合计	5072	6817	11871	12464	13212
非流动负债合计	123	150	519	545	572
负债合计	5195	6967	12390	13010	13785
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	5747	8249	17657	19937	27673
负债及股东权益合计	10942	15215	30047	32946	41458

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
经营活动所得现金净额	1367	3497	8508	7,381	7,788
投资活动所用现金净额	-623	-897	-2019	-2356	-1962
融资活动所得现金净额	-393	-2114	-3590	-2171	-2921
现金及现金等价物净增加额	352	481	2889	2854	2906

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。