

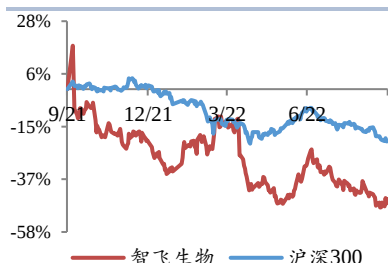
重组 MenB 疫苗国内首度获批临床，研发管线竞争力再提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-30

收盘价（元） 87.25
近 12 个月最高/最低（元） 186.17/81.75
总股本（百万股） 1,600
流通股本（百万股） 925
流通股比例（%） 57.84
总市值（亿元） 1,396
流通市值（亿元） 807

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任雯萱

执业证书号：S0010121080050

邮箱：renwx@hazq.com

相关报告

1. 智飞生物(300122)公司点评：代理业务保持高增长，常规自主产品放量可期 2022-08-30
2. 智飞生物(300122)公司点评：重组新冠病毒蛋白疫苗获批附条件上市，将持续贡献业绩 2022-03-03
3. 智飞生物(300122)深度报告：代理起家锤炼营销能力，自研产品打造第二生长曲线 2022-02-11

主要观点：

● 事件：

9月29日，公司发布公告显示，由智飞绿竹自主研发的重组 B 群脑膜炎球菌疫苗（大肠杆菌）获得国家药品监督管理局药物临床试验申请受理通知书（受理号：CXSL2200495 国）。

● 点评：

国内 B 群流脑发病占比上升，但大陆地区尚未有任何 MenB 疫苗获批上市

近几年，国内流脑疫情总病例数呈下降趋势，但 B 群菌引起的病例占比不断增长。中国 2015-2019 年报告流脑 540 例，在 296 例 Nm 血清群阳性病例中，A、B、C、W、Y、其他及不可分群分别占 4.73%、36.15%、22.97%、6.08%、1.69%、28.38%，B 群是所有确定群别中比例最高的。但由于 B 群脑膜炎球菌荚膜多糖自身结构与人类脑组织黏附分子之间结构的一致性及不明确的免疫原性，其疫苗的开发难度较大。目前大陆地区获批上市的流脑疫苗仅包含 MenA、AC 疫苗、ACYW135 群 4 价疫苗，并无针对 B 群的流脑疫苗。

美国共有两款 MenB 疫苗获批，其中 GSK 的 Bexsero 为销售额超 6 亿美元的大单品

美国有两种类型的 B 型脑膜炎球菌疫苗获批，分别为 GSK 的 Bexsero®以及辉瑞的 Trumenba®。据美国 CDC，二者均为重组蛋白疫苗，获批在 10~23 岁人群中接种，不可换针，全程接种费用约 350 美元。其中，Bexsero®由 GSK 于 2015 年从诺华购得，销售额有 2016 年的 5.3 亿美元增长至 2019 年的 6.8 亿欧元，占收入比重约 2%，位列当年全球疫苗销售额第 10。新冠疫情影响下，2020 年及 2021 年 Bexsero®的销售额均为 6.5 亿欧元。辉瑞公布了 Trumenba®2020 年及 2021 年的销售额，分别为 1.12/ 1.18 亿美元，占收入比重分别为 0.2%/ 0.1%。

国内尚无 B 群脑膜炎球菌疫苗项目进入临床研究阶段或获批上市

公司获得国家药监局药物临床试验申请受理通知书，若自受理之日起 60 日内，未收到药审中心否定或质疑意见则可以开展临床试验。公司或为国内首个开展 B 群脑膜炎球菌疫苗临床研究的企业，填补国内相关疫苗管线的空白。中国疾控中心的研究员李军宏在论文

《2015~2017 年中国流行性脑脊髓膜炎流行特征分析》中提到，研发和提供针对 B 群等其他菌群流脑的新疫苗应是今后流脑防控面临的重要任务之一。因此公司开展 MenB 疫苗临床试验具有较高的社会责任意义，也将使企业研发管线更具竞争力。

公司全面的脑膜炎疫苗产品矩阵将助力新产品的研发、生产、销售

公司是国内流脑类疫苗产品种类较为完善的企业之一，现已搭建起脑膜炎疫苗矩阵，其中包括获批在售产品 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗（盟纳克）、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗（盟威克）、A 群 C 群

脑膜炎球菌多糖结合疫苗 (盟纳康), 进入 III 期临床试验产品

ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗。若 B 群脑膜炎球菌疫苗研发进展顺利, 将为公司基于重组 B 群脑膜炎球菌疫苗及其他在售、在研产品开发多联多价疫苗打下良好基础, 有利于进一步发挥矩阵产品的协同效应, 提升公司竞争力。

● 投资建议:

我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 343/ 429/ 499 亿元, 同比增长 11.9%/ 25%/ 16.5%; 归母净利润分别为 74/ 93/ 109 亿元, 同比增长 -27.8%/ 25.8%/ 17.4%; PE 分别为 19X/ 15X/ 13X。考虑到疫苗行业的持续快速发展、公司营销团队的优势以及研发管线中接下来几年重磅产品接连上市带来的长期成长性, 我们维持“买入”评级。

● 风险提示

市场推广不及预期的风险; 疫情变化影响公司正常经营的风险; 临床获批进展不及预期的风险; 代理业务续签失败的风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30652	34291	42863	49935
收入同比 (%)	101.8%	11.9%	25.0%	16.5%
归属母公司净利润	10209	7374	9279	10893
净利润同比 (%)	209.2%	-27.8%	25.8%	17.4%
毛利率 (%)	49.0%	35.8%	38.5%	41.2%
ROE (%)	57.8%	30.3%	28.2%	25.4%
每股收益 (元)	6.38	4.61	5.80	6.81
P/E	19.53	18.93	15.04	12.82
P/B	11.29	5.74	4.24	3.25
EV/EBITDA	15.78	14.38	11.09	8.98

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24754	32126	43436	55408	营业收入	30652	34291	42863	49935
现金	4308	8923	14863	22617	营业成本	15622	22020	26364	29379
应收账款	12868	14953	18692	21775	营业税金及附加	135	154	184	200
其他应收款	7	20	26	30	销售费用	1835	2435	3043	3396
预付账款	186	132	158	176	管理费用	300	479	599	698
存货	7385	8091	9688	10796	财务费用	22	-61	-142	-248
其他流动资产	1	5	10	15	资产减值损失	-93	0	0	0
非流动资产	5294	5118	4758	4532	公允价值变动收益	14	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-20	0	0	0
固定资产	1719	1457	1020	704	营业利润	12000	8650	11833	15717
无形资产	343	372	402	432	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	3232	3289	3335	3397	营业外支出	69	41	1000	3000
资产总计	30047	37244	48194	59941	利润总额	11931	8609	10833	12717
流动负债	11871	10236	12556	14330	所得税	1723	1235	1554	1824
短期借款	569	959	1369	1769	净利润	10209	7374	9279	10893
应付账款	9152	7199	8619	9604	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2150	2078	2568	2957	归属母公司净利润	10209	7374	9279	10893
非流动负债	519	2697	2697	2697	EBITDA	12416	9174	11393	13251
长期借款	236	236	236	236	EPS (元)	6.38	4.61	5.80	6.81
其他非流动负债	283	2461	2461	2461					
负债合计	12390	12933	15253	17027					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1600	1600	1600	1600					
资本公积	208	208	208	208					
留存收益	15849	22503	31133	41106					
归属母公司股东权	17657	24311	32941	42914					
负债和股东权益	30047	37244	48194	59941					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8508	3281	7554	11875	成长能力				
净利润	10209	7374	9279	10893	营业收入	101.8%	11.9%	25.0%	16.5%
折旧摊销	389	626	702	782	营业利润	208.1%	-27.9%	36.8%	32.8%
财务费用	56	33	45	57	归属于母公司净利	209.2%	-27.8%	25.8%	17.4%
投资损失	20	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-2464	-4794	-3472	-2857	毛利率 (%)	49.0%	35.8%	38.5%	41.2%
其他经营现金流	12970	12209	13751	16750	净利率 (%)	33.3%	21.5%	21.6%	21.8%
投资活动现金流	-2019	-492	-1341	-3556	ROE (%)	57.8%	30.3%	28.2%	25.4%
资本支出	-1932	-390	-1249	-3449	ROIC (%)	55.7%	28.7%	26.5%	23.8%
长期投资	-69	-91	-81	-96	偿债能力				
其他投资现金流	-19	-11	-11	-11	资产负债率 (%)	41.2%	34.7%	31.6%	28.4%
筹资活动现金流	-3590	1827	-273	-565	净负债比率 (%)	70.2%	53.2%	46.3%	39.7%
短期借款	-2305	390	410	400	流动比率	2.09	3.14	3.46	3.87
长期借款	236	0	0	0	速动比率	1.45	2.34	2.68	3.10
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.02	0.92	0.89	0.83
其他筹资现金流	-1521	1437	-683	-965	应收账款周转率	2.38	2.29	2.29	2.29
现金净增加额	2889	4615	5940	7754	应付账款周转率	1.71	3.06	3.06	3.06

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	6.38	4.61	5.80	6.81	P/E	19.53	18.93	15.04	12.82
每股经营现金流	5.32	2.05	4.72	7.42	P/B	11.29	5.74	4.24	3.25
每股净资产	11.04	15.19	20.59	26.82	EV/EBITDA	15.78	14.38	11.09	8.98

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：任雯萱，研究助理，主要负责生物制品（疫苗+血液制品）行业研究。上海财经大学金融硕士。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

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。