

买入

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

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 医药生物 · 生物制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 陈益凌 021-60933167 cheniyiling@guosen.com.cn
证券分析师： 马千里 010-88005445 maqianli@guosen.com.cn

执证编码：S0980519010002
执证编码：S0980521070001

事项：

2023年1月21日，智飞生物与美国默沙东药厂有限公司（以下简称：“默沙东”）签署了《供应、经销与共同推广协议》，默沙东将向智飞生物独家供应协议产品，并许可智飞生物根据约定在协议区域内进口、经销和推广协议产品。协议有效期内，智飞生物将按照约定向默沙东持续采购 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗等协议产品，协议产品合计基础采购金额超过 1000 亿元。

国信医药观点：公司与默沙东新代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；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。基于新代理协议及 2022 年公司实际采购金额，我们对公司盈利预测进行调整，预计 2022-2024 年收入分别为 340.48/429.29/507.04 亿元（前值为 326.71/369.33/404.23 亿元），归母净利润分别为 70.59/90.03/111.13 亿元（前值为 73.13/83.44/94.67 亿元），目前股价对应 PE 分别为 24/18/15，维持“买入”评级。

评论：

◆ 新代理协议期限达三年半，基础采购金额预计超千亿

智飞生物与默沙东自 2011 年 4 月 25 日起开展市场推广合作，负责默沙东疫苗产品在国内的进口、推广、销售等，合作关系已超过 11 年；本次代理协议的采购期限预计为 2023 年下半年至 2026 年 12 月 31 日，协议期限达三年半，为历次代理协议中最长。

协议对包括 HPV 疫苗在内产品的基础采购金额进行了约定，根据协议 2023 年下半年至 2026 年底的约定基础采购金额达到 1010 亿元；基础采购金额可以根据实际情况进行协商调整，考虑到公司代理品种中 4/9 价 HPV 疫苗和五价轮状病毒疫苗等终端需求旺盛，2021 年和 2022 年实际采购金额分别在约定的基础采购金额基础上上浮了 43%和 75%，预计未来实际采购金额仍可能高于约定的基础采购金额。

表1: 协议约定的产品及每年度预计的基础采购金额

采购年份	产品类别	约定的基础采购额 (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

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 近三年智飞生物代理疫苗产品采购金额情况

采购年份	实际采购额 (亿元)	约定的基础采购额 (亿元)	实际/约定采购金额比例
2020 年	88.09	94.69	93%
2021 年	165.62	116.07	143%
2022 年	226.75	129.41	175%
2023 年上半年	69.79	/	/

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ “技术&市场”双轮驱动, 自研产品&管线进入收获期

公司目前拥有自主研发管线 28 个, 其中 15 个处于临床阶段, 形成结核、狂犬病、呼吸道病毒、肺炎、肠道疾病和脑膜炎等多个产品矩阵。重组蛋白新冠疫苗获批附条件上市并作为序贯加强针, 针对 Omicron 变异株迭代疫苗海外临床启动, 23 价肺炎多糖疫苗报产获得受理, 人二倍体狂苗、四价流感疫苗获得 Ph3 临床总结报告, 15 价肺炎结合疫苗等多个品种处于临床后期阶段, 管线逐步进入收获期。此外, 公司重组结核杆菌融合蛋白 (EC) 纳入国家医保目录, 进一步提升药物可及性, 公司 “EC+微卡” 的结核产品矩阵有望发挥协同效应。

表3: 智飞生物研发管线进度

序号	药品名称	功能主治	进展情况
1	23 价肺炎球菌多糖疫苗	用于预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	报产
2	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	用于预防狂犬病。	完成临床试验
3	四价流感病毒裂解疫苗	用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	完成临床试验
4	流感病毒裂解疫苗	用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	完成临床试验
5	15 价肺炎球菌结合疫苗	用于预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	ph3
6	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	用于预防狂犬病。	ph3
7	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	用于预防志贺氏菌引起的感染性疾病。	ph3
8	ACYW135 群流脑结合疫苗	用于预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病。	ph3
9	肠道病毒 71 型灭活疫苗	用于预防 EV71 感染引起的疾病。	ph2
10	冻干重组结核疫苗 (AEC/BC02)	用于预防结核分枝杆菌潜伏感染人群结核病发病。	ph2
11	四价重组诺如病毒疫苗 (毕赤酵母)	用于预防诺如病毒感染引起的急性胃肠炎。	ph2
12	皮内注射用卡介苗	用于预防结核病。	ph1
13	卡介苗纯蛋白衍生物	用于结核病的临床辅助诊断、结核病流行病学调查及卡介苗接种后机体免疫反应的监测。与鉴别用体内诊断试剂 (重组结核融合蛋白 (EC)) 联用, 可用于鉴别卡介苗未接种或接种后阴性的结核杆菌未感染人群、卡介苗接种后阳性的结核杆菌未感染人群、结核杆菌感染人群。	ph1
14	组份百白破疫苗	用于预防百日咳、白喉和破伤风杆菌引起的疾病。	ph1
15	灭活轮状病毒疫苗	用于预防轮状病毒引起的腹泻。	ph1

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持“买入”评级

公司与默沙东新代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；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。基于新代理协议及 2022 年公司实际采购金额，我们对公司盈利预测进行调整，预计 2022-2024 年收入分别为 340.48/429.29/507.04 亿元（前值为 326.71/369.33/404.23 亿元），归母净利润分别为 70.59/90.03/111.13 亿元（前值为 73.13/83.44/94.67 亿元），目前股价对应 PE 分别为 24/18/15，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

HPV 疫苗代理合同到期及销售下滑；冻干 AC-Hib 三联苗注册风险；母牛分枝杆菌疫苗销售不及预期；全球新冠疫情发生重大变化的风险等。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 230129	总市值	EPS				PE				ROE		PEG
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	22E
300601.SZ	康泰生物	37.47	420	1.84	0.42	1.62	2.12	54	89	23	18	14	14	1.25
603392.SH	万泰生物	135.80	1230	3.33	5.23	5.98	6.88	67	26	23	20	45	45	2.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：计算 PEG 时增速选取 2022-2024 年复合增速

相关研究报告：

《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

《智飞生物（300122.SZ）-2021 年报及 2022 一季报点评：“自主+代理”双驱动，公司业绩快速增长》——2022-04-29

《智飞生物-300122-重大事件快评：员工持股计划公布，长期发展信心充足》——2022-02-12

《智飞生物-300122-2021 年三季报点评：业绩符合预期，期待新冠产品出口表现》——2021-11-01

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1437	4308	8419	12615	19484	营业收入	15190	30652	34048	42929	50704
应收款项	6633	12874	14547	18373	21553	营业成本	9268	15622	22907	28728	33644
存货净额	3406	7385	9508	12003	14628	营业税金及附加	71	135	158	197	230
其他流动资产	61	186	148	206	258	销售费用	1198	1835	1771	2189	2535
流动资产合计	11537	24754	32622	43198	55923	管理费用	212	300	337	400	419
固定资产	2387	3544	4100	4915	5797	研发费用	300	553	613	773	913
无形资产及其他	271	343	329	315	302	财务费用	131	22	15	19	(5)
投资性房地产	1021	1407	1407	1407	1407	投资收益	1	(20)	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	34	107	53	65	75
资产总计	15215	30047	38459	49835	63428	其他收入	(450)	(825)	(613)	(773)	(913)
短期借款及交易性金融负债	2874	569	2892	3036	3188	营业利润	3895	12000	8300	10688	13043
应付款项	3084	9178	9797	12893	16404	营业外净收支	(41)	(69)	(53)	(54)	(59)
其他流动负债	858	2123	2198	3008	3708	利润总额	3854	11931	8247	10633	12985
流动负债合计	6817	11871	14886	18938	23300	所得税费用	553	1723	1188	1531	1871
长期借款及应付债券	0	236	236	236	236	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	150	283	346	420	510	归属于母公司净利润	3301	10209	7059	9103	11113
长期负债合计	150	519	582	656	746	现金流量表（百万元）					
负债合计	6967	12390	15469	19594	24046	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	3301	10209	7059	9103	11113
股东权益	8249	17657	22990	30241	39382	资产减值准备	45	152	323	130	139
负债和股东权益总计	15215	30047	38459	49835	63428	折旧摊销	121	372	298	423	512
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(34)	(107)	(53)	(65)	(75)
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	131	22	15	19	(5)
每股收益	2.06	6.38	4.41	5.69	6.95	营运资本变动	(2227)	(3088)	(2679)	(2268)	(1418)
每股红利	0.58	0.54	1.08	1.16	1.23	其它	(45)	(152)	(323)	(130)	(139)
每股净资产	5.16	11.04	14.37	18.90	24.61	经营活动现金流	1161	7386	4625	7194	10133
ROIC	40%	74%	40%	47%	50%	资本开支	0	(1677)	(1111)	(1290)	(1444)
ROE	40%	58%	31%	30%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	39%	49%	33%	33%	34%	投资活动现金流	0	(1677)	(1111)	(1290)	(1444)
EBIT Margin	27%	40%	24%	25%	26%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	41%	25%	26%	27%	负债净变化	0	236	0	0	0
收入增长	43%	102%	11%	26%	18%	支付股利、利息	(929)	(862)	(1726)	(1852)	(1972)
净利润增长率	40%	209%	-31%	29%	22%	其它融资现金流	989	(1588)	2323	145	152
资产负债率	46%	41%	40%	39%	38%	融资活动现金流	(874)	(2839)	596	(1707)	(1821)
息率	0.6%	0.5%	1.0%	1.1%	1.2%	现金净变动	287	2870	4111	4197	6869
P/E	50.7	16.4	23.7	18.4	15.1	货币资金的期初余额	1150	1437	4308	8419	12615
P/B	20.3	9.5	7.3	5.5	4.2	货币资金的期末余额	1437	4308	8419	12615	19484
EV/EBITDA	40.9	14.3	21.4	16.9	14.2	企业自由现金流	0	6053	3581	5976	8745
						权益自由现金流	0	4701	5890	6104	8902

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所提及的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