

## 与默沙东续约合作协议顺利落地，代理+自研不断打开成长空间

### 核心观点

- **事件：**2023年1月29日公司发布关于与默沙东公司续签供应、经销与共同推广的公告，由于公司与默沙东公司2020年12月22日签订的原《供应、经销与共同推广协议》将于2023年6月30日到期，经双方友好协商2023年1月21日续签协议，就默沙东在中国大陆已取得上市许可的五种疫苗产品的基础采购金额统一续展，有效期进一步延长至2026年12月31日。
- **与默沙东续约合作协议顺利落地，进一步体现公司强大的市场及商业化能力。**2023年1月21日公司与默沙东公司新签署《供应、经销与推广协议》，默沙东将向公司独家供应协议产品；从期限来看，此次合作协议时间进一步延长，双方合作关系持续健康发展；从基础采购金额来看，协议有效期内公司将向默沙东持续采购HPV疫苗、五价轮状病毒疫苗等协议产品，合计基础采购金额超过1000亿元，金额进一步扩大。公司近三年2020-2022年约定基础采购额为94.69/116.07/129.41亿元，由于疫苗需求旺盛尤其是HPV疫苗采购超预期，实际采购金额88.09/165.62/226.75亿元远高于基础采购额，考虑到国内相关疫苗需求情况，2023-2026年基础采购金额提升至287.54/335.43/269.62/187.30亿元，代理业务有望持续取得突破与提升。公司与默沙东公司友好合作已超过十一年，本次协议顺利续约是公司营销网络、市场能力的有力体现，正常履行有望充分利用公司营销网络，不断提升公司市场及商业化能力，对长期经营产生积极影响。
- **代理产品需求旺盛，业务稳定发展。**公司是默沙东重磅产品HPV疫苗、轮状病毒疫苗等的国内独家代理商，受益于1)国内HPV疫苗市场空间广阔、接种需求仍然旺盛、处于供不应求状态；2)渗透率很低；3)默沙东九价和四价均为独家品种，短期暂无上市竞品，代理HPV疫苗业务有望带动代理业务维持快速增长态势。
- **“技术&市场”双轮驱动，自研潜力品种将陆续贡献增量收入。**自研产品业务上，公司流脑业务贡献主要收入、保持稳健增长趋势；重磅结核类产品宜卡、微卡2022年市场导入工作进展顺利；自主研发的重组新型冠状病毒蛋白疫苗（CHO细胞）2022年12月获国家批准作为第二剂次加强免疫接种疫苗，接种人群范围进一步扩大；同时，公司在研项目储备丰富，产品研发梯次合理，2022年在技术研发端实现多项切实推进，23价肺炎球菌多糖疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5细胞）、四价流感病毒裂解疫苗或将上市贡献增量收入。

### 盈利预测与投资建议

- 我们维持预测公司2022-24年每股收益分别为4.52、5.02、5.66元，参照可比公司估值，我们给予公司合理估值水平为2023年的28倍市盈率，对应目标价为140.56元，维持买入评级。

### 风险提示

- 疫苗产品批签发数量不及预期、新产品推广不及预期、在研产品研发进度不及预期、应收账款不能按时收回等。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,190	30,652	36,729	40,494	44,877
同比增长(%)	43.5%	101.8%	19.8%	10.3%	10.8%
营业利润(百万元)	3,895	12,000	8,500	9,446	10,638
同比增长(%)	38.4%	208.1%	-29.2%	11.1%	12.6%
归属母公司净利润(百万元)	3,301	10,209	7,231	8,040	9,055
同比增长(%)	39.5%	209.2%	-29.2%	11.2%	12.6%
每股收益(元)	2.06	6.38	4.52	5.02	5.66
毛利率(%)	39.0%	49.0%	33.1%	32.8%	33.1%
净利率(%)	21.7%	33.3%	19.7%	19.9%	20.2%
净资产收益率(%)	47.2%	78.8%	34.8%	28.8%	24.8%
市盈率	50.7	16.4	23.1	20.8	18.5
市净率	20.3	9.5	7.0	5.2	4.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年01月20日）	104.58元
目标价格	140.56元
52周最高价/最低价	142.69/75.57元
总股本/流通A股（万股）	160,000/92,543
A股市值（百万元）	167,328
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023年01月30日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.03	24.46	11.53	-1.72
相对表现	-2.66	15.25	0.17	11.59
沪深300	2.63	9.21	11.36	-13.31



### 证券分析师

刘恩阳 01066218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001  
香港证监会牌照：BSW684

### 联系人

裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

### 相关报告

自研代理双轮驱动，疫苗龙头成长进行 2022-11-09  
时：——智飞生物首次覆盖报告

**表 1：可比公司估值表（2023 年 1 月 20 日收盘价）**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
康泰生物	300601	37.47	0.19	1.43	1.93	192.45	26.29	19.43
康华生物	300841	91.66	5.58	8.87	11.46	16.43	10.33	8.00
欧林生物	688319	17.14	0.20	0.33	0.47	83.73	51.63	36.18
万泰生物	603392	135.80	5.27	6.85	8.07	25.78	19.81	16.83
沃森生物	300142	40.81	0.77	1.06	1.15	53.28	38.57	35.43
	最大值					192.45	51.63	36.18
	最小值					16.43	10.33	8.00
	平均数					74.33	29.33	23.17
	<b>调整后平均</b>					<b>54</b>	<b>28</b>	<b>24</b>

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有智飞生物(300122)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,437	4,308	5,799	11,565	18,282	营业收入	15,190	30,652	36,729	40,494	44,877
应收票据、账款及款项融资	6,624	12,868	15,609	17,289	19,024	营业成本	9,268	15,622	24,581	27,225	30,008
预付账款	56	186	155	188	223	营业税金及附加	71	135	171	185	204
存货	3,406	7,385	10,202	11,392	13,066	销售费用	1,198	1,835	2,018	2,220	2,442
其他	14	7	85	44	54	管理费用及研发费用	512	853	1,134	1,343	1,574
<b>流动资产合计</b>	<b>11,537</b>	<b>24,754</b>	<b>31,850</b>	<b>40,477</b>	<b>50,648</b>	财务费用	131	22	8	(4)	(77)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	131	283	416	102	110
固定资产	1,480	1,719	2,258	2,864	3,510	公允价值变动收益	(13)	14	1	1	1
在建工程	906	1,825	2,386	2,822	3,171	投资净收益	1	(20)	(1)	1	1
无形资产	271	343	500	647	783	其他	28	103	100	20	20
其他	1,021	1,407	1,054	1,086	1,080	<b>营业利润</b>	<b>3,895</b>	<b>12,000</b>	<b>8,500</b>	<b>9,446</b>	<b>10,638</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,678</b>	<b>5,294</b>	<b>6,199</b>	<b>7,419</b>	<b>8,543</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>15,215</b>	<b>30,047</b>	<b>38,048</b>	<b>47,896</b>	<b>59,191</b>	营业外支出	41	69	53	54	59
短期借款	2,874	569	1,942	1,795	1,435	<b>利润总额</b>	<b>3,854</b>	<b>11,931</b>	<b>8,448</b>	<b>9,392</b>	<b>10,579</b>
应付票据及应付账款	3,084	9,178	10,509	12,232	14,647	所得税	553	1,723	1,217	1,352	1,525
其他	858	2,124	1,150	1,382	1,566	<b>净利润</b>	<b>3,301</b>	<b>10,209</b>	<b>7,231</b>	<b>8,040</b>	<b>9,055</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,817</b>	<b>11,871</b>	<b>13,601</b>	<b>15,409</b>	<b>17,649</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	236	236	236	236	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,301</b>	<b>10,209</b>	<b>7,231</b>	<b>8,040</b>	<b>9,055</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.06	6.38	4.52	5.02	5.66
其他	150	283	283	283	283						
<b>非流动负债合计</b>	<b>150</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	<b>519</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,967</b>	<b>12,390</b>	<b>14,120</b>	<b>15,928</b>	<b>18,168</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	营业收入	43.5%	101.8%	19.8%	10.3%	10.8%
资本公积	208	208	208	208	208	营业利润	38.4%	208.1%	-29.2%	11.1%	12.6%
留存收益	6,441	15,849	22,120	30,160	39,215	归属于母公司净利润	39.5%	209.2%	-29.2%	11.2%	12.6%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,249</b>	<b>17,657</b>	<b>23,928</b>	<b>31,968</b>	<b>41,023</b>	毛利率	39.0%	49.0%	33.1%	32.8%	33.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,215</b>	<b>30,047</b>	<b>38,048</b>	<b>47,896</b>	<b>59,191</b>	净利率	21.7%	33.3%	19.7%	19.9%	20.2%
						ROE	47.2%	78.8%	34.8%	28.8%	24.8%
						ROIC	35.8%	69.5%	32.7%	26.9%	23.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	45.8%	41.2%	37.1%	33.3%	30.7%
净利润	3,301	10,209	7,231	8,040	9,055	净负债率	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	134	379	157	210	269	流动比率	1.69	2.09	2.34	2.63	2.87
财务费用	131	22	8	(4)	(77)	速动比率	1.19	1.46	1.58	1.88	2.12
投资损失	(1)	20	1	(1)	(1)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,827)	(3,500)	(5,669)	(1,008)	(963)	应收账款周转率	2.7	3.1	2.5	2.3	2.3
其它	1,759	1,378	654	101	109	存货周转率	3.1	2.9	2.8	2.5	2.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,497</b>	<b>8,508</b>	<b>2,382</b>	<b>7,338</b>	<b>8,392</b>	总资产周转率	1.2	1.4	1.1	0.9	0.8
资本支出	(553)	(1,486)	(1,403)	(1,387)	(1,387)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(11)	1	0	(1)	0	每股收益	2.06	6.38	4.52	5.02	5.66
其他	(333)	(534)	103	(40)	(4)	每股经营现金流	2.19	5.32	1.49	4.59	5.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(897)</b>	<b>(2,019)</b>	<b>(1,300)</b>	<b>(1,428)</b>	<b>(1,391)</b>	每股净资产	5.16	11.04	14.96	19.98	25.64
债权融资	(2)	232	4	(1)	(1)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	50.7	16.4	23.1	20.8	18.5
其他	(2,112)	(3,822)	405	(143)	(283)	市净率	20.3	9.5	7.0	5.2	4.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,114)</b>	<b>(3,590)</b>	<b>409</b>	<b>(144)</b>	<b>(284)</b>	EV/EBITDA	40.1	13.4	19.2	17.3	15.4
汇率变动影响	(5)	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	41.4	13.9	19.6	17.7	15.8
<b>现金净增加额</b>	<b>481</b>	<b>2,889</b>	<b>1,491</b>	<b>5,766</b>	<b>6,717</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。