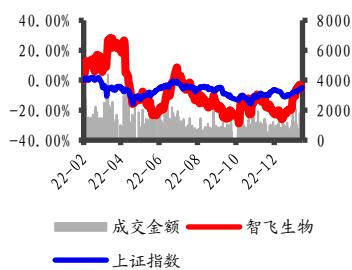


## 续约落地，多种代理单品放量在即

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：	2023-01-30
收盘价 (元)	99.30
近 12 个月最高/最低 (元)	143.48/75.57
总股本 (百万股)	1,600
流通股本 (百万股)	925
流通股比例 (%)	57.81
总市值 (亿元)	1589
流通市值 (亿元)	919

**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：陈珈蔚**

 执业证书号: S0010122030002  
 邮箱: chenjw@hazq.com

**相关报告**

- 1.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
- 2.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：**

2023年1月29日公司发布公告，与默沙东签署了供应、经销与共同推广协议，公司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1000亿元。

**● 点评：**
**合作良好稳定，锁定独家单品，代理业务高增长可期**

根据公告，公司与默沙东的续约效期为生效日至2026年12月31日，执行时间长。采购的年份分别为2023H2、2024、2025、2026，采购的协议产品包括HPV疫苗、五价轮状病毒疫苗、23价肺炎疫苗、灭活甲肝疫苗。

从过往基础采购价格来看，除2020年实际采购额与约定基础采购额相比下滑6.97%以外，2021、2022年实际采购额相比基础采购额同比分别增长42.69%和75.22%，未来2023H2~2026年公司与默沙东的产品实际采购额增长可期。

**HPV 疫苗（九价）：**2023H2/2024/2025/2026年基础采购金额分别为214.06/326.26/260.33/178.92亿元。

**五价轮状病毒疫苗：**2023H2/2024/2025/2026年基础采购金额分别为2.47/7.28/7.15/6.24亿元。

**23 价肺炎疫苗：**2023H2/2024/2025/2026年基础采购金额分别为0.77/0.77/1.02/1.02亿元。

**灭活甲肝疫苗：**2023H2/2024/2025/2026年基础采购金额分别为0.45/1.12/1.12/1.12亿元。

**● 投资建议：**

公司是疫苗代理及自研销售龙头，规模持续扩大，本次续约将在未来四年时间内为公司代理业务提供销售储备保障。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%/25.0%/16.5%；归母净利润分别为74/93/109亿元，同比增长-27.8%/25.9%/17.5%；PE分别为22X/17X/15X。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	7368	9276	10896

净利润同比 (%)	209.2%	-27.8%	25.9%	17.5%
毛利率 (%)	49.0%	35.8%	37.6%	37.2%
ROE (%)	57.8%	30.6%	27.8%	24.6%
每股收益 (元)	6.38	4.61	5.80	6.81
P/E	19.53	21.56	17.13	14.58
P/B	11.29	6.60	4.77	3.59
EV/EBITDA	15.78	17.59	12.65	10.95

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	28306	45602	54148	营业收入	30652	34291	42863	49935
现金	4308	1657	14046	17733	营业成本	15622	22020	26764	31379
应收账款	12868	17455	20448	23708	营业税金及附加	135	161	214	235
其他应收款	7	35	17	43	销售费用	1835	2469	3215	3945
预付账款	186	132	161	188	管理费用	300	514	643	749
存货	7385	9022	10920	12461	财务费用	22	-139	-21	-505
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	4868	4432	4011	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	1236	754	272	营业利润	12000	8657	11110	13088
无形资产	343	343	343	343	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	145	224
资产总计	30047	33174	50034	58160	利润总额	11931	8616	10965	12865
流动负债	11871	8589	16173	13402	所得税	1723	1248	1689	1968
短期借款	569	959	1369	1769	净利润	10209	7368	9276	10896
应付账款	9152	5446	12296	8505	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2150	2184	2507	3128	归属母公司净利润	10209	7368	9276	10896
非流动负债	519	519	519	519	EBITDA	12416	9005	11576	13071
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	283	283	283					
负债合计	12390	9108	16692	13921					
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	22258	31534	42430					
归属母公司股东权	17657	24066	33342	44238					
负债和股东权益	30047	33174	50034	58160					
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	-1957	12208	3623	成长能力				
净利润	10209	7368	9276	10896	营业收入	101.8%	11.9%	25.0%	16.5%
折旧摊销	389	487	487	487	营业利润	208.1%	-27.9%	28.3%	17.8%
财务费用	56	33	45	57	归属于母公司净利	209.2%	-27.8%	25.9%	17.5%
投资损失	20	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	-2464	-9887	2255	-8042	毛利率 (%)	49.0%	35.8%	37.6%	37.2%
其他经营现金流	12970	17296	7166	19162	净利率 (%)	33.3%	21.5%	21.6%	21.8%
投资活动现金流	-2019	-102	-196	-290	ROE (%)	57.8%	30.6%	27.8%	24.6%
资本支出	-1932	0	-104	-183	ROIC (%)	55.7%	28.8%	26.8%	23.0%
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%	27.5%	33.4%	23.9%
筹资活动现金流	-3590	-591	377	355	净负债比率 (%)	70.2%	37.8%	50.1%	31.5%
短期借款	-2305	390	410	400	流动比率	2.09	3.30	2.82	4.04
长期借款	236	0	0	0	速动比率	1.45	2.23	2.13	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	1.08	1.03	0.92
其他筹资现金流	-1521	-981	-33	-45	应收账款周转率	2.38	2.26	2.26	2.26
现金净增加额	2889	-2651	12389	3687	应付账款周转率	1.71	3.02	3.02	3.02
					每股指标 (元)				
					每股收益	6.38	4.61	5.80	6.81
					每股经营现金流	5.32	-1.22	7.63	2.26
					每股净资产	11.04	15.04	20.84	27.65
					估值比率				
					P/E	19.53	21.56	17.13	14.58
					P/B	11.29	6.60	4.77	3.59
					EV/EBITDA	15.78	17.59	12.65	10.95

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:** 陈珈蔚, 研究助理, 主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

## 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。