

2023年10月09日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

与 GSK 战略合作，代理带状疱疹疫苗，助力公司业绩长期增长

—智飞生物 (300122.SZ) 公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：胡博新 S1050522120002

✉ hubx@cfsc.com.cn

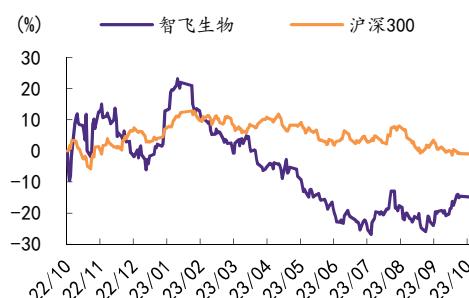
分析师：吴景欢 S1050523070004

✉ wujh2@cfsc.com.cn

基本数据 2023-10-09

当前股价 (元)	58.4
总市值 (亿元)	1402
总股本 (百万股)	2400
流通股本 (百万股)	1421
52周价格范围 (元)	41.82-106.52
日均成交额 (百万元)	785.61

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 1、《智飞生物 (300122)：代理产品持续放量，自研产品 23 价肺炎疫苗获批上市》2023-09-04

智飞生物股份发布公告：公司与葛兰素史克公司 (GSK) 于 2023 年 10 月 8 日签署了《独家经销与联合推广协议》。双方主要就 GSK 研发生产的欣安立适® (重组带状疱疹疫苗) 的供应、经销与联合推广达成合作。GSK 将指定智飞生物为中国大陆地区的独家进口商和经销商。约定最低年度采购金额在未来三年分别为 34.4 亿，68.8 亿和 103 亿元。该协议初始期三年，初始期结束后的协议延长存在可能性。

此外，协议还约定 GSK 将优先在合作区域内任何 RSV 老年人疫苗的联合开发和商业化方面成为智飞生物的独家合作伙伴。

投资要点

■ GSK 欣安立适为国内首个上市的带状疱疹疫苗，临床试验保护效力优秀

GSK 重组带状疱疹疫苗欣安立适®于 2019 年首次在中国获批上市，也是国内首款获批用于预防 50 岁及以上成人带状疱疹的疫苗。这款疫苗结合了重组抗原糖蛋白 E 和 AS01B 佐剂系统，临床效果优秀。2023 年 8 月，葛兰素史克公布的上市后 IV 期临床试验 (ZOSTER-076) 数据显示，欣安立适对中国大陆 50 岁及以上成人具有 100% 保护效力。

■ 国内带状疱疹疫苗接种率低，渗透率有巨大的增长空间。

带状疱疹由水痘-带状疱疹病毒 (VZV) 再激活而引起，是一种常发生于老龄人群、免疫功能低下和慢性病人群皮肤上的一种簇集型水疱病。据统计，中国 50 岁以上人群每年新发带状疱疹约 156 万人，带状疱疹后神经痛 (PHN) 是带状疱疹最常见的并发症，发病率占带状疱疹患者的 5%-30%，与患者的年龄相关。

中国带状疱疹疫苗的接种率仍处于很低水平。据数据显示，2021 年，50 岁及以上人口的带状疱疹接种率，中国仅有 0.1%，远低于欧盟以及美国，后者分别是 5.2%、26.8%。2022 年，GSK 的带状疱疹疫苗全年实现近 30 亿英镑 (+72%) 收入，是 GSK 销售额最高的单品，德国和中国市

场均实现翻倍增长。我们认为，随着人们对带状疱疹疫苗认知度的提升，其在中国的渗透率有巨大的增长空间。

■ 公司销售能力强劲，此次战略合作代理带状疱疹疫苗，助力公司业绩长期增长

公司已持续多年代理默沙东的四价 HPV 疫苗、九价 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗等，2022 年代理产品营收达 349.7 亿元，同比增长 67.09%。公司已成功打造行业内极具竞争力的市场营销团队，人数超过 3400 人，覆盖全国超过 3 万个基层卫生服务点。此次协议的签订，协议总金额合计达 206 亿元，新增代理品种带状疱疹疫苗有望为公司业绩增长贡献新力量；同时，标志着公司的市场推广能力和综合实力已获得全球范围内更多合作伙伴的认可，未来更多优质创新产品有望通过公司的营销网络实现从科技创新到社会效益、商业价值的转化。

■ 盈利预测

公司销售能力强劲，此次与 GSK 的合作，为公司业绩增长贡献新力量。考虑到公司新增带疱疫苗业务，我们调高 2024 年和 2025 年的盈利预测，预测公司 2023-2025 年收入分别为 485.91、639.95、756.43 亿元，归母净利润分别为 93.73 亿元、124.20 亿元、146.55 亿元，EPS 分别为 3.91、5.17、6.11 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0、11.3、9.6 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

产品销售不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；行业政策的风险；研发项目不及预期的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	38,264	48,591	63,995	75,643
增长率（%）	24.8%	27.0%	31.7%	18.2%
归母净利润（百万元）	7,539	9,373	12,420	14,655
增长率（%）	-26.2%	24.3%	32.5%	18.0%
摊薄每股收益（元）	4.71	3.91	5.17	6.11
ROE（%）	31.1%	29.0%	28.8%	26.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	38,264	48,591	63,995	75,643
现金及现金等价物	2,622	5,441	8,288	14,939	营业成本	25,395	33,807	44,469	52,667
应收款项	20,622	26,188	34,490	40,768	营业税金及附加	177	225	294	416
存货	8,020	10,748	14,137	16,765	销售费用	2,235	2,430	3,200	3,782
其他流动资产	149	189	248	294	管理费用	374	475	626	740
流动资产合计	31,413	42,565	57,164	72,765	财务费用	14	-71	-151	-337
非流动资产:					研发费用	854	972	1,280	1,513
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	3,477	3,805	4,954	5,697
固定资产	2,818	2,830	2,842	2,852	资产减值损失	-109	0	0	0
在建工程	1,836	2,136	2,436	2,736	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	353	335	317	301	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	8,758	10,880	14,403	16,987
其他非流动资产	1,584	1,584	1,584	1,584	加: 营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	6,590	6,885	7,179	7,472	减: 营业外支出	41	41	41	41
资产总计	38,004	49,450	64,342	80,237	利润总额	8,718	10,839	14,362	16,947
流动负债:					所得税费用	1,179	1,466	1,942	2,292
短期借款	1,785	1,785	1,785	1,785	净利润	7,539	9,373	12,420	14,655
应付账款、票据	9,807	13,142	17,287	20,500	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,638	1,638	1,638	1,638	归母净利润	7,539	9,373	12,420	14,655
流动负债合计	13,230	16,565	20,709	23,922					
非流动负债:									
长期借款	211	211	211	211					
其他非流动负债	327	327	327	327					
非流动负债合计	538	538	538	538					
负债合计	13,768	17,103	21,247	24,460					
所有者权益									
股本	1,600	2,400	2,400	2,400					
股东权益	24,236	32,348	43,095	55,777					
负债和所有者权益	38,004	49,450	64,342	80,237					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	7539	9373	12420	14655					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	305	206	205	205					
公允价值变动	0	0	0	0					
营运资金变动	-5855	-4998	-7607	-5737					
经营活动现金净流量	1989	4580	5019	9123					
投资活动现金净流量	-1498	-312	-311	-311					
筹资活动现金净流量	2327	-1262	-1672	-1973					
现金流量净额	2,818	3,006	3,035	6,840					
主要财务指标									
成长性									
营业收入增长率									
24.8%									
归母净利润增长率									
-26.2%									
盈利能力									
毛利率									
33.6%									
四项费用/营收									
9.1%									
净利润率									
19.7%									
ROE									
31.1%									
偿债能力									
资产负债率									
36.2%									
营运能力									
总资产周转率									
1.0									
应收账款周转率									
1.9									
存货周转率									
3.2									
每股数据(元/股)									
EPS									
4.71									
P/E									
12.4									
P/S									
2.4									
P/B									
3.9									

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7年的生物类科研实体经验，3年医药行业研究经验。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议		预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

投资建议		行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

请阅读最后一页重要免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。