

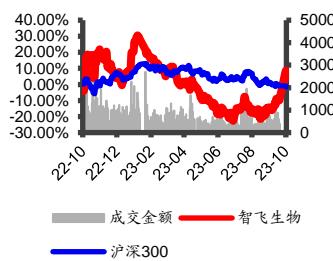
牵手 GSK，业务发展开启新征程

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-10

收盘价 (元)	56.20
近 12 个月最高/最低 (元)	109.07/41.56
总股本 (百万股)	2,400
流通股本 (百万股)	1,421
流通股比例 (%)	59.21
总市值 (亿元)	1349
流通市值 (亿元)	798

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

- 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
- 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10月9日公司发布公告，与GSK签署独家经销和联合推广协议，就GSK研发生产的重组带状疱疹疫苗的供应、经销与联合推广达成合作。

● 点评：

✓ 独家协议签订，公司业务发展打开新征程

根据公告内容，GSK将向智飞独家供应重组带状疱疹疫苗，并许可智飞在合作区域内（中华人民共和国，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区）营销、推广、进口并经销相关产品。协议约定，2024~2026年，智飞生物的带状疱疹疫苗最低采购金额分别为34.4/68.8/103.2亿元，2025年与2026年分别同比增长100%/50%；合计采购金额206.4亿元，公司发展打开新空间。GSK的重组带状疱疹疫苗2020年进入中国市场，2022年全球销售额超35亿美金，行业竞争格局良好，市场空间广阔。

✓ 新产品的合作为公司带来中长期增量

除重组带状疱疹疫苗的相关销售合作外，智飞和GSK还约定，GSK将优先在中国内地RSV老年人疫苗的联合开发和商业化方面成为智飞的独家合作伙伴。本次协议签订后，智飞的管线矩阵更加丰富，智飞与GSK未来更多合作的可能性值得期待。

● 投资建议：

公司是疫苗代理龙头，业绩表现良好增长稳定，与GSK合作重磅产品为中长期发展持续赋能，我们维持“买入”评级，预计2023~2025年公司实现营业收入444.11/501.69/559.66亿元人民币，同比增长16.1%/13.0%/11.6%；实现归母净利润92.31/108.19/126.68亿元人民币，同比增长22.4%/17.2%/17.1%。

● 风险提示

市场推广不及预期的风险；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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38264	44411	50169	55966
收入同比 (%)	24.8%	16.1%	13.0%	11.6%
归属母公司净利润	7539	9231	10819	12668
净利润同比 (%)	-26.2%	22.4%	17.2%	17.1%
毛利率 (%)	33.6%	35.3%	36.8%	38.5%
ROE (%)	31.1%	26.9%	24.0%	21.9%
每股收益 (元)	4.71	5.77	6.76	7.92

P/E	18.64	14.37	12.26	10.47
P/B	5.80	3.87	2.94	2.30
EV/EBITDA	15.37	10.74	8.54	6.85

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

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	31413	43217	57691	71343
现金	2622	10890	21487	31851
应收账款	20614	18657	25706	23783
其他应收款	8	45	15	52
预付账款	103	173	191	207
存货	8020	13402	10237	15390
其他流动资产	45	50	55	60
非流动资产	6590	5893	5186	4493
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2819	2064	1310	556
无形资产	353	353	353	353
其他非流动资产	3419	3476	3522	3584
资产总计	38004	49110	62876	75836
流动负债	13230	14306	17253	17545
短期借款	1785	2175	2585	2985
应付账款	9793	9267	11764	11035
其他流动负债	1652	2864	2904	3525
非流动负债	538	538	538	538
长期借款	211	211	211	211
其他非流动负债	327	327	327	327
负债合计	13768	14843	17790	18082
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1600	2400	2400	2400
资本公积	208	208	208	208
留存收益	22428	31659	42478	55146
归属母公司股东权	24236	34267	45086	57754
负债和股东权益	38004	49110	62876	75836

现金流量表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1989	7237	10453	10336
净利润	7539	9231	10819	12668
折旧摊销	331	759	759	759
财务费用	57	69	81	93
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-6410	-2862	-1351	-3409
其他经营现金流	14421	12134	12314	16301
投资活动现金流	-1498	-102	-196	-290
资本支出	-1452	0	-104	-183
长期投资	-46	-91	-81	-96
其他投资现金流	0	-11	-11	-11
筹资活动现金流	-2173	1133	341	318
短期借款	1216	390	410	400
长期借款	-26	0	0	0
普通股增加	0	800	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3363	-57	-69	-82
现金净增加额	-1664	8268	10597	10364

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	38264	44411	50169	55966
营业成本	25395	28751	31725	34393
营业税金及附加	177	209	251	280
销售费用	2235	3198	3763	4477
管理费用	374	666	753	951
财务费用	14	-36	-354	-766
资产减值损失	-109	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	8758	10835	12933	15181
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	41	41	145	224
利润总额	8718	10794	12788	14957
所得税	1179	1563	1969	2288
净利润	7539	9231	10819	12668
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	7539	9231	10819	12668
EBITDA	9103	11558	13337	15173
EPS (元)	4.71	5.77	6.76	7.92

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	24.8%	16.1%	13.0%	11.6%
营业利润	-27.0%	23.7%	19.4%	17.4%
归属于母公司净利润	-26.2%	22.4%	17.2%	17.1%
获利能力				
毛利率 (%)	33.6%	35.3%	36.8%	38.5%
净利率 (%)	19.7%	20.8%	21.6%	22.6%
ROE (%)	31.1%	26.9%	24.0%	21.9%
ROIC (%)	28.9%	25.2%	22.2%	20.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.2%	30.2%	28.3%	23.8%
净负债比率 (%)	56.8%	43.3%	39.5%	31.3%
流动比率	2.37	3.02	3.34	4.07
速动比率	1.76	2.07	2.74	3.17
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.02	0.90	0.81
应收账款周转率	2.29	2.26	2.26	2.26
应付账款周转率	2.68	3.02	3.02	3.02
每股指标 (元)				
每股收益	4.71	5.77	6.76	7.92
每股经营现金流	1.24	4.52	6.53	6.46
每股净资产	15.15	21.42	28.18	36.10
估值比率				
P/E	18.64	14.37	12.26	10.47
P/B	5.80	3.87	2.94	2.30
EV/EBITDA	15.37	10.74	8.54	6.85

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。