

**2023年10月10日**
**王睿哲**
**C0062@capital.com.tw**
**目标价(元)**
**68**

## 智飞生物(300122.SZ)

**Buy 买进**
**获 GSK 带状疱疹疫苗大陆地区独家代理权，未来将增厚业绩**

### 事件：

- 公司与 GSK 于 2023 年 10 月 8 日签署《独家经销和联合推广协议》，GSK 将向智飞生物独家供应重组带状疱疹疫苗，并许可智飞生物在合作区域内（系指中国境内，但不包括香港、澳门和台湾地区）营销、推广、进口并经销有关产品，协议期限 2023 年 10 月 8 日起至 2026 年 12 月 31 日止。
- GSK 将优先在合作区域内任何 RSV（呼吸道合胞病毒）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。

### 点评：

- 带状疱疹疫苗市场广阔：**带状疱疹一般伴有神经痛等并发症，但目前缺乏有效的治疗药物，老年人群是带状疱疹的易感人群。中国目前处于老龄人口快速增加阶段，预计中国 50 岁以上人群在 2023 年可达到 5.15 亿人，2030 年将进一步增至 5.74 亿人。另外，从渗透率来看，中国首款带状疱疹疫苗 GSK 的 Shingrix 已于 2019 年 5 月获批，但 2021 年 50 岁以上人群接种率仅为 0.1%，与美国 26.8% 的渗透率相比存在巨大的提升空间。总体而言，我们认为老龄人口增加及带状疱疹疫苗渗透率的提升将为带状疱疹疫苗带来广阔的市场空间，根据弗若斯特沙利文分析测算，2021 年中国带状疱疹疫苗市场规模为 6 亿元，预计 2025 年将增值 108 亿元（CAGR 103.8%），到 2030 年增至 281 亿元（5 年 CAGR 21.1%），累计渗透率也将分别达到 1.9% 和 12.6%。目前国内市场上仅有 GSK 重组带状疱疹疫苗 Shingrix（两剂花费约 3200 元）及百克生物在 2023 年 6 月新上市的减毒活疫苗感维（一剂花费约 1400 元），市场竞争格局良好。
- 供货充足，增厚业绩：**根据公告，GSK 双方约定 2024 年至 2026 年最低年度采购金额分别为 34.4、68.8、103.2 亿元，参考智飞生物母公司（营销推广主体）5 年平均毛利率 34.7% 及 29.1% 平均净利率来测算，我们预计 2024-2026 年带状疱疹疫苗预计将可为公司贡献营收约 52.7、105.4、158.1 亿元，贡献净利润约 15.3、30.6、46.0 亿元，将显着增厚业绩。
- RSV 疫苗战略合作，为未来业绩增长奠定基础：**公司公告显示，将尽快开展一项关于将 GSK 的 RSV（呼吸道合胞病毒）老年人疫苗引入合作区域的战略合作。根据美国 CDC 数据，美国 65 岁以上人群中，每年约 18 万人因 RSV 住院，约 1.4 万人死亡。而目前治疗药物较少，仅有 beyfortus 及帕丽珠单抗高价药物，疫苗预防将更具性价比。GSK 的 RSV 疫苗 Arexvy 已于 2023 年 5 月获得 FDA 批准（全球首款），用于预防 60 岁及以上的患者由 RSV 病毒引起的下呼吸道疾病。目前中国 RSV 病毒引起的急性下呼吸道感染发病率约为 31%，随着老龄人口的增长，潜在需求较大，公司此次战略合作积极推进引入该疫苗，预计将为未来业绩增长奠定良好的基础。
- 盈利预计及投资建议：**参考协议中采购金额的预期，我们上调 2024-2025 年的盈利预测。我们预计公司 2023-2025 年分别录得净利润 93.7 亿元、125.8 亿元、154.8 亿元，分别 YOY+24.2%、+34.3%、+23.1%（原预计公司 2023-2025 年分别录得净利润 93.7 亿元、112.5 亿元、129.7 亿元，分别 YOY+24.2%、+20.1%、+15.3%），EPS 分别为 3.9 元、5.2 元、6.5 元，对应 PE 分别为 14X、11X、9X。公司未来成长动力充足，目前估值偏低，我们继续给与“买进”评级。
- 风险提示：**新产品上市进度不及预期；新冠疫苗销售不及预期；代理疫苗销售不及预期

### 公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2023/10/10)	56.20		
深证成指(2023/10/10)	10050.04		
股价 12 个月高/低	72.19/41.56		
总发行股数(百万)	2400.00		
A 股数(百万)	1420.52		
A 市值(亿元)	798.33		
主要股东	蒋仁生(48.32%)		
每股净值(元)	11.54		
股价/账面净值	4.87		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	29.2	25.6	-1.8

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-08-29	43.2	买进

### 产品组合

代理产品-二类苗	91.4%
自主产品-二类苗	8.6%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.8%
一般法人	3.2%

### 股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10209	7539	9365	12577	15477
同比增减	%	209.23	-26.15	24.22	34.30	23.06
每股盈余 (EPS)	RMB 元	6.38	4.71	3.90	5.24	6.45
同比增减	%	209.23	-26.15	-17.19	34.30	23.06
市盈率(P/E)	X	8.81	11.93	14.40	10.72	8.71
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.50	0.78	1.73	2.13
股息率 (Yield)	%	1.07	0.89	1.39	3.08	3.79

**【投资评级说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评级 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

人民币百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	30652	38264	51027	70179	86890
经营成本	15622	25395	35583	48712	60559
营业税金及附加	135	177	240	337	417
销售费用	1835	2235	2673	3719	4605
管理费用	300	374	396	632	782
财务费用	22	14	27	42	52
资产减值损失			0	0	0
投资收益	-20		0	0	0
营业利润	12000	8758	10849	14842	18216
营业外收入	0	1	10	0	0
营业外支出	69	41	5	80	50
利润总额	11931	8718	10854	14762	18166
所得税	1723	1179	1489	2185	2689
少数股东损益			0	0	0
归母净利润	10209	7539	9365	12577	15477

**附二：合并资产负债表**

人民币百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	4308	2622	3199	3935	4800
应收账款	12868	20614	26798	48237	110944
存货	7385	8020	10026	14036	23159
流动资产合计	24754	31413	40837	51047	63808
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1719	2819	3269	3368	3469
在建工程	1825	1836	1744	1657	1574
非流动资产合计	5294	6590	6986	7545	8148
资产总计	30047	38004	47823	58591	71957
流动负债合计	11871	13230	14024	15426	16969
非流动负债合计	519	538	564	576	587
负债合计	12390	13768	14588	16002	17556
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	17657	24236	33235	42590	54401
负债及股东权益合计	30047	38004	47823	58591	71957

**附三：合并现金流量表**

(人民币百万元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动所得现金净额	8508	1989	7,492	8,804	12,382
投资活动所用现金净额	-2019	-1498	-4106	-4948	-8156
融资活动所得现金净额	-3590	-2173	-2809	-3120	-3360
现金及现金等价物净增加额	2889	-1664	577	736	866

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@待意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。