

买入

智飞生物（300122.SZ） 与 GSK 达成合作，独家代理重组带状疱疹疫苗

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 医药生物 · 生物制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	张佳博	021-60375487	zhangjiabo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523050001
证券分析师：	陈益凌	021-60933167	chenyiling@guosen.com.cn	执证编码：S0980519010002
证券分析师：	马千里	010-88005445	maqianli@guosen.com.cn	执证编码：S0980521070001

事项：

2023 年 10 月 9 日，智飞生物与葛兰素史克生物、葛兰素史克香港（以下合称：GSK）签署了《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，并许可智飞生物根据约定在合作区域内（系指中华人民共和国，就本协议而言，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、进口并经销有关产品。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。

国信医药观点：GSK 公司的重组带状疱疹疫苗 Shingrix 是全球重磅品种，2022 年全球销售额接近 30 亿英镑（同比+72%）；国内仅 Shingrix 和百克生物带状疱疹减毒活疫苗两款带状疱疹产品分别于 2019 年和 2023 年获批上市，目前处于商业化推广早期阶段，适龄人群整体渗透率处于低位。此次独家代理协议签署，进一步丰富智飞生物产品管线，同时有望发挥公司销售能力强、终端覆盖度高的优势。考虑到带状疱疹疫苗带来的业绩增量，我们对公司盈利预测进行调整，维持 2023 年净利润 94.96 亿元，调整 2024-2025 年净利润至 119.74/143.40 亿元（前值为 113.11/124.52 亿元），目前股价对应 PE 分别为 14/11/9x，维持“买入”评级。

评论：

◆ 带状疱疹疾病负担较重

带状疱疹是一种病毒感染，会引致疼痛的皮疹。带状疱疹由水痘-带状疱疹病毒(VZV)的重新激活引起，该病毒与引起水痘的病毒相同。症状包括该区的疼痛、瘙痒或刺痛，随后会发展为皮疹，其他症状可能包括发烧、头痛、发冷和胃部不适等。最常见的并发症是带状疱疹后神经痛(PHN)，约 9%至 34%的带状疱疹患者存在发生 PHN 的潜在风险，其他并发症可能导致涉及眼睛的严重并发症，在罕见情况下，还可能导致肺炎、听力问题、脑部炎症或死亡。

国内带状疱疹发病率老龄化加深不断增长，50 岁以上人群新发病人数由 2015 年的约 250 万增加至 2021 年的 390 万，复合年增长率 7.8%，预计 2025 年和 2030 年将分别增长至 490 万例和 600 万例。随着公众对带状疱疹认知度提升及相关疫苗产品加大市场投放力度，预计国内带状疱疹疫苗市场也将快速增长，根据弗若斯特沙利文数据，预计 2025 年和 2030 年分别增长至 115 亿元和 285 亿元。

◆ 带状疱疹疫苗是全球重磅品种

药物治疗手段效果有限，全球共四款预防性疫苗产品上市。常见的治疗手段包括抗病毒及止痛药物，治疗效果有限，仅能暂时缓解症状。目前全球有 4 款带状疱疹疫苗获批上市，默沙东公司的 Zostavax（2006）、SK 化工株式会社的 SkyZoster（2017）、葛兰素史克的 Shingrix（2017）和百克生物的带状疱疹减毒活疫苗（2023）。其中，SkyZoster 仅在韩国销售且其市场份额占全球带状疱疹市场约 1%，而百克生物的带状疱疹减毒活疫苗仅在中国销售。

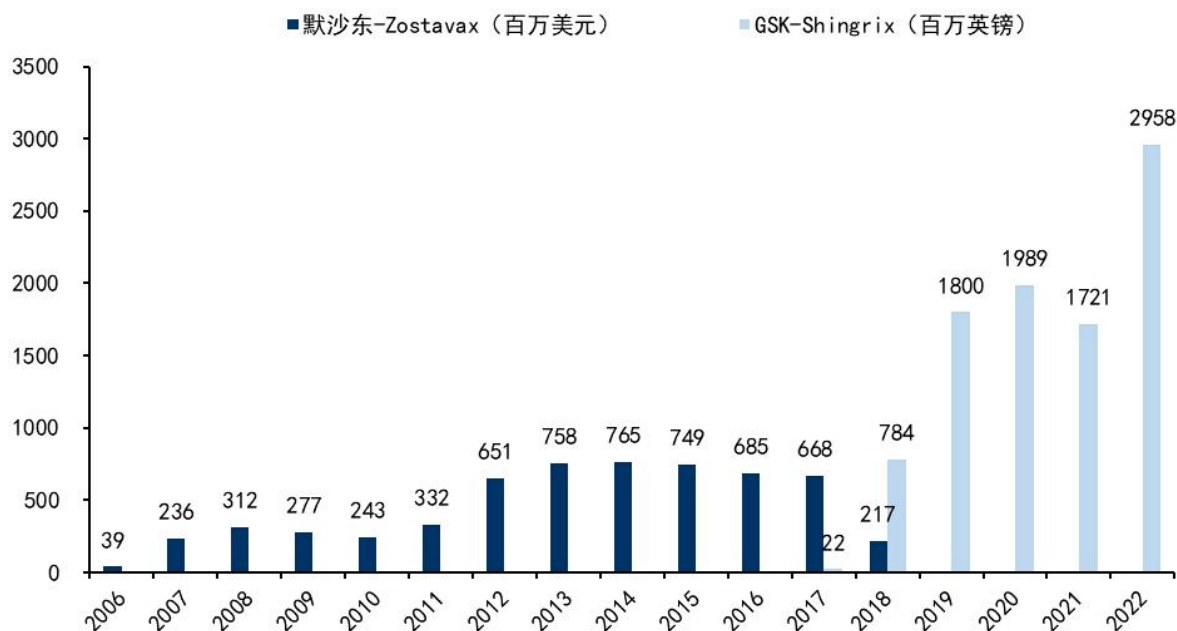
表1: 已上市带状疱疹预防性疫苗产品对比

公司	葛兰素史克	默沙东	百克生物
产品名	Shingrix (欣安立适)	Zostavax	感维
技术平台	重组蛋白疫苗	减毒活疫苗	减毒活疫苗
有效降低带状疱疹	50~59 岁: 96.6% 60~69 岁: 97.4% 70 岁以上: 91.3%	50~59 岁: 70% 60~69 岁: 64% 70~79 岁: 41% 70 岁以上: 18%	40~49 岁: 37.4% 50~59 岁: 62.7% 60~69 岁: 64.3% ≥70 岁: 18.6%
有效减轻带状疱疹后神经痛	50 岁以上: 91.2% 70 岁以上: 88.8%	60~69 岁: 65.7% 70 岁以上: 66.8%	≥45 岁: 62.8% ≥65 岁: 62.9%
上市日期	US: 2017.10.20 EU: 2018.03.28 CN: 2019.05.22	US: 2006.02.24 EU: 2006.05.19	CN: 2023.01.29
价格	美国: ~150 美元/剂 国内: 1600 元/剂	美国: ~135 美元/剂	国内: 1369 元/剂
免疫程序	2 剂 (间隔 2~6 个月)	1 剂	1 剂

资料来源: 绿竹生物招股说明书、国信证券经济研究所整理

Shingrix (欣安立适) 为重组带状疱疹疫苗并采用新型佐剂 AS01B (MPL+QS-21), 保护效力达到 90% 以上, 较带状疱疹减毒活疫苗大幅提升, 且各年龄层无显著差异 (减毒活疫苗保护效力随年龄增大而快速降低), 具有良好的保护持久性 (Zostavax 单剂接种 5 年内能提供 ~50% 保护效力, 5~8 年后逐步降低)。因此, Shingrix 上市后快速取代了上一代产品 Zostavax, 2022 年全球销售额接近 30 亿英镑, GSK 预计 2026 年 Shingrix 全球销售额将超过 40 亿英镑。

图1: 2006-2022 年 Zostavax 和 Shingrix 全球销售额 (单位: 百万美元、百万英镑)



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内带状疱疹疫苗竞争格局良好

国内目前仅有两款带状疱疹疫苗上市，其中 GSK 的重组带状疱疹疫苗 Shingrix（欣安立适）于 2019 年 5 月获批附条件上市，百克生物的带状疱疹减毒活疫苗于 2023 年 1 月获批。

目前国内企业布局减毒活疫苗研发进度较快，百克生物已获批上市，上海所完成 II 期临床；重组蛋白平台方面，绿竹生物即将启动 III 期临床、迈科康处于 II 期临床、上海怡道处于 I/II 期临床阶段，整体竞争格局良好。

表2: 国产带状疱疹疫苗管线进展

技术路线	疫苗名称	公司	研发进展	临床国家	IND 批准日期	符合资格受试者年龄
重组蛋白	LZ901	绿竹生物	即将进入III期	中国	2021/8/1	40 岁及以上
			I 期	美国	2022/7/1	50 岁及以上
	重组带状疱疹疫苗（CHO 细胞）怡道生物/中慧圆通		I / II 期	中国	2020/5/1	40 岁及以上
	重组带状疱疹疫苗（CHO 细胞）迈科康生物		II 期	中国	2022/1/1	30 岁及以上
	HN101	华诺泰生物	IND	中国	/	未披露
	重组带状疱疹疫苗	远大赛威信	IND	中国	/	未披露
			获批临床	澳大利亚	2023/8/1	未披露
	REC610	瑞科生物	IND	中国	/	40 岁及以上
			I 期	菲律宾	2022/12/1	
减毒活	带状疱疹减毒活疫苗	上海生物制品研究所	II 期	中国	2017/7/1	40 岁及以上
srRNA	JCXH-105	嘉晨西海	IND	中国	/	未披露
			I 期	美国	2022/12/1	50 岁及以上
腺病毒载体	重组带状疱疹疫苗(腺病毒载体)康希诺生物		获批临床	加拿大	2023/7/1	50 岁及以上

资料来源：绿竹生物招股说明书，ClinicalTrials，国信证券经济研究所整理

◆ 未来三年重组带状疱疹疫苗最低采购金额合计超 200 亿元

智飞生物与 GSK 协议期限为 2023 年 10 月 8 日至 2026 年 12 月 31 日，重组带状疱疹疫苗 2024~2026 年最低年度采购金额分别为 34.4/68.8/103.2 亿元，合计超 200 亿元。最低年度采购金额可根据实际情况协商调整，具体以双方书面确认的订单为准，协议若履约正常，将有望进一步拉动公司整体业绩快速增长。

表3: 协议约定的产品及每年度预计的基础采购金额

采购产品	采购年份/年	最低年度采购金额/亿元
重组带状疱疹疫苗	2024	34.40
	2025	68.80
	2026	103.20

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

风险提示：研发进度不及预期，产品推广及销售不及预期等风险。

投资建议：GSK 公司的重组带状疱疹疫苗 Shingrix 是全球重磅品种，2022 年全球销售额接近 30 亿英镑（同比+72%）；国内仅 Shingrix 和百克生物带状疱疹减毒活疫苗两款带状疱疹产品分别于 2019 年和 2023 年获批上市，目前处于商业化推广早期阶段，适龄人群整体渗透率处于低位。此次独家代理协议签署，进一步丰富智飞生物产品管线，同时有望发挥公司销售能力强、终端覆盖度高的优势。考虑到重组带状疱疹疫苗带来的业绩增量，我们对公司盈利预测进行调整，维持 2023 年净利润为 94.96 亿元，调整 2024-2025 年净利润至 119.74/143.40 亿元（前值为 113.11/124.52 亿元），目前股价对应 PE 分别为 14/11/9x，维持“买入”评级。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 231010	总市值	EPS				PE				ROE		PEG
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	
300142.SZ	沃森生物	24.90	400	7.29	10.82	12.49	14.81	89	37	32	27	8.0	1.9	
300601.SZ	康泰生物	29.54	330	-1.33	10.54	15.57	19.70	-	31	21	17	9.0	0.6	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：沃森生物盈利预测为 Wind 一致预测

相关研究报告：

《智飞生物（300122.SZ）-代理产品营收同比增长 41%，二季度业绩环比改善》——2023-08-31
 《智飞生物（300122.SZ）-2022 年报点评：代理品种高增速，关注结核产品矩阵商业化》——2023-03-24
 《智飞生物（300122.SZ）-与默沙东代理协议续签落地，基础采购金额预计超千亿》——2023-01-30
 《智飞生物（300122.SZ）-2022 中报点评：代理产品高增长，新冠疫苗需求减少拖累净利润》——2022-08-30
 《智飞生物（300122.SZ）-2021 年报及 2022 一季报点评：“自主+代理”双驱动，公司业绩快速增长》——2022-04-29

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	4308	2622	10951	16970	24675	营业收入	30652	38264	44126	56061	60977
应收款项	12874	20622	20528	26614	30059	营业成本	15622	25395	29010	37141	39041
存货净额	7385	8020	11153	14497	14147	营业税金及附加	135	177	202	254	279
其他流动资产	186	149	205	273	272	销售费用	1835	2235	2515	3139	3354
流动资产合计	24754	31413	42837	58354	69154	管理费用	300	374	433	547	593
固定资产	3544	4654	5328	6180	7006	研发费用	553	854	883	1065	1098
无形资产及其他	343	353	339	324	310	财务费用	22	14	62	35	10
投资性房地产	1407	1583	1583	1583	1583	投资收益	(20)	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	107	109	83	100	97
资产总计	30047	38004	50087	66441	78053	其他收入	(825)	(1419)	(883)	(1065)	(1098)
短期借款及交易性金融负债	569	1795	1974	2172	2389	营业利润	12000	8758	11105	13979	16699
应付款项	9178	9807	12606	17404	16725	营业外净收支	(69)	(40)	(50)	(53)	(48)
其他流动负债	2123	1628	2753	3596	3321	利润总额	11931	8718	11055	13926	16651
流动负债合计	11871	13230	17333	23172	22435	所得税费用	1723	1179	1559	1953	2312
长期借款及应付债券	236	211	211	211	211	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	283	327	395	476	541	归属于母公司净利润	10209	7539	9496	11974	14340
长期负债合计	519	538	605	687	752	现金流量表（百万元）					
负债合计	12390	13768	17939	23859	23187	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	10209	7539	9496	11974	14340
股东权益	17657	24236	32149	42582	54867	资产减值准备	152	247	386	154	152
负债和股东权益总计	30047	38004	50087	66441	78053	折旧摊销	372	305	442	582	681
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(107)	(109)	(83)	(100)	(97)
2021	2022	2023E	2024E	2025E		财务费用	22	14	62	35	10
每股收益	6.38	4.71	3.96	4.99	5.97	营运资本变动	(3088)	(8097)	1283	(3621)	(3833)
每股红利	0.54	0.63	0.66	0.64	0.86	其它	(152)	(247)	(386)	(154)	(152)
每股净资产	11.04	15.15	13.40	17.74	22.86	经营活动现金流	7386	(362)	11138	8836	11091
ROIC	74%	39%	39%	45%	45%	资本开支	0	(1731)	(1404)	(1474)	(1548)
ROE	58%	31%	30%	28%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	49%	34%	34%	34%	36%	投资活动现金流	0	(1731)	(1404)	(1474)	(1548)
EBIT Margin	40%	24%	25%	25%	27%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	25%	26%	26%	28%	负债净变化	236	(26)	0	0	0
收入增长	102%	25%	15%	27%	9%	支付股利、利息	(862)	(1015)	(1584)	(1540)	(2056)
净利润增长率	209%	-26%	26%	26%	20%	其它融资现金流	(3255)	2489	179	197	217
资产负债率	41%	36%	36%	36%	30%	融资活动现金流	(4515)	407	(1404)	(1343)	(1838)
息率	1.0%	1.1%	1.8%	1.7%	2.3%	现金净变动	2870	(1686)	8329	6019	7705
P/E	8.8	11.9	14.2	11.3	9.4	货币资金的期初余额	1437	4308	2622	10951	16970
P/B	5.1	3.7	4.2	3.2	2.5	货币资金的期末余额	4308	2622	10951	16970	24675
EV/EBITDA	8.1	10.9	13.3	11.0	9.1	企业自由现金流	0	(1543)	9842	7451	9606
						权益自由现金流	0	920	9968	7619	9815

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032