

智飞生物（300122）

独家代理 GSK 带状疱疹疫苗，打造全新业绩增长点

买入（维持）

2023 年 10 月 11 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

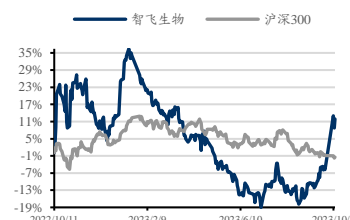
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	38,264	47,381	62,753	76,278
同比	25%	24%	32%	22%
归属母公司净利润（百万元）	7,539	9,856	13,165	15,699
同比	-26%	31%	34%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	3.14	4.11	5.49	6.54
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.40	14.08	10.54	8.84

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件：**2023 年 10 月 8 日，智飞生物与 GSK 签署《独家经销和联合推广协议》，将由智飞生物在中国大陆地区独家代理 GSK 带状疱疹疫苗。协议期限为 2023 年 10 月 8 日起至 2026 年 12 月 31 日。每年度预计的最低采购金额为 2024 年 34.4 亿元，2025 年 68.8 亿元，2026 年 103.2 亿元。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。
- **带状疱疹疫苗市场广阔，智飞生物估值有望恢复：**目前全球仅有三款带状疱疹疫苗上市，其中 GSK 带状疱疹疫苗是唯一一款重组亚单位疫苗，保护效率高达 97%，远超其他两款带状疱疹疫苗。2022 年 GSK 带状疱疹疫苗全球销售额已超 36 亿美元，是继 HPV 疫苗之后的重磅疫苗产品。GSK 带状疱疹疫苗针对 50 岁以上人群，对应中国 3.4 亿人口，随着人口老龄化加剧，适用人群将进一步增加。2021 年美国带状疱疹疫苗渗透率接近 30%，假设国内峰值渗透率能达到 10%，则对应 3400 万人，按照 60%的市占率，1600 元一针，打两针计算则对应总计 650 亿左右市场空间。智飞生物估值有望带来显著提升。
- **自主产品管线推进顺利，推动主营业务全面可持续发展：**结核产品矩阵微卡和宜卡协同放量，预计微卡 2023 年全年销售 100 万支左右。公司处于临床及申请注册阶段的项目 17 项，临床前项目 13 项，其中 23 价肺炎球菌多糖疫苗于 9 月 1 号获批上市，四价流感病毒裂解疫苗报产获受理，有望明年下半年获批上市，二倍体狂犬苗已完成临床试验，预计明年上半年报产获受理。公司自主产品管线逐步兑现，有望打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持预测 2023 年归母净利润为 98.56 亿元，随着 2024 年带状疱疹疫苗开始贡献显著收入，我们将 2024-2025 年归母净利润从 124.50 和 143.34 亿元分别上调至 131.65 和 156.99 亿元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 14/11/9 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进展不及预期；销售不及预期；竞争格局加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.80
一年最低/最高价	41.56/109.07
市净率(倍)	5.01
流通 A 股市值(百万元)	82,105.96
总市值(百万元)	138,720.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.54
资产负债率(%，LF)	42.13
总股本(百万股)	2,400.00
流通 A 股(百万股)	1,420.52

相关研究

《智飞生物(300122)：2023 年半年报点评：HPV 疫苗批签发持续高增长，自主研发管线顺利推进》

2023-09-01

《智飞生物(300122)：2022 年年报点评：代理与自主产品双轮驱动，业绩符合我们预期》

2023-03-22

智飞生物三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	31,413	43,908	61,112	79,800	营业总收入	38,264	47,381	62,753	76,278
货币资金及交易性金融资产	2,622	9,661	16,168	28,074	营业成本(含金融类)	25,395	31,366	41,417	50,191
经营性应收款项	20,717	23,048	29,797	34,410	税金及附加	177	217	285	349
存货	8,020	11,148	15,083	17,262	销售费用	2,235	2,748	3,765	4,958
合同资产	0	0	0	0	管理费用	374	530	643	794
其他流动资产	54	52	65	54	研发费用	854	1,137	1,632	2,212
非流动资产	6,590	7,452	7,858	8,360	财务费用	14	23	(140)	(280)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	75	113	161	176
固定资产及使用权资产	2,858	3,874	4,425	5,054	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1,836	1,661	1,504	1,363	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	353	363	373	383	减值损失	(530)	0	0	0
商誉	19	26	28	31	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	营业利润	8,758	11,474	15,312	18,230
其他非流动资产	1,496	1,500	1,500	1,502	营业外净收支	(40)	0	0	0
资产总计	38,004	51,360	68,971	88,160	利润总额	8,718	11,474	15,312	18,230
流动负债	13,230	17,531	21,976	25,466	减:所得税	1,179	1,618	2,147	2,531
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,795	1,250	706	748	净利润	7,539	9,856	13,165	15,699
经营性应付款项	9,816	13,717	17,841	20,927	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	7,539	9,856	13,165	15,699
其他流动负债	1,619	2,563	3,429	3,791	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.14	4.11	5.49	6.54
非流动负债	538	538	538	538	EBIT	8,772	11,496	15,172	17,950
长期借款	211	211	211	211	EBITDA	9,103	11,986	15,895	18,762
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.63	33.80	34.00	34.20
租赁负债	28	28	28	28	归母净利率(%)	19.70	20.80	20.98	20.58
其他非流动负债	299	299	299	299	收入增长率(%)	24.83	23.83	32.44	21.55
负债合计	13,768	18,068	22,513	26,003	归母净利润增长率(%)	(26.15)	30.73	33.58	19.25
归属母公司股东权益	24,236	33,292	46,457	62,157					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	24,236	33,292	46,457	62,157					
负债和股东权益	38,004	51,360	68,971	88,160					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,989	9,809	8,234	13,220	每股净资产(元)	15.15	13.87	19.36	25.90
投资活动现金流	(1,498)	(1,351)	(1,129)	(1,313)	最新发行在外股份(百万股)	2,400	2,400	2,400	2,400
筹资活动现金流	(2,173)	(1,420)	(598)	(1)	ROIC(%)	33.91	32.35	31.75	27.97
现金净增加额	(1,664)	7,039	6,507	11,906	ROE-摊薄(%)	31.11	29.60	28.34	25.26
折旧和摊销	331	489	723	812	资产负债率(%)	36.23	35.18	32.64	29.50
资本开支	(1,452)	(1,342)	(1,123)	(1,306)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.40	14.08	10.54	8.84
营运资本变动	(6,410)	(611)	(5,707)	(3,334)	P/B(现价)	3.82	4.17	2.99	2.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>