

2023 年 10 月 27 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

68

**公司基本资讯**

產業別	医药生物
A 股价(2023/10/26)	56.53
深证成指(2023/10/26)	9566.10
股價 12 個月高/低	72.19/41.56
總發行股數(百萬)	2400.00
A 股數(百萬)	1420.52
A 市值(億元)	803.02
主要股東	蒋仁生(48.32%)
每股淨值(元)	12.49
股價/賬面淨值	4.53
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	17.9 21.0 -11.6

**近期评等**

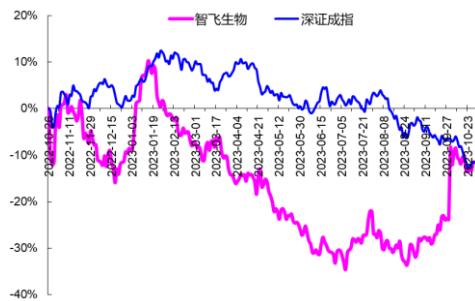
出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-10	56.2	买进

**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**

**智飞生物(300122.SZ)**
**Buy 买进**
**HPV 疫苗助推 Q3 营收端高增**
**结论及建议:**

- **公司业绩:** 公司 23Q1-Q3 实现营业收入 392.7 亿元, 同比增长 41.2%; 录得归母净利润 65.3 亿元, 同比增长 16.5%; 录得扣非归母净利润 63.8 亿元, 同比增长 14.1%。其中 Q3 单季实现营收 148.3 亿元, YOY+56.6%, 录得归母净利润 22.3 亿元, YOY+20.9%, 扣非后 YOY+15.3%。公司 Q3 营收端略好于预期, 净利端表现低于预期, 主要是销售结构导致的毛利率同比下降。
- **9 价 HPV 疫苗放量, 推升营收端增速:** 2023Q3 九价 HPV 疫苗批签发 32 批, 同比增长 2 倍, 估计在销售端也实现了相当的增长, 助推公司 Q3 单季度营收同比增长 57%。其他代理品种来看, Q3 四价 HPV 批签发 6 批, 同比下降 70%, 五价轮状病毒疫苗 Q3 无批签发。
- **代理高增致使毛利率下降, 管理费用有优化:** 估计由于毛利率相对偏低的代理业务收入占比增加, 公司 Q3 单季度综合毛利率同比下降 6.5 个百分点至 26.2%, 环比来看也下降了 2.7 个百分点。但公司费用端管控也有增强, Q3 管理费用总额同比下降 13%, 管理费用率下降 0.5 个百分点至 0.6%。此外, Q3 销售费用率同比下降 1 个百分点至 4.5%。研发费用率同比下降 0.9 个百分点至 1.4%, 均受益于营收规模的扩大。财务费用率增加 0.1 个百分点至 0.1%。整体来看, Q3 单季度期间费用率为 6.6%, 同比下降 2.3 个百分点。
- **与 GSK 签订协议代理带状疱疹疫苗, 塑造新的增长点:** 公司拥有行业领先的市场团队, 人数超过 3400 人, 营销网络覆盖全国 31 个省、2600 多个县区、超过 3 万个基层卫生服务网点, 优质产品通过智飞的网络营销迅速实现价值放大, HPV 疫苗及五价轮状病毒疫苗的高增即是公司与默沙东合作的结果。今年 10 月 8 日公司再与 GSK 达成合作, 代理推广其带状疱疹疫苗在中国大陆的销售。根据公告, 公司与 GSK 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% 的平均净利率来测算, 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, 将显著增厚业绩。
- **盈利预计及投资建议:** 考虑到 Q3 营收结构变化对毛利率的影响, 我们相应下调盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年分别录得净利润 89.4 亿元、122.7 亿元、153.7 亿元, 分别 YOY+18.6%、+37.2%、+25.3% (原预计公司 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%), EPS 分别为 3.7 元、5.1 元、6.4 元, 对应 PE 分别为 15X、11X、9X。短期虽有销售结构变化影响, 但我们看好未来代理新品的上量, 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

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10209	7539	8940	12268	15374
同比增减	%	209.23	-26.15	18.59	37.22	25.32
每股盈余 (EPS)	RMB 元	6.38	4.71	3.73	5.11	6.41
同比增减	%	209.23	-26.15	-20.94	37.22	25.32
市盈率(P/E)	X	8.86	12.00	15.18	11.06	8.82
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.50	0.75	1.69	2.11
股息率 (Yield)	%	1.06	0.88	1.32	2.98	3.74

**【投资评级说明】**

评级	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 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	51083	71467	88595
经营成本	15622	25395	35904	49900	61693
营业税金及附加	135	177	232	343	425
销售费用	1835	2235	2672	4288	5316
管理费用	300	374	380	572	797
财务费用	22	14	38	43	53
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	-20		0	0	0
营业利润	12000	8758	10448	14479	18095
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	69	41	27	80	50
利润总额	11931	8718	10421	14399	18045
所得税	1723	1179	1481	2131	2671
少数股东损益			0	0	0
归母净利润	10209	7539	8940	12268	15374

**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	7,152	8,588	12,299
投资活动所用现金净额	-2019	-1498	-3893	-4732	-8074
融资活动所得现金净额	-3590	-2173	-2682	-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)有限公司相信可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审。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@持意见或立场，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@。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。