

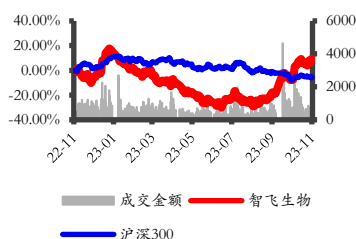
行稳致远，疫苗龙头开启新征程

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-26

收盘价（元）	66.12
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）	1587
流通市值（亿元）	939

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

- 1.【华安医药】公司点评智飞生物 (300122.SH) 牵手 GSK, 业务发展开启新征程
- 2.【华安医药】智飞生物 (300122.SH) 首次覆盖：代理起家锤炼营销能力，自研产品打造第二生长曲线

主要观点：

● 事件一：

2023 年 10 月 26 日，公司发布 2023 年三季度报告，前三季度公司实现营业收入 392.72 亿元（+41.2%，同比，下同），实现归母净利润 65.30 亿元（+16.5%），实现扣非归母净利润 63.80 亿元（+14.1%）。单 Q3 公司实现营业收入 148.26 亿元（+56.6%），实现归母净利润 22.70 亿元（+20.9%），实现扣非归母净利润 21.69 亿元（+15.3%）。

● 事件二：

2023 年 11 月 23 日，公司发布公告，拟以现金形式收购智睿投资、张高峡持有的宸安生物 100% 股权达成初步意向并签署《股权收购意向性协议》。

● 点评：

✓ 单 Q3 九价 HPV 疫苗快速放量，看好全年业绩高增

公司单三季度营收同比增长较快，主要系 HPV 疫苗快速放量所致，2022 年 8 月公司 9 价 HPV 疫苗获批接种人群扩大至 9-45 岁女性，获得消费者积极反馈，2023 年 Q1-3 公司四价 HPV 疫苗和九价 HPV 分别批签发 32 批（-36.0%）和 106 批（+103.8%），单三季度分别为 6 批（-78.6%）和 41 批（+241.7%），9 价 HPV 疫苗增长势头强劲，驱动公司业绩提升。未来我国 HPV 疫苗接种仍有巨大推广空间，适龄（9-45 岁）女性人口数约 3.1 亿人，看好 HPV 疫苗未来持续贡献公司业绩。

✓ 盈利能力略有下降，费用率进一步改善

由于收入结构中毛利率相对较低的代理业务占比上升，公司前三季度毛利率为 28.3%（-4.9pct），净利率为 16.6%（-3.5pct），盈利能力略有下滑。2023Q1-3 公司销售费用率为 4.7%（-0.6pct），管理费用率为 0.7%（-0.3pct），财务费用率为 0.1%（+0.06pct），研发费用率为 1.7%（-0.5pct），费用率稳中有降，主要受益于营收规模的扩大。

✓ 业务拓展至生物制药领域，疫苗龙头开启新征程

宸安生物目前拥有 6 款已进入临床阶段的候选药物，其中重组利拉鲁肽注射液、德谷胰岛素注射液已完成临床 III 期，位于申报上市阶段；重组司美格鲁肽注射液已位于临床 III 期阶段，研发进度处于国内前列。此外，宸安生物布局的 GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂、口服司美格鲁肽片等在研管线位于临床前阶段。

本次收购宸安生物，标志着公司进入治疗性生物制药领域，业务版图延伸覆盖至糖尿病、肥胖等代谢类疾病领域。未来，公司有望持续深

化公司在生物制药方面的自研技术和产品布局，并通过体外投资平台以股权投资模式孵化和培育有前景的预防、治疗用生物技术和创新产品，打造领先的民族生物制药企业，战略平台价值持续提高。

✓ **投资建议：维持“买入”评级**

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，收购宸安生物为公司业务扮酷扩张打开新思路，维持“买入”评级，预计 2023~2025 年将实现营业收入

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	3.85	4.51	5.28
P/E	18.64	17.19	14.67	12.53
P/B	5.80	4.63	3.52	2.75
EV/EBITDA	15.37	13.00	10.50	8.57

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	31413	43217	57691	71343	营业收入	38264	44411	50169	55966
现金	2622	10890	21487	31851	营业成本	25395	28751	31725	34393
应收账款	20614	18657	25706	23783	营业税金及附加	177	209	251	280
其他应收款	8	45	15	52	销售费用	2235	3198	3763	4477
预付账款	103	173	191	207	管理费用	374	666	753	951
存货	8020	13402	10237	15390	财务费用	14	-36	-354	-766
其他流动资产	45	50	55	60	资产减值损失	-109	0	0	0
非流动资产	6590	5893	5186	4493	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2819	2064	1310	556	营业利润	8758	10835	12933	15181
无形资产	353	353	353	353	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	3419	3476	3522	3584	营业外支出	41	41	145	224
资产总计	38004	49110	62876	75836	利润总额	8718	10794	12788	14957
流动负债	13230	14306	17253	17545	所得税	1179	1563	1969	2288
短期借款	1785	2175	2585	2985	净利润	7539	9231	10819	12668
应付账款	9793	9267	11764	11035	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1652	2864	2904	3525	归属母公司净利润	7539	9231	10819	12668
非流动负债	538	538	538	538	EBITDA	9103	11558	13337	15173
长期借款	211	211	211	211	EPS (元)	4.71	3.85	4.51	5.28
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					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1989	7237	10453	10336	成长能力				
净利润	7539	9231	10819	12668	营业收入	24.8%	16.1%	13.0%	11.6%
折旧摊销	331	759	759	759	营业利润	-27.0%	23.7%	19.4%	17.4%
财务费用	57	69	81	93	归属于母公司净利	-26.2%	22.4%	17.2%	17.1%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-6410	-2862	-1351	-3409	毛利率 (%)	33.6%	35.3%	36.8%	38.5%
其他经营现金流	14421	12134	12314	16301	净利率 (%)	19.7%	20.8%	21.6%	22.6%
投资活动现金流	-1498	-102	-196	-290	ROE (%)	31.1%	26.9%	24.0%	21.9%
资本支出	-1452	0	-104	-183	ROIC (%)	28.9%	25.2%	22.2%	20.0%
长期投资	-46	-91	-81	-96	偿债能力				
其他投资现金流	0	-11	-11	-11	资产负债率 (%)	36.2%	30.2%	28.3%	23.8%
筹资活动现金流	-2173	1133	341	318	净负债比率 (%)	56.8%	43.3%	39.5%	31.3%
短期借款	1216	390	410	400	流动比率	2.37	3.02	3.34	4.07
长期借款	-26	0	0	0	速动比率	1.76	2.07	2.74	3.17
普通股增加	0	800	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.12	1.02	0.90	0.81
其他筹资现金流	-3363	-57	-69	-82	应收账款周转率	2.29	2.26	2.26	2.26
现金净增加额	-1664	8268	10597	10364	应付账款周转率	2.68	3.02	3.02	3.02

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益	4.71	3.85	4.51	5.28	P/E	18.64	17.19	14.67	12.53
每股经营现金流	0.83	3.02	4.36	4.31	P/B	5.80	4.63	3.52	2.75
每股净资产	15.15	14.28	18.79	24.06	EV/EBITDA	15.37	13.00	10.50	8.57

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，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，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

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。如未经本公司授权，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。