



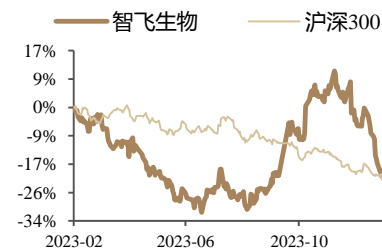
买入（维持）

所属行业：医药生物/生物制品
当前价格(元)：51.40

证券分析师

陈铁林
资格编号：S0120521080001
邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.11	-13.70	-19.31
相对涨幅(%)	2.90	-14.40	-13.62

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《智飞生物(300122.SZ)：收入超预期，平台价值有望持续重估》，2023.10.29
- 《智飞生物(300122.SZ)：与GSK合作，打开长期成长空间》，2023.10.9
- 《智飞生物(300122.SZ)：业绩符合预期，看好自主板块持续催化》，2023.8.31
- 《智飞生物(300122.SZ)：业绩符合预期，看好23年EC微卡放量+自主板块催化》，2023.4.21
- 《智飞生物(300122.SZ)：业绩符合预期，23年自主板块迎来多个催化剂》，2023.3.21

智飞生物(300122.SZ)：明确“质量回报双提升”，看好公司价值回归

投资要点

- 事件：**公司发布“质量回报双提升”行动方案，对历史分红、研发投入和研发创新等方面等多方面措施做出说明，彰显公司对长期发展信心。
- 平台价值凸显，与GSK合作打开疫苗板块第二成长曲线。**2023年10月，公司与GSK签署协议，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。GSK目前在研管线中，有B群脑膜炎疫苗（三期）、ABCWY五价脑膜炎结合疫苗（三期）、疟疾疫苗（二期）、新型水痘疫苗（二期）、志贺菌疫苗（二期）、24价肺炎疫苗（二期）、麻腮风-水痘疫苗（二期）等，GSK疫苗管线丰富。同时，23年GSK带状疱疹疫苗和RSV疫苗全球销售额分别为34.5亿英镑和12.4亿英镑，默沙东和GSK与智飞生物的深度合作，再次验证了智飞生物强大的销售能力，奠定了公司在中国疫苗产业的地位，未来更多合作的可能性值得期待，我们看好公司在疫苗领域的市场前景。
- 开启股权投资体外孵化模式，从疫苗向生物制药领域进军，打开长期天花板。**2023年11月，公司拟收购宸安生物100%股权，收购完成后公司业务将扩张至糖尿病、肥胖等代谢类疾病领域，公司贯彻“自主研发为主，合作研发为辅，投资孵化为补”创新研发策略，通过体外投资平台以股权投资的模式孵化和培育有发展前景的预防、治疗用生物技术和创新产品，向“世界一流的民族生物制药企业”目标迈进，我们看好公司在疫苗以外的布局和成长天花板。
- 盈利预测及投资建议。**公司是国产疫苗销售龙头，HPV疫苗目前处于高速增长状态，且考虑到2024年后带状疱疹疫苗有望逐步贡献收入和利润，我们预计23-25年公司业绩分别为85/110/131亿元，对应PE分别为14/11/9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；研发或报产不及预期的风险；产品销售不及预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	2,400.00	营业收入(百万元)	30,652	38,264	49,972	61,094	74,506
流通 A 股(百万股):	1,420.52	(+/-)YOY(%)	101.8%	24.8%	30.6%	22.3%	22.0%
52 周内股价区间(元):	41.82-67.98	净利润(百万元)	10,209	7,539	8,536	11,017	13,099
总市值(百万元):	123,360.00	(+/-)YOY(%)	209.2%	-26.2%	13.2%	29.1%	18.9%
总资产(百万元):	49,272.17	全面摊薄 EPS(元)	6.38	4.71	3.56	4.59	5.46
每股净资产(元):	12.49	毛利率(%)	49.0%	33.6%	32.7%	33.0%	34.6%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	57.8%	31.1%	26.0%	25.2%	23.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	4.71	3.56	4.59	5.46
每股净资产	15.15	13.66	18.25	23.70
每股经营现金流	1.24	3.07	4.20	3.98
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
价值评估(倍)				
P/E	18.64	14.45	11.20	9.42
P/B	5.80	3.76	2.82	2.17
P/S	2.15	1.65	1.35	1.10
EV/EBITDA	15.37	11.15	8.08	6.40
股息率%	0.7%	1.2%	1.2%	1.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	33.6%	32.7%	33.0%	34.6%
净利润率	19.7%	17.1%	18.0%	17.6%
净资产收益率	31.1%	26.0%	25.2%	23.0%
资产回报率	19.8%	15.9%	15.5%	14.6%
投资回报率	28.9%	23.7%	22.6%	20.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.8%	30.6%	22.3%	22.0%
EBIT 增长率	-27.1%	13.1%	27.1%	17.2%
净利润增长率	-26.2%	13.2%	29.1%	18.9%
偿债能力指标				
资产负债率	36.2%	39.1%	38.3%	36.8%
流动比率	2.4	2.3	2.4	2.5
速动比率	1.8	1.7	1.9	2.0
现金比率	0.2	0.5	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	196.6	175.9	179.0	180.9
存货周转天数	115.3	135.0	120.0	123.4
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
固定资产周转率	13.6	12.5	12.6	13.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,539	8,536	11,017	13,099
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	861	683	914	1,033
非经营收益	-2	175	237	281
营运资金变动	-6,410	-2,035	-2,088	-4,855
经营活动现金流	1,989	7,360	10,080	9,558
资产	-1,452	-1,222	-1,461	-1,406
投资	-46	-48	-68	-98
其他	0	15	17	22
投资活动现金流	-1,498	-1,255	-1,512	-1,482
债权募资	-1,165	1,215	1,000	500
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,007	-125	-174	-208
融资活动现金流	-2,173	1,091	826	292
现金净流量	-1,664	7,195	9,394	8,368

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 2 月 8 日

资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	38,264	49,972	61,094	74,506
营业成本	25,395	33,622	40,930	48,728
毛利率%	33.6%	32.7%	33.0%	34.6%
营业税金及附加	177	230	278	342
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	2,235	3,648	3,910	5,215
营业费用率%	5.8%	7.3%	6.4%	7.0%
管理费用	374	999	1,222	2,086
管理费用率%	1.0%	2.0%	2.0%	2.8%
研发费用	854	1,549	2,138	3,353
研发费用率%	2.2%	3.1%	3.5%	4.5%
EBIT	8,772	9,923	12,616	14,781
财务费用	14	-45	-212	-444
财务费用率%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-109	-50	-40	-30
投资收益	0	-10	-13	-13
营业利润	8,758	9,977	12,863	15,291
营业外收支	-40	-40	-50	-60
利润总额	8,718	9,938	12,814	15,232
EBITDA	9,103	10,476	13,409	15,702
所得税	1,179	1,401	1,797	2,132
有效所得税率%	13.5%	14.1%	14.0%	14.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	7,539	8,536	11,017	13,099

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,622	9,817	19,211	27,579
应收账款及应收票据	20,614	24,005	29,887	36,851
存货	8,020	12,386	13,417	16,448
其它流动资产	157	398	603	794
流动资产合计	31,413	46,606	63,118	81,672
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,819	3,985	4,838	5,509
在建工程	1,836	1,268	1,002	739
无形资产	353	390	430	459
非流动资产合计	6,590	7,237	7,877	8,328
资产总计	38,004	53,843	70,994	90,000
短期借款	1,785	3,000	4,000	4,500
应付票据及应付账款	9,807	14,643	19,132	24,111
预收账款	9	0	0	0
其它流动负债	1,629	2,890	3,535	3,962
流动负债合计	13,230	20,533	26,667	32,573
长期借款	211	211	211	211
其它长期负债	327	327	327	327
非流动负债合计	538	538	538	538
负债总计	13,768	21,071	27,204	33,111
实收资本	1,600	1,600	1,600	1,600
普通股股东权益	24,236	32,773	43,790	56,889
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	38,004	53,843	70,994	90,000

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。