

智飞生物(300122.SZ)

HPV疫苗进一步放量，带疱疫苗即将贡献新增量

推荐 (维持)

股价:34.83元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.zhifeishengwu.com
大股东/持股	蒋仁生/48.32%
实际控制人	蒋仁生
总股本(百万股)	2,394
流通A股(百万股)	1,414
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	834
流通A股市值(亿元)	493
每股净资产(元)	13.65
资产负债率(%)	39.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn

倪亦道 投资咨询资格编号
S1060518070001
021-38640502
NIYIDAO242@pingan.com.cn



事项:

(1) 公司发布2023年年报, 全年实现营收529.18亿元(+38.30%), 实现归母净利润80.70亿元(+7.04%), 扣非后归母净利润为79.15亿元(+5.40%)。分红预案: 每10股派现8.00元(含税)。

(2) 公司发布2024年一季报, Q1实现营收113.96亿元(+2.00%), 实现归母净利润14.58亿元(-28.26%), 扣非后归母净利润为14.55亿元(-28.36%)。

平安观点:

■ HPV疫苗放量驱动23年增长

23年公司自主产品实现营收10.28亿元(-68.70%), 板块毛利率为89.38%(+2.90pct), 变化主要系由于上年同期新冠疫苗仍有较多销售。公司代理产品实现营收518.85亿元(+48.35%), 板块毛利率为25.68%(-2.98pct), HPV疫苗的进一步放量是代理疫苗迅速增长的核心驱动力。

从批签发情况看, 23年4价HPV疫苗批签发1034万支(-26.27%), 9价HPV疫苗批签发3655万支(+136.16%), 9价产品销售占比提升也印证了代理产品毛利率的下降。RV疫苗全年批签发717万支(-18.72%), 估计23年销售与上年基本持平。

■ 24Q1销售基本持平, Q2后带疱疫苗逐步上量

24Q1公司实现营收113.96亿元(+2.00%), 毛利率为26.05%(YoY-4.25pct, QoQ+3.03pct), 估计9价HPV疫苗占销售比例保持在较高水准。费用率方面, Q1销售、管理和研发费用率分别为4.34%(+0.35pct)、0.97%(+0.26pct)和2.05%(+0.14pct), 均有小幅上升。另外, 因存货计提减值24Q1公司信用减值损失3.41亿元, 多于上年

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	38,264	52,918	60,606	70,633	76,505
YOY(%)	24.8	38.3	14.5	16.5	8.3
净利润(百万元)	7,539	8,070	9,616	11,650	13,357
YOY(%)	-26.2	7.0	19.2	21.2	14.7
毛利率(%)	33.6	26.9	28.0	28.6	29.8
净利率(%)	19.7	15.2	15.9	16.5	17.5
ROE(%)	31.1	25.6	23.4	22.1	20.2
EPS(摊薄/元)	3.15	3.37	4.02	4.87	5.58
P/E(倍)	11.1	10.3	8.7	7.2	6.2
P/B(倍)	3.4	2.6	2.0	1.6	1.3

同期的1.50亿元，也对利润增速造成了较明显的负面影响。24Q2后，公司代理的GSK带状疱疹疫苗将有更多批次入关销售，未来3年智飞的最低年采购金额分别为34.40/68.80/103.20亿元，是公司继HPV疫苗后代理的又一款超重磅品种，有望在未来数年持续贡献业绩增量。

- **维持“推荐”评级。**根据公司疫苗推广进度以及代理带状疱疹疫苗销售预期，调整2024-2025年并新增2026年盈利预测为归母净利润96.16、116.50、133.57亿元（原2024-2025年106.63、128.65亿元）。当前预测下，公司24年8.7xPE，估值与纯渠道企业趋同，微卡等自产产品的潜力价值未充分反映，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新品上市审批具不确定性，若进度不及预期可能导致放量滞后；2) 公司产品推广或生产不达预期，可能影响业务增长；3) 疫苗产品受众广泛，若出现行业负面事件可能导致大众对疫苗产生不信任，进而影响疫苗市场需求。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	42,514	59,357	73,480	88,989
现金	6,341	14,545	21,417	32,896
应收票据及应收账款	27,059	29,694	34,607	37,483
其他应收款	8	12	14	15
预付账款	74	205	239	259
存货	8,986	14,858	17,154	18,283
其他流动资产	47	42	49	53
非流动资产	7,718	7,499	7,066	6,561
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,833	3,751	3,516	3,196
无形资产	318	404	463	494
其他非流动资产	3,567	3,343	3,086	2,871
资产总计	50,232	66,856	80,546	95,550
流动负债	18,086	25,227	27,358	29,098
短期借款	2,635	2,345	938	938
应付票据及应付账款	13,142	19,116	22,070	23,522
其他流动负债	2,309	3,767	4,350	4,638
非流动负债	640	559	469	376
长期借款	353	273	183	89
其他非流动负债	286	286	286	286
负债合计	18,726	25,787	27,827	29,474
少数股东权益	0	0	0	0
股本	2,400	2,394	2,394	2,394
资本公积	48	1	1	1
留存收益	29,058	38,674	50,324	63,681
归属母公司股东权益	31,506	41,069	52,719	66,076
负债和股东权益	50,232	66,856	80,546	95,550

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,985	9,311	8,869	12,024
净利润	8,070	9,616	11,650	13,357
折旧摊销	327	819	933	1,005
财务费用	47	86	-0	-48
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	268	-1,206	-3,714	-2,290
其他经营现金流	273	-3	1	-0
投资活动现金流	-977	-597	-501	-500
资本支出	1,147	600	500	500
长期投资	-11	0	0	0
其他投资现金流	-2,113	-1,197	-1,001	-1,000
筹资活动现金流	-4,294	-510	-1,497	-45
短期借款	851	-291	-1,407	-0
长期借款	115	-81	-90	-93
其他筹资现金流	-5,259	-138	0	48
现金净增加额	3,712	8,205	6,871	11,479

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	52,918	60,606	70,633	76,505
营业成本	38,674	43,660	50,406	53,723
税金及附加	239	273	318	344
营业费用	2,773	3,212	3,779	4,131
管理费用	393	455	537	597
研发费用	968	1,091	1,271	1,377
财务费用	47	86	-0	-48
资产减值损失	-312	-333	-388	-421
信用减值损失	-353	-424	-494	-536
其他收益	173	80	80	80
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	41	11	5	5
营业利润	9,373	11,164	13,524	15,509
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	31	35	41	50
利润总额	9,342	11,129	13,484	15,459
所得税	1,272	1,514	1,834	2,102
净利润	8,070	9,616	11,650	13,357
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	8,070	9,616	11,650	13,357
EBITDA	9,716	12,034	14,416	16,416
EPS (元)	3.37	4.02	4.87	5.58

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	38.3	14.5	16.5	8.3
营业利润(%)	7.0	19.1	21.1	14.7
归属于母公司净利润(%)	7.0	19.2	21.2	14.7
获利能力				
毛利率(%)	26.9	28.0	28.6	29.8
净利率(%)	15.2	15.9	16.5	17.5
ROE(%)	25.6	23.4	22.1	20.2
ROIC(%)	31.2	28.4	26.9	27.2
偿债能力				
资产负债率(%)	37.3	38.6	34.5	30.8
净负债比率(%)	-10.6	-29.0	-38.5	-48.2
流动比率	2.4	2.4	2.7	3.1
速动比率	1.8	1.8	2.0	2.4
营运能力				
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	2.9	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	3.37	4.02	4.87	5.58
每股经营现金流(最新摊薄)	3.75	3.89	3.71	5.02
每股净资产(最新摊薄)	13.16	17.16	22.02	27.60
估值比率				
P/E	10.3	8.7	7.2	6.2
P/B	2.6	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	15.4	7.1	5.5	4.2

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层