

增资宸安生物，治疗性生物制品打造新增量

核心观点

3月21日，公司以现金5.93亿元对宸安生物增资，取得宸安生物51%的股权。宸安生物已布局GLP-1多品种以及胰岛素药物，部分管线进入临床后期及上市申请阶段。考虑宸安生物管线的市场前景、管线研发进度及控股权变动，本次增资溢价较为合理。通过此次交易，公司业务将从疫苗延伸至代谢类疾病领域，并以此为基础进入治疗性生物制药领域。随着宸安生物研发管线稳步推进并逐渐实现商业化，治疗性生物制药的收入将有望成为公司未来业绩的增长点。

事件

公司现金增资宸安生物，实现对宸安生物控股

3月21日，公司发布公告，公司以现金5.93亿元对宸安生物增资，取得宸安生物51%的股权，实现对宸安生物控股。其中4.71亿元计入其注册资本，1.22亿元计入资本公积。本次增资完成后，宸安生物将成为公司的控股子公司。

简评

增资溢价较为合理，治疗药物布局打造未来业绩增长点

宸安生物成立于2015年，由智睿投资平台投资孵化，拥有自主研发的重组蛋白技术平台，聚焦糖尿病、肥胖等代谢类疾病领域，围绕GLP-1类似物、胰岛素类似物等领域布局在研管线。目

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	38,264.01	52,917.77	27,438.55	30,019.66	32,412.81
YoY(%)	24.83	38.30	-48.15	9.41	7.97
净利润(百万元)	7,539.00	8,069.87	2,348.74	3,239.51	4,341.81
YoY(%)	-26.15	7.04	-70.89	37.93	34.03
毛利率(%)	33.63	26.92	28.06	29.38	31.88
净利率(%)	19.70	15.25	8.56	10.79	13.40
ROE(%)	31.11	25.61	7.01	8.93	10.86
EPS(摊薄/元)	3.15	3.37	0.98	1.35	1.81
P/E(倍)	7.85	7.33	25.19	18.27	13.63
P/B(倍)	2.44	1.88	1.77	1.63	1.48

资料来源：iFinD，中信建投证券

智飞生物(300122.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025年03月25日

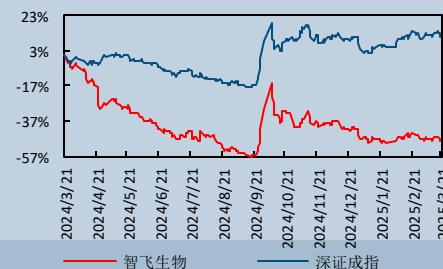
当前股价：24.74元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-5.36/-5.78	-12.14/-12.05	-49.86/-59.12
12月最高/最低价(元)		48.41/20.65
总股本(万股)		239,378.97
流通A股(万股)		141,430.82
总市值(亿元)		592.22
流通市值(亿元)		349.90
近3月日均成交量(万)		1858.14
主要股东		
蒋仁生		48.44%

股价表现



前宸安生物已形成十余个在研项目，其中利拉鲁肽注射液已处于申报上市阶段；司美格鲁肽注射液（降糖）、德谷胰岛素注射液已完成临床 III 期试验；司美格鲁肽注射液（减重）、德谷门冬双胰岛素注射液正位于临床 III 期阶段；另有 GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂、口服司美格鲁肽片等近 10 款管线位于临床前研究阶段。通过此次交易，公司业务将从疫苗延伸至代谢类疾病领域，并以此为基础进入治疗性生物制药领域，是公司着眼于未来发展的战略步骤之一，将奠定长期、稳健的发展基础。随着宸安生物研发管线稳步推进并逐渐实现商业化，治疗性生物制药的收入将有望成为公司未来业绩的增长点。

表 1: 宸安生物已进入临床阶段的重点在研项目

在研项目代号	项目名称	适应症	在研阶段
CA501	德谷胰岛素注射液	II 型糖尿病	临床 III 期已完成
CA503	利拉鲁肽注射液	II 型糖尿病	上市申请审评中
CA505	司美格鲁肽注射液	II 型糖尿病	临床 III 期已完成
CA507	司美格鲁肽注射液	超重/肥胖	临床 III 期入组已完成
CA508	德谷门冬双胰岛素注射液	II 型糖尿病	临床 III 期

资料来源：公司公告，中信建投证券

考虑市场前景、管线进度及控股权变动，本次增资溢价较为合理。根据公告，截至评估基准日（2024 年 8 月 31 日），宸安生物账面净资产 640.29 万元，以资产基础法评估的股东全部权益价值 5.81 亿元。本次公司增资 5.93 亿元取得 51% 股权，增值率 100.22%。考虑到 GLP-1 类药物在内分泌领域的市场前景，以及宸安生物核心在研管线已推进至临近商业化阶段，且此次增资后可获得宸安生物控股权，上述评估增值具有合理性。2024 年 1-8 月，宸安生物营业收入 7.81 万元，净利润-0.54 亿元，与公司业绩差距较大（2024 年前三季度收入 227.86 亿元，净利润 21.51 亿元），预计合并报表后短期内对公司业绩影响有限。

现金增资及明确承诺利好公司稳健经营，等待后续增资款支付。公司此次选择现金增资入股，为宸安生物提供流动资金，有助于满足其资金需求，更好地支持在研管线发展。此外，本次协议针对现有股东后续股权变动、关联方往来款还款安排、股东留任安排等均作出明确承诺，有利于宸安生物平稳经营，尽快推动在研管线上市。按照公告，在满足先决条件或经投资方书面豁免后，公司将在 90 个工作日内向宸安生物支付第一笔增资款（1.8 亿元）。公司将在不晚于 2026 年 12 月 31 日前分期向宸安生物缴足余下增资款。宸安生物及现有股东应努力促使先决条件在协议签署日起 75 个工作日内完成。本次增资在董事会权限范围内，无需提交股东大会审议；不构成《上市公司重大资产重组管理办法》中规定的重大资产重组情形，无需取得有关部门批准。

表 2: 协议对原大股东后续股权变动、关联方往来款还款安排、股东留任安排等作出明确承诺

相关承诺事项	具体内容
原大股东承诺事项	- 在司美格鲁肽注射液（降糖）在中国境内获批上市前，智睿投资持有的宸安生物股权不做任何退出安排。 - 在司美格鲁肽注射液（减重）在中国境内获批上市前，智睿投资持有的宸安生物股权退出部分不超过本次增资交割日其持有股权的 50%。
关联方往来款还款安排	- 宸安生物尚欠智睿投资借款本金 4 亿元。在司美格鲁肽注射液（降糖）在中国境内获批上市前，增资款用于偿还智睿投资借款本金部分不超过本协议签署之日借款本金的 50%；余下借款本金不得早于司美格鲁肽注射液（减重）在中国境内获批上市之日或 2027 年 12 月 31 日（以孰早者为准）归还完毕。 - 智睿投资同意就前述借款不收取任何利息。
技术方股东留任安排	总经理张高峡继续在宸安生物担任高级管理人员并留任至少四年。

表 2: 协议对原大股东后续股权变动、关联方往来款还款安排、股东留任安排等作出明确承诺

相关承诺事项	具体内容
	➤ 若德谷胰岛素注射液、司美格鲁肽注射液（降糖）、司美格鲁肽注射液（减重）（CA507）未全部在中国境内获批上市，则自留任期届满之日起至前述产品全部在中国境内获批上市之日，非经智飞生物书面同意，不得辞任。

资料来源：公司公告，中信建投证券

公司经营情况展望：期待 2025 年销售改善，研发管线助力长期发展

按照公司 2024 年度业绩预告，2024 年公司预计归母净利润 18.56 ~ 26.63 亿元，同比下降 67% ~ 77%；扣非归母净利润 18.21 ~ 26.12 亿元，同比下降 67% ~ 77%。业绩同比下降，主要由于部分产品市场推广工作未达预期，导致产品销量同比下滑，叠加公司持续增强销售费用及人员投入，费用率提升所致。

公司作为疫苗行业的龙头企业，2024 年在复杂的市场环境和激烈的竞争格局下，产品销售增长面临一定压力。随着公司持续加强销售团队和营销网络建设，加大宣传推广力度，叠加民众接种意识提升，预计 2025 年，公司主营产品销售有望恢复增长，HPV 疫苗男性适应症获批后将带来新的业绩增量。公司自主研发管线持续推进，多款产品提交上市申请，将助力公司未来长期发展。公司现金增资宸安生物，进一步拓宽业务领域，未来治疗性生物制药的收入将有望成为公司未来业绩的增长点。

盈利预测与投资评级

暂不考虑宸安生物业绩贡献，我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 274.39 亿元、300.20 亿元和 324.13 亿元，归母净利润分别为 23.49 亿元、32.40 亿元和 43.42 亿元，2024 年同比下降 70.9%，2025~2026 年分别同比增长 37.9%和 34.0%，折合 EPS 分别为 0.98 元/股、1.35 元/股和 1.81 元/股，对应 PE 分别为 25.2X、18.3X 和 13.6X，维持买入评级。

风险分析

1、标的公司尚未盈利风险：宸安生物核心产品尚未进入商业化阶段，未形成产品销售收入，且公司研发管线的持续推动和临床试验的持续开展仍将需要大量的研发投入。宸安生物研发投入预计仍将处于较高水平，导致短期内难以实现盈利。

2、新药研发及商业化不及预期风险：虽然宸安生物正积极推进在研管线进展，提升在研产品成功率，但创新药物研发仍存在临床实施效果不及预期、未能通过相关主管部门的审批、上市时间晚于计划时间或商业化进展未及预期等风险。

3、行业政策变动风险：疫苗企业从疫苗研发、生产到销售均有严格的政策规定和限制，政策变化可能导致公司面临新的竞争压力或风险，影响业务开展；

4、疫苗经营合规风险：疫苗因具有特殊的生物特征，其监管要求更加严格，管理范围更加广泛。若企业违反经营合规要求，不仅导致企业本身经营生产受到不利影响，还可能引起疫苗行业波动。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk