

2025 年 04 月 25 日

证券研究报告•2024 年年报点评

智飞生物 (300122) 医药生物

当前价: 19.85 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩短期承压，深化与 GSK 合作

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年度报告, 2024 年公司实现营业收入 260.7 亿元, 同比下降 50.7%; 实现归母净利润 20.2 亿元, 同比下降 75.0%; 实现扣非归母净利润 19.9 亿元, 同比下降 74.8%。
- **业绩短期承压, 代理产品有所下滑。** 2024 年公司业绩短期承压, 主要因公司主要产品受民众接种意愿下降、市场需求变化等多重因素影响, 核心产品市场推广工作未达预期。分季度看, 公司 2024Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营业收入 114.0/68.6/45.3/32.8 亿元, 同比变化+2.0%/-48.3%/-69.5%/-76.0%, 实现归母净利润 14.6/7.8/-0.8/-1.3 亿元, 同比变化-28.3%/-65.2%/-103.7%/-185.7%。
- **代理产品收入大幅下滑, 自主产品有所分化。** 分产品看: 2024 年公司自主产品收入 11.8 亿元 (+14.9%), 代理产品收入 246.7 亿元 (-52.5%)。批签发数据看, 代理产品中核心品种 HPV 疫苗下滑明显, 四价 HPV 疫苗批签发 47 万支 (-95.5%), 九价 HPV 疫苗批签发 3114 万支 (-14.8%), 五价轮状疫苗批签发 551 万支 (-23.2%), 进口 23 价肺炎疫苗批签发 113 万支 (-30.9%), 新增代理的 GSK 重组带状疱疹疫苗实现批签发 378 万支。自主产品中, AC 结合疫苗批签发 232 万支 (+76.3%), AC 多糖疫苗批签发 422 万支 (+839.6%), ACYW135 疫苗批签发 225 万支 (-71.9%), Hib 疫苗批签发 203 万支 (-26.8%)。
- **深化 GSK 合作, 拓展治疗领域布局。** 公司与 GSK 优化并调整战略合作, 将重组带状疱疹疫苗的独家经销和联合推广权利期限从 2026 年底延长至 2034 年底。自研管线取得多项进展, 包括四价流感疫苗获批上市; 冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)、流感病毒裂解疫苗 (三价)、四价流感疫苗 (儿童型) 申报上市获受理; 15 价肺炎球菌结合疫苗、ACYW135 群流脑结合疫苗完成 III 期临床试验。2025 年 3 月, 公司以现金 5.9 亿元增资取得宸安生物 51% 股权, 宸安生物聚焦糖尿病、肥胖等代谢疾病领域, 拥有利拉鲁肽 (申报上市)、司美格鲁肽 (降糖/减重, III 期)、德谷胰岛素 (完成 III 期) 等多款在研产品, 标志着公司正式进入治疗性生物制药领域。
- **盈利预测:** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.18 元、1.4 元、1.54 元。
- **风险提示:** 产品销售不及预期风险, 研发进度不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26069.71	26339.56	27894.94	29574.49
增长率	-50.74%	1.04%	5.91%	6.02%
归属母公司净利润 (百万元)	2018.48	2821.41	3345.78	3678.66
增长率	-74.99%	39.78%	18.59%	9.95%
每股收益 EPS (元)	0.84	1.18	1.40	1.54
净资产收益率 ROE	6.55%	8.54%	9.41%	9.62%
PE	24	17	14	13
PB	1.54	1.44	1.34	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 雷瑞
电话: 021-68416017
邮箱: leir@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.94
流通 A 股(亿股)	14.14
52 周内股价区间(元)	19.7-40.06
总市值(亿元)	475.17
总资产(亿元)	483.40
每股净资产(元)	12.75

相关研究

1. 智飞生物(300122): 代理产品结构变化, 期待带状疱疹疫苗放量 (2024-04-29)

盈利预测

关键假设：

假设 1：自主产品方面，公司积极推广自主研发产品销售，如 AC 多糖疫苗、四价流脑多糖疫苗等，为公司带来新动力。预计 25-27 年销量复合增速为 20%，价格保持平稳。

假设 2：代理产品方面，考虑到市场需求有所变化，国内竞争产品将陆续上市，预计整体需求处于稳定状态，25-27 年销量增速分别为 0%/5%/5%，价格端保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
自主产品	收入	11.8	14.2	17.0	20.4
	增速	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
代理产品	收入	246.7	246.7	259.0	271.9
	增速	-52.5%	0%	5.0%	5.0%
	毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	收入	2.2	2.6	2.9	3.4
	增速	-	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	13.5%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	261	263	279	296
	增速	-50.7%	1.0%	5.9%	6.0%
	毛利率	27.4%	28.7%	29.1%	29.7%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26069.71	26339.56	27894.94	29574.49	净利润	2018.48	2821.41	3345.78	3678.66
营业成本	18931.45	18782.22	19763.88	20803.14	折旧与摊销	392.02	635.27	642.03	649.88
营业税金及附加	135.45	128.35	137.25	146.40	财务费用	109.34	26.34	27.89	29.57
销售费用	2650.69	2897.35	2789.49	2957.45	资产减值损失	-39.54	-40.00	-40.00	-40.00
管理费用	394.13	263.40	278.95	295.74	经营营运资本变动	-11897.64	2511.12	1528.77	-1721.23
财务费用	109.34	26.34	27.89	29.57	其他	5003.35	-532.79	206.83	162.52
研发费用	971.37	1053.58	1115.80	1182.98	经营活动现金流净额	-4413.99	5421.36	5711.31	2759.41
资产减值损失	-39.54	-40.00	-40.00	-40.00	资本支出	-623.67	-500.00	-500.00	-500.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-301.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-925.58	-500.00	-500.00	-500.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	9266.43	-4359.14	-4210.95	-1089.41
营业利润	2263.81	3228.32	3821.67	4199.20	长期借款	19.51	20.00	20.00	20.00
其他非经营损益	-10.12	-22.17	-19.65	-18.90	股权融资	-54.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	2253.69	3206.15	3802.02	4180.29	支付股利	-2393.79	-598.75	-836.92	-992.47
所得税	235.21	384.74	456.24	501.64	其他	-5140.08	-49.98	-27.89	-29.57
净利润	2018.48	2821.41	3345.78	3678.66	筹资活动现金流净额	1697.89	-4987.87	-5055.77	-2091.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-3640.43	-66.51	155.54	167.95
归属母公司股东净利润	2018.48	2821.41	3345.78	3678.66					
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2700.47	2633.96	2789.49	2957.45	成长能力				
应收和预付款项	16329.33	15951.91	16803.73	17769.64	销售收入增长率	-50.74%	1.04%	5.91%	6.02%
存货	22218.09	22015.85	23167.15	24395.82	营业利润增长率	-75.85%	42.61%	18.38%	9.88%
其他流动资产	45.11	8.19	8.67	9.20	净利润增长率	-74.99%	39.78%	18.59%	9.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-71.63%	40.68%	15.47%	8.62%
投资性房地产	0.18	0.18	0.18	0.18	获利能力				
固定资产和在建工程	5343.72	5074.35	4798.22	4514.24	毛利率	27.38%	28.69%	29.15%	29.66%
无形资产和开发支出	1738.84	1882.46	2026.08	2169.70	三费率	12.10%	12.10%	11.10%	11.10%
其他非流动资产	1533.89	1524.37	1514.85	1505.33	净利率	7.74%	10.71%	11.99%	12.44%
资产总计	49909.61	49091.26	51108.36	53321.55	ROE	6.55%	8.54%	9.41%	9.62%
短期借款	11901.91	7542.77	3331.82	2242.40	ROA	4.04%	5.75%	6.55%	6.90%
应付和预收款项	6061.27	7397.84	11077.73	11653.70	ROIC	5.75%	7.05%	8.74%	9.60%
长期借款	347.59	367.59	387.59	407.59	EBITDA/销售收入	10.61%	14.77%	16.10%	16.50%
其他负债	768.10	729.66	748.97	769.41	营运能力				
负债合计	19078.87	16037.85	15546.11	15073.10	总资产周转率	0.52	0.53	0.56	0.57
股本	2393.79	2393.79	2393.79	2393.79	固定资产周转率	6.41	6.45	7.78	9.58
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.12	1.50	1.58	1.58
留存收益	28436.95	30659.61	33168.47	35854.66	存货周转率	1.21	0.85	0.87	0.87
归属母公司股东权益	30830.74	33053.40	35562.26	38248.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	141.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	30830.74	33053.40	35562.26	38248.45	资产负债率	38.23%	32.67%	30.42%	28.27%
负债和股东权益合计	49909.61	49091.26	51108.36	53321.55	带息债务/总负债	64.20%	49.32%	23.92%	17.58%
					流动比率	2.24	2.64	2.88	3.14
					速动比率	1.03	1.21	1.32	1.44
					股利支付率	118.59%	21.22%	25.01%	26.98%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	2765.17	3889.93	4491.60	4878.65	每股收益	0.84	1.18	1.40	1.54
PE	23.54	16.84	14.20	12.92	每股净资产	12.88	13.81	14.86	15.98
PB	1.54	1.44	1.34	1.24	每股经营现金	-1.84	2.26	2.39	1.15
PS	1.82	1.80	1.70	1.61	每股股利	1.00	0.25	0.35	0.41
EV/EBITDA	20.15	13.22	10.48	9.40					
股息率	5.04%	1.26%	1.76%	2.09%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn