

2024年06月28日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

34

智飞生物(300122.SZ)

Buy 买进

九价 HPV 稳步增长，期待带状疱疹疫苗放量

结论及建议：

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2024/6/28)	28.03		
深证成指(2024/6/28)	8849.70		
股价 12 个月高/低	70.27/27.51		
总发行股数(百万)	2393.79		
A 股数(百万)	1414.31		
A 市值(亿元)	396.43		
主要股东	蒋仁生(48.32%)		
每股净值(元)	13.65		
股价/账面净值	2.05		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-15.0	-39.9	-36.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-27	56.53	买进

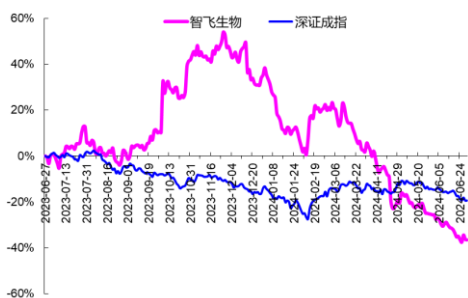
产品组合

代理产品-二类苗	91.4%
自主产品-二类苗	8.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.8%
一般法人	3.2%

股价相对大盘走势



■ **9 价 HPV 疫苗批签发保持增长：**从批签发数据来看，公司代理的 MSD 9 价 HPV 疫苗 1-5 月批签发 49 批次，YOY+14%，保持双位数增长，相比于国内二价 HPV 1-5 月批签发 YOY-86%来看，9 价 HPV 需求仍较好。此外，男性适应症获批后接种人群将进一步得到拓展。

■ **带状疱疹疫苗快速增长，看好公司代理后起量：**公司去年 10 月与 GSK 签署协议代理其带状疱疹疫苗，今年 1 月正式接手推广销售工作，在公司销售团队的推广下已展现快速增长的态势，1-5 月 GSK 重组带状疱疹疫苗批签发 26 批次，同比增长 117%，我们预计随着公司推广逐步推开，未来将会起量。根据公告，公司与 GSK 约定 2024 年至 2026 年最低年度采购金额分别为 34.4、68.8、103.2 亿元，参考智飞生物母公司（营销推广主体）5 年平均毛利率 34.7%及 29.1%的平均净利率来测算，我们预计 2024-2026 年带状疱疹疫苗将可为公司贡献营收约 52.7、105.4、158.1 亿元，贡献净利润约 15.3、30.6、46.0 亿元，将显著增厚业绩。

■ **销售团队行业领先，助力代理产品放量：**公司目前拥有 3990 人的规模化的专业市场团队，营销网络能够覆盖到全国 31 个省市、2600 多个区县、超过 3 万个基层卫生服务点，公司代理的 HPV 疫苗及五价轮状病毒疫苗都在公司领先的销售团队助力下上量，GSK 带状疱疹疫苗未来上量可期。

■ **盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年分别录得净利润 85.4 亿元、97.5 亿元、100.7 亿元，分别 YOY+5.8%、+14.2%、+3.3%，EPS 分别为 3.6 元、4.1 元、4.2 元，对应 PE 分别为 7.9X、6.9X、6.7X。公司短期虽有销售结构变化及推广费用影响净利，但我们看好后续代理新品的上量，股价经过长期调整后目前估值偏低，股息率 4.18%，给与“买进”评级。

■ **风险提示：**新产品上市进度不及预期；代理疫苗销售不及预期；应收账款风险；存货跌价风险

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024F	2025F	2026F	
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7539	8070	8538	9751	10067	
	同比增减	%	-26.15	7.04	5.81	14.20	3.25
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.71	3.36	3.57	4.07	4.21	
	同比增减	%	-26.15	-28.64	6.08	14.20	3.25
市盈率(P/E)	X	5.97	8.37	7.89	6.91	6.69	
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.80	1.18	1.34	1.39	
股息率 (Yield)	%	1.78	2.84	4.18	4.78	4.93	

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	38264	52918	60832	66683	62648
经营成本	25395	38674	44354	48704	45066
营业税金及附加	177	239	287	320	301
销售费用	2235	2773	3708	3934	3446
管理费用	374	393	506	533	501
财务费用	14	47	36	40	38
资产减值损失			0	0	0
投资收益			0	0	0
营业利润	8758	9373	10084	11484	11856
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	41	31	40	40	40
利润总额	8718	9342	10045	11444	11816
所得税	1179	1272	1506	1694	1749
少数股东损益			0	0	0
归母净利润	7539	8070	8538	9751	10067

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	2622	6341	7799	9515	9990
应收账款	20614	27059	29764	34229	32518
存货	8020	8986	10783	12401	13393
流动资产合计	31413	42514	53143	61114	70281
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2819	3796	3910	3949	3989
在建工程	1836	1287	1223	1162	1104
非流动资产合计	6590	7718	8336	8586	8757
资产总计	38004	50232	61478	69700	79038
流动负债合计	13230	18086	19895	21885	24073
非流动负债合计	538	640	652	665	679
负债合计	13768	18726	20548	22550	24752
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	24236	31506	40931	47149	54287
负债及股东权益合计	38004	50232	61478	69700	79038

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动所得现金净额	1989	8996	5,977	7,800	7,047
投资活动所用现金净额	-1498	-977	-1399	-2725	1140
融资活动所得现金净额	-2173	-4294	-3120	-3360	3470
现金及现金等价物净增加额	-1664	3724	1458	1716	11657

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。