

智飞生物 (300122)

推荐 (维持)

业绩增长平稳，研发投入加大

市场数据

报告日期	2011-3-8
收盘价(元)	35.15
总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	40.00
总市值(百万元)	14060.00
流通市值(百万元)	1406.00
净资产(百万元)	2141.68
总资产(百万元)	2209.27
每股净资产	5.35

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	737	946	1198	1441
同比增长(%)	22.1%	28.3%	26.6%	20.3%
净利润(百万元)	257	347	456	573
同比增长(%)	10.9%	34.9%	31.5%	25.8%
毛利率(%)	63.5%	62.4%	64.4%	66.7%
净利率(%)	34.8%	36.6%	38.0%	39.8%
净资产收益率(%)	12.0%	13.9%	15.5%	16.3%
每股收益(元)	0.64	0.87	1.14	1.43
每股经营现金流(元)	0.14	0.70	0.77	1.14

相关报告

《单季销售大增，利润率有所下滑》2011-2-26

《业绩平稳，四季度或有提升》2010-10-22

《二类疫苗的龙头企业》2010-9-27

投资要点

事件:

智飞生物公布了 2010 年年报，公司 10 年共实现营业收入 7.37 亿元，同比增长 22.06%；归属上市公司股东的净利润为 2.57 亿元，同比增长 10.88%，每股 EPS（按发行前股本）为 0.69 元，同比增长 7.81%（按发行后股本摊薄为 0.64 元）。公司计划每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

点评:

公司的业绩基本符合我们此前的预期，略低于市场一致预期。

- **一线产品增长超预期，二线产品有待提高：**2010 年公司一线产品 ACYW135 脑膜炎多糖疫苗、HIB 疫苗分别增长 37%和 43%，继续显示出强劲的增长势头。但与此同时公司二线产品增速却低于预期，微卡仅维持 11%的增速，而 AC 群脑膜炎结合疫苗则出现了 39%的负增长，显示目前公司主要盈利点仍较为有限。
- **四季度销售额大幅提升，利润率有所降低：**正如我们在业绩快报点评中所预测的一样，公司主力产品四价流脑疫苗及代理兰生所的 HIB 疫苗销售在第四季度均呈现较大幅度增长，使得单季营收较 Q3 增长 87%。而与此同时，公司毛利率却有所下滑，主力产品 HIB 疫苗全年毛利率下降 5.19%。我们认为，随着接种高峰的结束以及 11 年 2 季度起批签发开始逐步恢复正常，公司 11 年上半年的营业收入增速可能会有所放缓。而由于公司自产的 HIB 疫苗将在今年投产，HIB 疫苗的平均毛利率将会有所反弹。

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

- **财务指标基本正常:**公司应收账款期末余额 2.98 亿元,比上年同期增加 315%,主要原因是销售增加及 2010 年下半年由于全国麻疹强化免疫,疫苗销售受到一定影响,为保持市场份额,对部分信用较好的客户适当延长了结算周期所致。同时公司销售费用 1.15 亿元,同比增长 8.9%,管理费用同比增长 19.47%,增幅均小于销售收入增幅,费用率进一步降低。
- **研发投入加大,投产进度符合预期:**公司 10 年研发投入 2387.30 万元,较上年增加 52%,研发费用占销售收入比重上升至 3.24%。公司 AC 多糖疫苗已于 2010 年 12 月接受了生产现场核查;自产 HIB 疫苗已完成临床实验,取得生产现场核查通知,此两项产品有望于 2011 年获得生产批文。为适应疫苗市场未来发展,公司新增研发项目 4 项,包括 ACYW135-Hib 五联疫苗、23 价肺炎多糖疫苗(自主研发)以及人戊型肝炎疫苗、人乳头瘤病毒疫苗(合作研发),新增研发项目中不乏国际上的大品种疫苗,将为公司长远发展提供更多品种储备。未来公司计划将按时完成募投项目建设,确保 AC 多糖疫苗、HIB 疫苗产能,新建 AC-HIB 三结合疫苗车间,并增加 2-3 个代理产品,优化产品结构。
- **继续深化渠道优势:**作为销售网络最大的二类疫苗民企,公司计划进一步整合营销体系,不断对“规范化定点接种”、“常规门诊接种”及“小定点+常规门诊”等推广模式进行优化;同时积极消除市场开发盲区,扩大终端网点建设;拓展营销渠道,将县级结防所、皮防院(所)、乡镇卫生所(防保站)、社区卫生服务站等纳入服务对象。
- **政策影响短空长多:**去年下半年以来,SFDA 密集出台了一批行业相关的政策,包括 2010 版药典、《关于进一步加强疫苗质量安全管理工作的通知》以及新版 GMP 规程,导致监管层对新药审批态度谨慎,时间延长。我们认为,这些政策对于公司的影响具有两面性,从短期来说,新政策的实施将推迟公司在研疫苗上市的时间,不利于公司产品叠加效应的形成和新品业绩的迅速释放;但长期来看,上述政策将有利于行业的规范发展,一些规模小,达不到生产要求的疫苗企业将逐步淡出市场。智飞生物作为业内最大二类疫苗民营企业的市场份额可望进一步提升。此外,相关政策对疫苗企业间并购和集团化的支持也将有利于手握巨额超募资金的智飞生物通过收购实现外延式增长。
- **业绩预期:**我们基本维持此前对公司的盈利预测,预估公司 2011-2013 年 EPS 分别是:0.87、1.14、1.43 元。公司作为管理层控股的二类疫苗龙头企业拥有业内最完善的二类疫苗营销网络,产品研发能力也在不断提高,多个后续品种拥有较大市场潜力,维持“推荐”评级。
- **风险因素:**兰州所 HIB 疫苗利润率进一步下滑,新产品投产慢于预期。

定期报告点评

表 1、智飞生物分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	0	0	141	265	87.3%	604	737	22.1%		
营业成本	0	0	61	106	75.7%	189	269	42.9%		
毛利	0	0	81	159	95.9%	416	468	12.6%		
销售费用	0	0	25	42	71.3%	106	115	8.9%		
管理费用	0	0	10	18	74.9%	42	50	19.5%		
财务费用	0	0	-1	-4	390.5%	-0	-5	1384.4%		
资产减值	0	0	1	2	187.5%	1	3	401.7%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	0	0	0	0		0	0			
营业利润	0	0	44	97	120.8%	258	294	14.1%		
利润总额	0	0	49	99	102.8%	261	303	16.2%		
净利润	0	0	42	84	99.3%	232	257	10.9%		
EPS	#DIV/0!	0.000	0.105	0.209	99.3%	0.643	0.642	-0.2%		
销售费用率	#DIV/0!	#DIV/0!	17.5%	16.0%	-1.5%	17.5%	15.6%	-1.9%		
管理费用率	#DIV/0!	#DIV/0!	7.3%	6.8%	-0.5%	7.0%	6.8%	-0.1%		
财务费用率	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.6%	-1.5%	-0.9%	-0.1%	-0.7%	-0.7%		
所得税率	#DIV/0!	#DIV/0!	14.3%	15.7%	1.5%	11.2%	15.2%	4.1%		
毛利率	#DIV/0!	#DIV/0!	57.2%	59.9%	2.6%	68.8%	63.5%	-5.3%		
净利润率	#DIV/0!	#DIV/0!	29.7%	31.6%	1.9%	38.3%	34.8%	-3.5%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010	2341	2617	2960
货币资金	1616	1876	2036	2273
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	298	331	419	504
其他应收款	6	9	12	14
存货	76	107	128	144
非流动资产	199	252	411	647
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	1	2	2	2
固定资产	72	111	212	379
在建工程	6	13	82	156
油气资产	0	0	0	0
无形资产	69	64	59	54
资产总计	2209	2594	3028	3606
流动负债	52	88	67	72
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1	2	2	3
其他	51	86	64	69
非流动负债	16	17	17	17
长期借款	0	0	0	0
其他	16	17	17	17
负债合计	68	106	84	89
股本	400	400	400	400
资本公积	1408	1408	1408	1408
未分配利润	318	630	1040	1556
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2142	2488	2944	3517
负债及权益合计	2209	2594	3028	3606

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	257	347	456	573
折旧和摊销	17	12	17	26
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	7	7	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-5	-35	-39	-43
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	218	33	135	99
经营活动产生现金流量	50	278	308	456
投资活动产生现金流量	-37	-53	-187	-262
融资活动产生现金流量	1431	35	39	43
现金净变动	1444	260	160	237
现金的期初余额	182	1616	1876	2036
现金的期末余额	1626	1876	2036	2273

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	737	946	1198	1441
营业成本	269	356	427	479
营业税金及附加	11	15	19	22
销售费用	115	142	180	216
管理费用	50	61	78	94
财务费用	-5	-35	-39	-43
资产减值损失	3	2	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	294	405	533	672
营业外收入	9	4	4	4
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	303	408	536	675
所得税	46	61	80	101
净利润	257	347	456	573
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	347	456	573
EPS (元)	0.64	0.87	1.14	1.43

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	22.1%	28.3%	26.6%	20.3%
营业利润增长率	14.1%	37.7%	31.8%	26.0%
净利润增长率	10.9%	34.9%	31.5%	25.8%
盈利能力(%)				
毛利率	63.5%	62.4%	64.4%	66.7%
净利率	34.8%	36.6%	38.0%	39.8%
ROE	12.0%	13.9%	15.5%	16.3%

偿债能力(%)

资产负债率	3.1%	4.1%	2.8%	2.5%
流动比率	38.60	26.53	39.15	41.23
速动比率	37.13	25.32	37.23	39.22

营运能力(次)

资产周转率	0.54	0.39	0.43	0.43
应收帐款周转率	3.98	3.01	3.19	3.12

每股资料(元)

每股收益	0.64	0.87	1.14	1.43
每股经营现金	0.14	0.70	0.77	1.14
每股净资产	5.35	6.22	7.36	8.79

估值比率(倍)

PE	54.75	40.58	30.85	24.52
PB	6.56	5.65	4.78	4.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。