

智飞生物 (300122)

推荐 (维持)

多重因素打压业绩，长期发展仍具看点

市场数据

报告日期	2011-7-26
收盘价(元)	29.08
总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	40.00
总市值(百万元)	11632.00
流通市值(百万元)	1163.20
净资产(百万元)	2159.27
总资产(百万元)	2313.31
每股净资产	5.40

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	737	884	1255	1523
同比增长(%)	22.1%	19.9%	41.9%	21.4%
净利润(百万元)	257	258	376	503
同比增长(%)	10.9%	0.5%	45.6%	34.0%
毛利率(%)	63.5%	60.0%	59.4%	62.5%
净利率(%)	34.8%	29.2%	29.9%	33.0%
净资产收益率(%)	12.0%	11.1%	13.9%	15.7%
每股收益(元)	0.64	0.64	0.94	1.26
每股经营现金流(元)	0.14	0.30	0.45	0.90

相关报告

《走出去+请进来，销售研发双管齐下》2011-5-13

《业绩增长平稳，研发投入加大》2011-3-9

《单季销售大增，利润率有所下滑》2011-2-26

投资要点

事件：

近日，智飞生物发布 2011 年中报。2011 年 1-6 月公司实现营业收入 3.12 亿元，较上年同期减少 5.54%；实现净利润 1.11 亿元，较上年同期下降 25.77%；归属于上市公司股东的净利润 9,759 万元，较上年同期下降 25.58%。按最新股本摊薄后每股收益 0.24 元。

点评：

公司的中期业绩低于我们的预测及市场一致预期。

- **多重因素打击公司疫苗销售：上半年公司疫苗销售出现萎缩包含行业政策和公司自身两方面原因。**政策层面，因 2010 年版《中国药典》和《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》实施，疫苗生产企业标准更新后需履行备案手续，使得上半年疫苗批签发停顿 3-5 个月，批签发数量较去年同期大幅下降，导致上半年 Hib 疫苗、甲肝疫苗供货紧张，销售有所下滑；而在公司层面，其 AC 结合流脑疫苗因原料供应商变化暂缓生产，报告期内无销售，对业绩负面影响较大。同时，由于销售网络拓展、研发费用增加等原因使得公司费用率较去年同期有一定幅度的上升，也对公司业绩造成了负面影响。
- **下半年产销有望回升，全年业绩增长仍存压力：**根据中检所数据，6 月份公司代理的兰州所 Hib 疫苗批签发已重新启动，月内共批签发 369 万份，预计未来批签发有望继续放量。同时，由于疫苗生产周期较短，预

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110011

联系人：徐佳熹

021-38565685

xujiaxi@xyzq.com.cn

计公司 AC 结合流脑疫苗在解决原料供应问题后将能够较快恢复生产。而上半年受影响较小的四价流脑和微卡仍将保持一定幅度的增长。但总体来说，由于上半年业绩下滑幅度较大，全年公司业绩增长仍将存在一定压力。

- **默沙东合作未来具看点：**今年 4 月公司与默沙东签署服务合同，在中国推广其麻风腮疫苗（默尔康）和 23 价肺炎疫苗（纽莫法），合同金额 2.2 亿元，如完成销售任务，默沙东将支付给公司每年 4700 万元合同对价。目前疫苗代销协议已开始实施，截止 6 月底公司已购进约 5000 万元默沙东疫苗产品（报告期内公司存货余额增长 72%），预计该部分业务年内有望为公司贡献 5000-6000 万元的销售收入。通过该协议，公司不仅可以获得疫苗销售的服务费，还可以通过购销差价获得利润。而作为国际疫苗巨头，默沙东拥有包括 HPV 疫苗在内的多个重量级疫苗品种，**考虑到目前默沙东已撤销其在中国的疫苗营销团队，而其 HPV 疫苗在国内也已进入后期临床实验阶段，公司作为默沙东在华重要合作伙伴无疑将占有未来深度合作的先机。**
- **营销+品种打造未来竞争力：**近年来，我国二类疫苗领域发展迅速，但二类疫苗市场总体处于同质化竞争阶段，产品主要集中于 Hib、流脑等少数几个品种。**在这种情况下，完善的销售网络和丰富的疫苗品种将成为二类疫苗企业在行业内生存和发展的两大要素。**公司作为以代理营销起家的二类疫苗龙头企业，其市场营销能力有目共睹；而公司目前在研的 AC-Hib 等品种以及通过代理引进的肺炎、麻风腮疫苗等品种无疑将为丰富公司产品线做出贡献，未来如果公司把握机遇将市场能力和技术能力有机结合，将有望重新驶回高速增长的车道。
- **盈利预测：**考虑到公司中报的业绩低于预期，我们下调公司 2011-2013 年 EPS 至 0.64、0.94、1.26 元，我们认为，受到行业与公司自身因素的共同作用，今年和明年上半年将是公司‘破茧化蝶’的转型期，但长期来看，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，有多个自产及代理疫苗品种拥有较大市场潜力，如股价未来有所回调仍是可长期关注的品种，维持其“推荐”评级。

表 1、智飞生物分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	141	265	129	184	42.7%	604	737	22.1%		批签发及原料供应商变更导致产量下滑
营业成本	61	106	48	65	34.9%	189	269	42.9%		
毛利	81	159	81	119	47.4%	416	468	12.6%		
销售费用	25	42	31	24	-23.5%	106	115	8.9%		
管理费用	10	18	18	17	-3.9%	42	50	19.5%		研发费用增加 募集资金利息收入
财务费用	-1	-4	-7	-9	26.3%	-0	-5	1384.4%		
资产减值	1	2	1	7	452.8%	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	44	97	35	76	115.2%	258	294	14.1%		
利润总额	49	99	35	79	123.9%	261	303	16.2%		
净利润	42	84	30	67	123.0%	232	257	10.9%		
EPS	0.105	0.209	0.076	0.168	123.0%	0.643	0.642	-0.2%		
销售费用率	17.5%	16.0%	23.9%	12.8%	-11.1%	17.5%	15.6%	-1.9%		
管理费用率	7.3%	6.8%	14.1%	9.5%	-4.6%	7.0%	6.8%	-0.1%		
财务费用率	-0.6%	-1.5%	-5.3%	-4.7%	0.6%	-0.1%	-0.7%	-0.7%		
所得税率	14.3%	15.7%	14.8%	15.1%	0.4%	11.2%	15.2%	4.1%		
毛利率	57.2%	59.9%	62.6%	64.6%	2.0%	68.8%	63.5%	-5.3%		
净利润率	29.7%	31.6%	23.5%	36.7%	13.2%	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	2162	2364	2637
货币资金	1616	1632	1671	1812
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	298	398	502	609
其他应收款	6	9	13	15
存货	76	106	153	172
非流动资产	199	262	416	652
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	2425	2780	3288
流动负债	52	88	68	73
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1	2	3	3
其他	51	86	65	70
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	105	85	90
股本	400	400	400	400
资本公积	1408	1408	1408	1408
未分配利润	318	470	808	1261
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2142	2320	2695	3198
负债及权益合计	2209	2425	2780	3288

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	257	258	376	503
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	-41	-41	-44
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	99	181	125
经营活动产生现金流量	50	119	180	359
投资活动产生现金流量	-37	-63	-182	-262
融资活动产生现金流量	1431	-39	41	44
现金净变动	1444	16	39	141
现金的期初余额	182	1616	1632	1671
现金的期末余额	1626	1632	1671	1812

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	737	884	1255	1523
营业成本	269	354	510	572
营业税金及附加	11	14	20	23
销售费用	115	150	213	244
管理费用	50	97	113	137
财务费用	-5	-41	-41	-44
资产减值损失	3	10	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	294	299	438	588
营业外收入	9	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	303	303	442	592
所得税	46	46	66	89
净利润	257	258	376	503
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	258	376	503
EPS (元)	0.64	0.64	0.94	1.26

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	22.1%	19.9%	41.9%	21.4%
营业利润增长率	14.1%	1.9%	46.2%	34.3%
净利润增长率	10.9%	0.5%	45.6%	34.0%
盈利能力(%)				
毛利率	63.5%	60.0%	59.4%	62.5%
净利率	34.8%	29.2%	29.9%	33.0%
ROE	12.0%	11.1%	13.9%	15.7%

偿债能力(%)

资产负债率	3.1%	4.3%	3.1%	2.7%
流动比率	38.60	24.62	34.93	36.19
速动比率	37.13	23.41	32.67	33.84

营运能力(次)

资产周转率	0.54	0.38	0.48	0.50
应收帐款周转率	3.98	2.54	2.79	2.74

每股资料(元)

每股收益	0.64	0.64	0.94	1.26
每股经营现金	0.14	0.30	0.45	0.90
每股净资产	5.35	5.80	6.74	8.00

估值比率(倍)

PE	45.30	45.09	30.97	23.12
PB	5.43	5.01	4.32	3.64

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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.xyjq.com.cn 内幕交易防控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

定期报告点评

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。