

证券研究报告

医药生物

推荐 (维持)

证券分析师

凌军

S1060209110193
0755-22625829
haomiao562@pingan.com.cn

智飞生物 (300122)

期待明年业绩恢复性增长，看好 2013

事件：近期我们调研了智飞生物，并就公司近况与高管进行了交流。

- **兰州所代理合作很可能继续，毛利或将提升。**公司代理兰州所 Hib 疫苗合同年底将到期，新的合作协议还在商谈中。借助于公司强大的销售网络和服务能力，兰州所 Hib 市场占有率近两年稳定在近 50%，我们认为这种双赢的合作关系很可能延续，不排除价格体系调整的可能性，毛利或将提升。考虑到 1-10 月兰州所 Hib 批签同比下降近 20%，我们认为今年 Hib 代理业务同比可能稳中略降。
- **23 价肺炎疫苗逐步放量，看好与默克的大品种合作。**公司与默克的合作着眼长远，目前主要代理 23 价肺炎多糖和麻腮风三联疫苗。由于代理费用的会计处理，使得代理默克产品的毛利显得偏低。今年 1-10 月默克 23 价肺炎批签 95 万支，同比增长近 4 倍，我们估计部分将体现在四季度业绩中。此外，默克 HPV 疫苗（国外销售额过 10 亿美元）即将在国内完成 III 期临床（目前国内同类疫苗进度最前），一旦通过审批，我们认为公司有可能与默克就此重磅产品进行合作。
- **四价流脑多糖批签大幅增长，部分或将体现在四季度。**今年 1-10 月 ACYW135 群脑膜炎多糖疫苗批签发同比增长近 70%，部分由于公司对该产品生产线进行改造，从而为明年销售提前储备。由于华兰、天元的四价流脑多糖批签同比均出现显著下降，而新进入市场的康华批签量相对较小，我们认为该产品对公司业绩的拉动或将从四季度开始体现。
- **明年上半年即将上市自产 Hib，下半年有望恢复生产 AC 结合。**我们认为公司已提升结合疫苗技术水平并实现破伤风内毒素自产，预计自产 Hib 明年上半年有望上市，AC 结合则可能于明年下半年上市。目前 Hib、AC 结合的接种率约 40% 左右，而国内外较为成熟的二类/自费疫苗接种率可以达到 70~80% 以上，因此市场潜力仍很巨大，智飞的加入将有助于将此两种疫苗市场规模做大。
- **有望 13 年上市的 Hib-AC 三联苗或成重磅炸弹。**我们预计 Hib-AC 三联结合苗明年底有可能拿到生产批件，正式上市很可能要到 13 年。由于 Hib、AC 结合的前两针接种时间均为 4-6 个月，而此月龄段又是接种高峰，Hib-AC 三联苗将具有较高的市场价值。而一旦 Hib 和 AC 结合转为一类苗，Hib-AC 三联苗的需求很可能进一步放大。参考 GSK 的 Hib-DTaP 终端价格约 450 元/剂，我们认为 Hib-AC 的终端价格可能不低于 400 元，即使批签 100 万支，市场规模也在 4 亿元以上，因此十分看好公司的这一产品。
- **盈利预测和投资评级。**随着一系列前景良好的产品上市及放量，我们认为公司明年业绩很可能出现恢复性增长，后年或将出现爆发式增长。预计 11-13 年的 EPS 分别为：0.55, 0.86 和 1.32 元，对应 11 月 22 日收盘价 28.86 的 PE 分别为：52, 34 和 22 倍，给予 12 年 40 倍估值，目标价 34.4 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**自产疫苗上市进度及销售低于预期。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

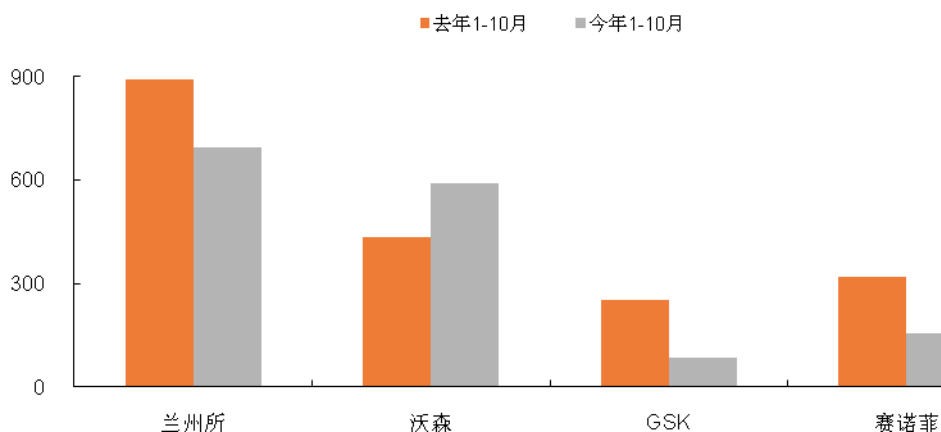
一、公司近况

1.1 主要产品近期批签发数据及分析

今年 1-10 月兰州所 Hib 批签同比下降约 22%，考虑到库存、渠道周转、收入确认延迟等因素，我们预计今年 Hib 代理业务可能略有下降。近两年兰州所 Hib 市场占有率接近 50%，考虑到智飞的强大营销网络、中生集团营销整合尚需一定时间，短期内兰州所对于公司的依赖难以改变，因此我们认为这种双赢的代理合作关系很可能延续。明年上半年公司自产 Hib 或将上市，我们认为公司可能对于自产和代理产品的市场定位做一定区隔。

图表1 Hib批签发数据（智飞代理兰州所）

单位：万支

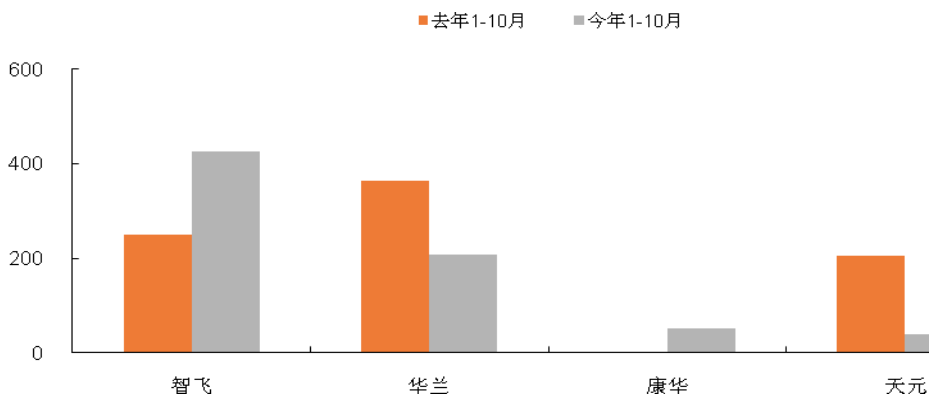


资料来源：中检所，平安证券研究所整理

ACYW135 群脑膜炎多糖疫苗市场缺口巨大（约 5000 万剂），今年 1-10 月公司自产四价流脑多糖批签同比增加约 69%，而主要竞争对手批签显著下降。该产品批签大幅增长部分是因为公司正对该产品生产线进行改造（近期将完成），从而为明年销售提前储备。

图表2 ACYW135群脑膜炎多糖疫苗批签发数据

单位：万支

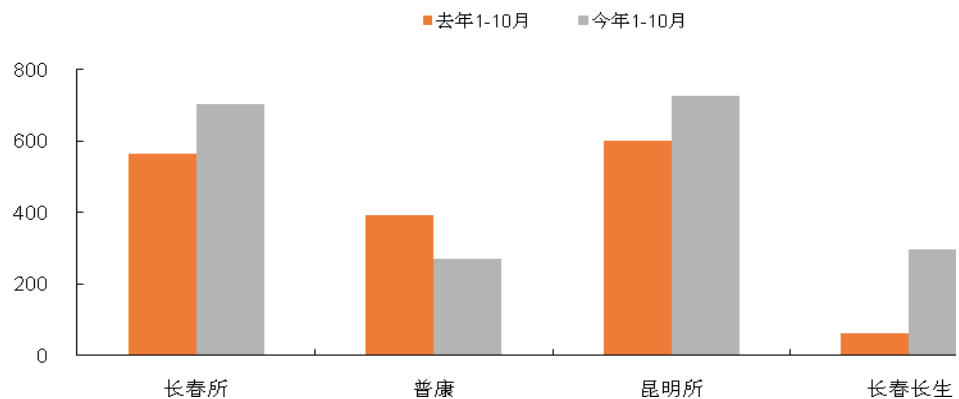


资料来源：中检所，平安证券研究所整理

今年 1-10 月普康甲肝减毒活疫苗批签同比下降约 31%，而竞争对手批签均明显上升，预计今年甲肝代理业务将有所下降。长期来看，由于甲肝灭活疫苗在免疫效果、安全性、使用范围等方面都优于减毒活疫苗，公司与普康的甲肝代理合作是否延续值得关注。

图表3 甲肝减毒活疫苗批签发数据（智飞代理普康）

单位：万支

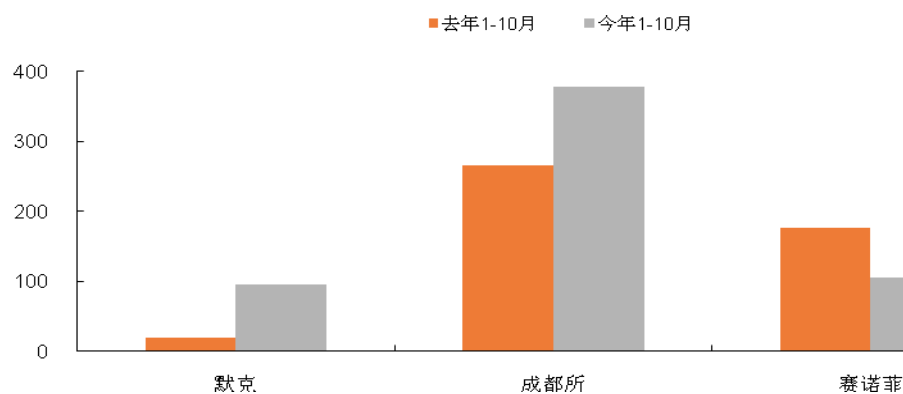


资料来源：中检所，平安证券研究所整理

23 价肺炎多糖疫苗目前市场规模近 10 亿元，理论缺口约 7000 万支。今年 1-10 月，公司代理的默克 23 价肺炎多糖疫苗（终端价格约 200 元/支）批签 95 万支，同比猛增约 4 倍，我们估计部分将体现在四季度业绩中。

图表4 23价肺炎多糖疫苗批签发数据（智飞代理默克）

单位：万支



资料来源：中检所，平安证券研究所整理

1.2 公司在研产品

除了依靠自身研发力量外，公司积极与外单位合作开发新型疫苗。公司现有自主在研疫苗 9 项，合作研发疫苗 6 项。

图表5 公司自主研发项目

序号	项目名称	研发主体	报告期实际进展状况	有无显著变化及原因	拟达到的目标
1	ACYW135 脑膜炎结合	北京绿竹	申报临床	正常	获得新药证书和生产文号
2	流感病毒裂解疫苗	龙科马	实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
3	细菌性痢疾结合疫苗	北京绿竹	实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
4	13 价肺炎结合	北京绿竹	实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
5	ABC 群脑膜炎球菌疫苗	北京绿竹	实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
6	水痘疫苗	北京绿竹	实验室阶段	进度放缓，公司决策	获得新药证书和生产文号
7	伤寒副伤寒外膜蛋白疫苗	北京绿竹	实验室阶段	进度放缓，公司决策	获得新药证书和生产文号
8	ACYW135-Hib 结合	北京绿竹	实验室阶段	新增项目	获得新药证书和生产文号
9	23 价肺炎多糖	北京绿竹	实验室阶段	新增项目	获得新药证书和生产文号

资料来源：公司年报

预计公司自主研发的流感病毒裂解、细菌性痢疾结合疫苗、合作开发的结核疫苗即将进行临床申报，但部分项目因监管要求新增实验导致临床申请进度放缓。我们将密切关注公司在研疫苗的相关进展。

图表6 公司合作研发项目

序号	项目名称	研发主体	报告期实际进展状况	有无显著变化及原因	拟达到的目标
1	混合型乙肝治疗性疫苗	北京绿竹	实验室阶段	正常	获得新药证书和生产文号
2	手足口病疫苗	解放军 302 医院	实验室阶段	正常	获得新药证书和生产文号
3	结核诊断试剂		实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
4	新型结核病疫苗	龙科马	实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
5	治疗性乙肝疫苗基础性试验研究	中国药品生物制品标准化研究中心	实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
6	HPV 疫苗基础试验研究		实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
7	初免-加强型结核疫苗		实验室阶段	因药监部门新增试验项目	获得新药证书和生产文号
8	人戊型肝炎疫苗	北京绿竹	实验室阶段	新增项目	获得新药证书和生产文号
9	人 HPV 疫苗	香港科大	实验室阶段	新增项目	获得新药证书和生产文号

资料来源：公司年报

此外，我们也不能排除公司可能通过外延式并购方式引进所需品种，由于公司目前尚无自产病毒性疫苗上市或处于临床阶段，我们推测疫苗优势厂家会是优先考虑方向。

1.3 分产品收入预测

图表7 分产品收入预测		单位：万元			
产品	2010	2011	2012	2013	
Hib（代理）	62,824	57,000	53,000	45,000	
YOY		-9.3%	-7.0%	-15.1%	
ACYW135 群流脑多糖（自产）	19,957	20,000	25,000	30,000	
YOY		0.2%	25.0%	20.0%	
注射用母牛分支杆菌（自产）	3,691	4,200	6,000	7,500	
YOY		13.8%	42.9%	25.0%	
甲肝减毒活（代理）	2,915	2,800	2,500	2,000	
YOY		-4.0%	-10.7%	-20.0%	
麻腮风三联（代理）		250	400	600	
YOY			60.0%	50.0%	
23 价肺炎多糖（代理）		2,000	4,000	6,000	
YOY			100.0%	50.0%	
AC 结合（自产）	2,781	0	2,000	6,000	
YOY				200.0%	
内部抵销	-21,353	-16,000	-17,500	-19,000	
AC 多糖（自产）	76	0	1,500	2,000	
YOY				33.3%	
麻风二联（代理）	0	0	0	0	
其他	1	0	0	0	
Hib（自产）			10,000	15,000	
YOY				50.0%	
Hib-AC 结合（自产）				20,000	
其他业务收入	2,839	6,000	7,000	8,000	
YOY		111.3%	16.7%	14.3%	
合计	73,732	76,250	93,900	123,100	
YOY		3.4%	23.1%	31.1%	

资料来源：平安证券研究所整理

1.4 毛利率将显著提升，销售、管理费用率或稳中有降

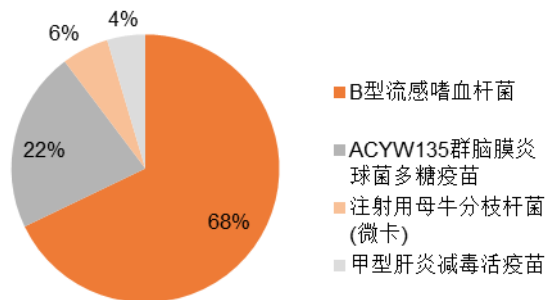
伴随着由代理向自产转型，我们认为公司毛利将显著提升，预计 11-13 年毛利率约为 60%，69%和 77%。从长远发展利益考虑，公司今年大幅增加了研发投入和市场投入，而营业收入却由于行业因素和自身转型暂缓增长，导致前三季销售、管理费用率大幅攀升，净利润下滑。我们预计随着明后年营收的增长，两大费用率有望稳中有降。

二、核心信息附录

2.1 公司业务概要

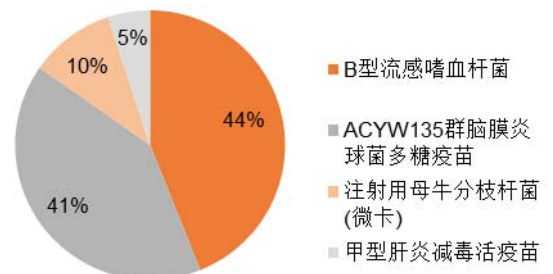
公司是国内本土综合实力最强的民营生物疫苗企业之一，主要致力于疫苗、生物制品的研发、生产和销售，具有强大的疫苗营销网络体系。

图表8 2011年上半年收入构成



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

图表9 2011年上半年毛利构成

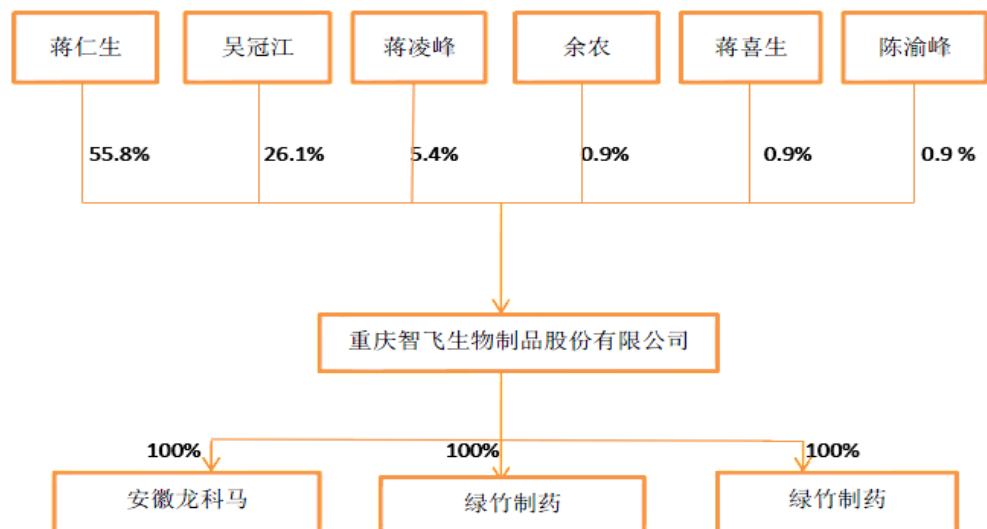


资料来源：公司半年报、平安证券研究所

2.2 股权结构

公司控股股东、实际控制人为董事长兼总经理蒋仁生先生，持有公司 55.8%的股份。

图表10 公司股权结构

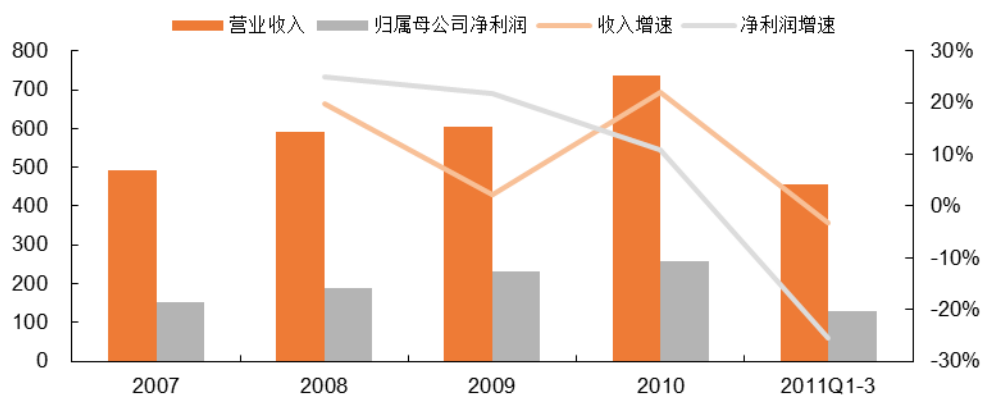


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所整理

2.3 2011 前三季度业绩概要

2011 年前三季度实现主营收入 4.57 亿元，比上年同期下降 3.32%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.29 亿元，较上年同期下滑 25.5%。

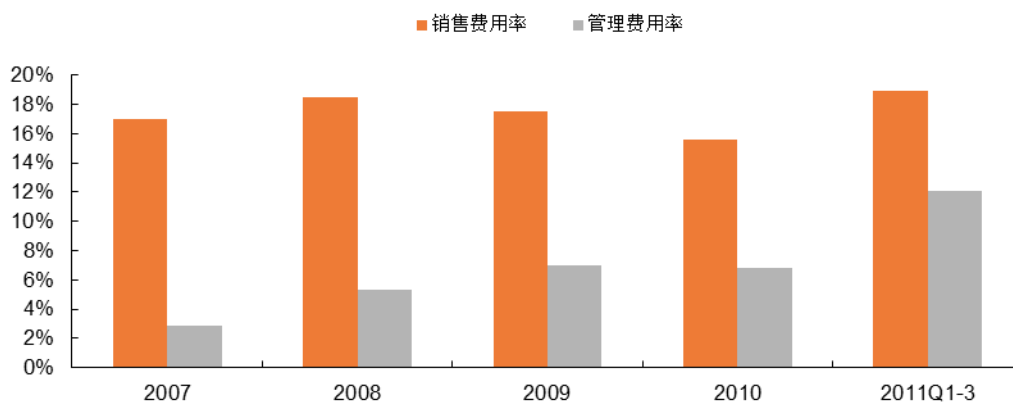
图表11 公司业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司资料，平安证券研究所

公司前三季度销售费用率同比增长 18.93%；管理费用同比增长 71.41%，主要原因是研究开发费用增加，同时由于员工人数增加，使得工资和社会保险费相应增加；财务费用较去年同期下降 1650.68%，主要原因是募集资金存款利息收入增加所致。

图表12 公司销售、管理费用率变化



资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
流动资产	348	2010	1918	2042					
现金	182	1616	1588	1663					
应收账款	72	298	224	276					
其他应收款	4	6	6	7					
预付账款	60	13	15	15					
存货	30	76	85	82					
其他流动资产	0	0	0	0					
非流动资产	170	199	436	656					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	66	72	211	356					
无形资产	60	69	73	77					
其他非流动资产	44	58	152	223					
资产总计	518	2209	2354	2699					
流动负债	51	52	56	58					
短期借款	8	0	0	0					
应付账款	1	1	2	1					
其他流动负债	42	51	55	56					
非流动负债	15	16	15	15					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	15	16	15	15					
负债合计	66	68	71	73					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	360	400	400	400					
资本公积	15	1408	1408	1408					
留存收益	77	334	475	818					
归属母公司股东权	452	2142	2283	2626					
负债和股东权益	518	2209	2354	2699					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
经营活动现金流	211	54	272	295					
净利润	232	257	221	343					
折旧摊销	0	17	22	38					
财务费用	-0	-5	-40	-41					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	0	-222	71	-47					
其他经营现金流	-21	8	-2	1					
投资活动现金流	-43	-39	-261	-261					
资本支出	12	52	250	250					
长期投资	0	0	-1	0					
其他投资现金流	-32	12	-12	-11					
筹资活动现金流	-47	1419	-40	41					
短期借款	3	-8	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	340	40	0	0					
资本公积增加	15	1393	0	0					
其他筹资现金流	-404	-6	-40	41					
现金净增加额	120	1434	-28	75					
					利润表				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
营业收入	604	737	763	939					
营业成本	189	269	305	292					
营业税金及附加	10	11	11	14					
营业费用	106	115	145	174					
管理费用	42	50	92	108					
财务费用	-0	-5	-40	-41					
资产减值损失	1	3	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	258	294	250	392					
营业外收入	3	9	10	12					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	261	303	260	404					
所得税	29	46	39	61					
净利润	232	257	221	343					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	232	257	221	343					
EBITDA	257	305	232	390					
EPS (元)	0.64	0.64	0.55	0.86					
					主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	2.3%	22.1%	3.4%	23.1%					
营业利润	16.3%	14.1%	-14.9%	56.8%					
归属于母公司净利润	21.9%	10.9%	-14.0%	55.4%					
获利能力									
毛利率(%)	68.8%	63.5%	60.0%	68.9%					
净利率(%)	38.3%	34.8%	29.0%	36.5%					
ROE(%)	51.3%	12.0%	9.7%	13.1%					
ROIC(%)	49.7%	11.4%	7.8%	11.4%					
偿债能力									
资产负债率(%)	12.8%	3.1%	3.0%	2.7%					
净负债比率(%)	12.06%	0.00%	0.00%	0.00%					
流动比率	6.78	38.60	34.16	35.30					
速动比率	6.20	37.13	32.64	33.89					
营运能力									
总资产周转率	1.33	0.54	0.33	0.37					
应收账款周转率	9	4	3	4					
应付账款周转率	47.65	255.95	234.78	195.65					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.64	0.55	0.86					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	1.84	1.91	2.35					
每股净资产(最新摊薄)	1.13	5.35	5.71	6.56					
估值比率									
P/E	49.76	45.09	52.47	33.56					
P/B	25.54	5.39	5.05	4.40					
EV/EBITDA	57	223	44	41					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257