

智飞生物 (300122)

行业复苏，否极泰来

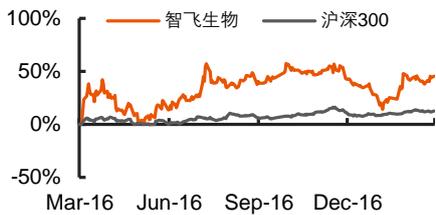
推荐 (维持)

现价: 17.79 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.zhifeishengwu.com
大股东/持股	蒋仁生/54.13%
实际控制人/持股	蒋仁生/%
总股本(百万股)	1,600
流通 A 股(百万股)	863
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	284.64
流通 A 股市值(亿元)	153.60
每股净资产(元)	1.58
资产负债率(%)	6.95

行情走势图



相关研究报告

- 《智飞生物*300122* 业绩触底，疫苗供应恢复引领反转》 2017-01-26
- 《智飞生物*300122*疫苗事件影响渐入尾声，重磅品种与渠道优势共助成长》 2016-10-20
- 《智飞生物*300122*行业震荡迎新，HPV 疫苗带来倍数级增长机遇》 2016-10-10

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号
S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

倪亦道 一般从业资格编号
S1060116040040
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

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。

投资要点

事项: 公司公布 2016 年年报及 2017 年一季度业绩预告:

2016年实现营业收入4.46亿元，同比下降-37.43%；实现归属净利润3252万元，同比下降83.53%，扣非归属净利润2703万元，同比下降85.68%；实现EPS0.02元/股；基本符合预期。分红每10股派现0.10元（含税）。

2017年一季度预计盈利4440-6216万元，同比变化-25%到5%。

平安观点:

■ 行业冲击致业绩下滑，销售已在恢复过程中:

2016年3月山东疫苗案后，国家一度喊停二类苗的销售与配送，而之后CDC等相关部门的调整也使得疫苗供销在更长时间内处于停滞状态。国内二类苗制造商面临终端不畅和经销商退货的双重压力，业绩短期明显承压。

智飞生物主要产品均为二类疫苗，16年全年实现营业收入4.46亿元，同比下降37.43%。其中自产疫苗收入4.11亿元，同比下降11.73%；同样主要销往CDC的治疗用微卡收入2798万元，同比下降59.15%；代理二类苗则因为代理期结束原因仅有收入294万元，同比下降98.24%。总体毛利率因自有疫苗占比大幅提升达到了92.62%，同比上升15.60PP。费用方面，因产品结构改变以及固定费用支出不能随收入同比下降，销售费用率达45.21%，同比上升11.66PP，管理费用率为34.61%，同比上升16.95PP。

需要注意的是，尽管目前二类疫苗市场尚未达到疫苗案之前的水平，但已有明显恢复。智飞生物16年4个季度的收入依次分别为1.44、0.40、0.89和1.73亿元。四季度收入已超越16年同期水平，当季实现净利润0.26亿元，回到零轴以上。

■ 配送模式占得先机，大品种带来业绩弹性:

自2017年1月1日起，国内二类苗销售全面实现“一票制”。从现实情况看，二类苗行业变革的影响主要在于配送而非销售。相当一部分经销商转型为销售推广商，不再直接接触产品，但仍承担学术推广职责。相比之下，二类苗的配送则需要拥有触及各个县疾控中心的冷链仓储运输，目前能够

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	713	446	1184	1628	1920
YoY(%)	-11.0	-37.4	165.4	37.5	18.0
净利润(百万元)	197	33	437	635	752
YoY(%)	33.4	-83.5	1242.6	45.5	18.4
毛利率(%)	80.1	92.1	94.2	94.4	94.2
净利率(%)	27.7	7.3	36.9	39.0	39.2
ROE(%)	8.0	1.3	14.8	17.7	17.3
EPS(摊薄/元)	0.12	0.02	0.27	0.40	0.47
P/E(倍)	144.2	875.3	65.2	44.8	37.8
P/B(倍)	11.5	11.3	9.6	7.9	6.6

达成该条件的企业数量较少，成为了疫苗供应恢复的一大障碍。

智飞长期坚持自行配送，拥有十余台符合冷链要求的配送车辆，覆盖多数人口稠密地区，使得疫苗能够快速恢复配送。更流畅的配送渠道加上公司进一步扩张的销售队伍，有望在渠道库存较低的情况下取得先发优势，占得更高市场份额。

产品方面，独家品种 AC-Hib 上市后快速放量，17 年有望达到 400 万支以上的销量。潜力品种中，代理 MSD 的 HPV 疫苗或将在 17 年获批，上市一年内销售预计在 22 亿元以上，为智飞带来倍数级增长。此外，代理 RV 疫苗和自产的预防用微卡及配套 EC 试剂也将在 18 年左右获批上市，进一步推升公司业绩。

- **重磅产品+渠道优势，有望领先走出阴霾迎来突破，维持“推荐”评级：**公司正处于重磅品种持续落地时期，AC-Hib 快速放量，HPV 疫苗、RV 疫苗及预防用微卡等新品也将在近年中陆续落地。长期坚持打造自有配送渠道，充分适应二类苗供销新业态要求，获得先发优势。预计 2017-2019 年现有产品发展能够带来的 EPS 为 0.27、0.40、0.47 元，考虑到公司重要在研产品较多，按分步估值法测算给予 370 亿元总市值。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业恢复速度不达预期，后续产品审批风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1138	1525	2223	2986
现金	658	500	1226	1614
应收账款	359	956	853	1280
其他应收款	0	33	13	41
预付账款	12	3	6	5
存货	104	30	123	42
其他流动资产	108	33	126	45
非流动资产	1571	1577	1552	1520
长期投资	0	0	0	0
固定资产	622	621	652	717
无形资产	297	285	273	261
其他非流动资产	653	671	627	543
资产总计	2709	3101	3775	4506
流动负债	101	54	92	71
短期借款	0	0	0	0
应付账款	53	19	32	29
其他流动负债	47	34	60	41
非流动负债	88	90	90	90
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	88	90	90	90
负债合计	188	144	182	161
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1600	1600	1600	1600
资本公积	208	208	208	208
留存收益	713	1150	1785	2537
归属母公司股东权益	2521	2958	3593	4345
负债和股东权益	2709	3101	3775	4506

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	90	-110	753	410
净利润	33	437	635	752
折旧摊销	57	57	63	71
财务费用	-1	-11	-13	-19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-73	-594	68	-395
其他经营现金流	73	0	0	0
投资活动现金流	-152	-59	-41	-41
资本支出	-11	-59	-41	-41
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-141	0	0	0
筹资活动现金流	25	11	13	19
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	800	0	0	0
资本公积增加	-700	0	0	0
其他筹资现金流	-75	11	13	19
现金净增加额	-37	-158	726	388

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	446	1184	1628	1920
营业成本	35	69	92	110
营业税金及附加	6	12	16	19
营业费用	202	391	505	595
管理费用	154	201	277	326
财务费用	-18	-11	-13	-19
资产减值损失	38	18	15	15
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	29	504	736	873
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	36	511	743	880
所得税	3	74	108	128
净利润	33	437	635	752
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	33	437	635	752
EBITDA	65	550	786	925
EPS(元)	0.02	0.27	0.40	0.47

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	-37.4	165.4	37.5	18.0
营业利润(%)	-87.0	1649.8	46.1	18.6
归属于母公司净利润(%)	-83.5	1242.6	45.5	18.4
获利能力				
毛利率(%)	92.1	94.2	94.4	94.2
净利率(%)	7.3	36.9	39.0	39.2
ROE(%)	1.3	14.8	17.7	17.3
ROIC(%)	0.6	24.5	26.8	32.9
偿债能力				
资产负债率(%)	6.9	4.6	4.8	3.6
净负债比率(%)	-23.7	-15.9	-9.9	-24.0
流动比率	11.3	28.5	24.2	42.2
速动比率	10.3	27.9	22.8	41.6
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	1.1	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	7.1	32.7	63.8	62.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.27	0.40	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	-0.07	0.47	0.26
每股净资产(最新摊薄)	1.6	1.8	2.2	2.7
估值比率				
P/E	875.3	65.2	44.8	37.8
P/B	11.3	9.6	7.9	6.6
EV/EBITDA	395.9	50.5	34.5	28.9

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±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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（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股份有限公司（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。客户并不能仅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。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033