

智飞生物 (300122.SZ)

公司快报

行业恢复促业绩回暖，期待独家重磅产品放量

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 4.46 亿元，同比下降 37.43%，实现归母净利润 3,252.03 万元，同比下降 83.53%。同时公司发布 2017 年第一季度业绩预告，公司预计实现归母净利润 4,439.88 万元-6,215.83 万元，同比下降 0-25%或上升 0-5%。
- ◆ **行业冲击致公司业绩下滑，自产比例加大促毛利率提升**：2016 年 3 月，山东疫苗事件爆发，国家修改相应条例、调整部分疫苗政策、构建疫苗采购模式，短期内对公司的业绩造成冲击，以第二季度降幅最大，全年各项经营指标同比下降明显。分产品看，公司自产二类苗实现营业收入 4.11 亿元，同比下降 11.73%；自产治疗性生物制品 2,798.27 万元，同比下降 59.15%；代理二类苗实现营业收入 293.64 万元，同比下降 98.25%。受行业政策影响，公司代理疫苗营收大幅下降，公司自主疫苗产品营收占比达 92.12%，自主疫苗占比的上升致使公司毛利率大幅上涨，由 2015 年的 80.11% 上升至 2016 年的 92.10%，同比上升 11.99PCT。
- ◆ **“自营直销模式” 占据市场先机，业绩走出低谷持续恢复**：山东疫苗事件之后，国务院发布新修订的《疫苗流通和预防接种管理条例》，指出“疫苗生产企业应当直接向县级疾病预防控制机构配送第二类疫苗，或者委托具备冷链储存、运输条件的企业配送”。而由于公司一直坚持“自营直销为主”的营销体系，目前公司已初步建立了行业领先的全天候、覆盖最广泛、深入最终端的市场服务网络，覆盖全国 30 个省，327 个地市，2248 个县，25400 多个接种点，已在行业变革中占据了先机。单季来看，公司 2016 年第四季度实现营业收入 1.73 亿元，同比上升 9.66%，实现归母净利润 2,575.91 万元，同比下降 30.21%，但与第三季度-527.76 的净利润相比，环比增长迅速，公司销售业绩已经逐渐恢复。
- ◆ **重磅产品有望继续放量，公司业绩弹性大**：2014 年底，公司自主研发的 AC-Hib 联合疫苗（商品名：喜贝康）获批上市，AC-Hib 联合疫苗是公司独家重磅产品，主要用于预防 A 群、C 群脑膜炎球菌及 b 型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病，适用于 2 月龄至 71 月龄婴幼儿和儿童，可大大降低疫苗接种次数。我们认为随着各省二类疫苗集中采购的恢复，2017 年 AC-Hib 联合疫苗销量有望达到 400 万支。同时，公司代理的默沙东的 4 价 HPV 疫苗有望 2017 年获批上市，有望快速拉升公司业绩增长。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.24、0.36 和 0.47 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 19.5 元，相当于 2017 年 81 倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**：行业恢复不达预期，产品研发不达预期，竞争加剧。

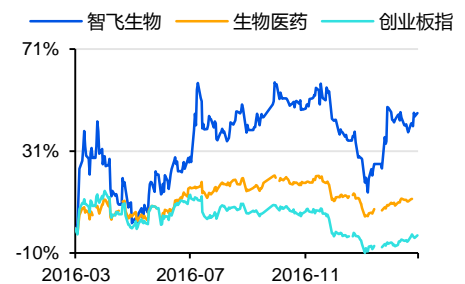
医药 | 生物医药 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	19.5 元
股价(2017-03-13)	17.79 元

交易数据

总市值 (百万元)	28,464.00
流通市值 (百万元)	15,326.42
总股本 (百万股)	1,600.00
流通股本 (百万股)	861.52
12 个月价格区间	11.90/35.76 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.43	2.6	48.27
绝对收益	-1.44	1.89	50.13

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	712.7	445.9	1,226.4	1,655.6	2,094.3
同比增长(%)	-11.0%	-37.4%	175.0%	35.0%	26.5%
营业利润(百万元)	220.6	28.8	436.9	648.5	839.4
同比增长(%)	28.2%	-87.0%	1417.8%	48.4%	29.4%
净利润(百万元)	197.4	32.5	386.0	576.8	750.3
同比增长(%)	33.4%	-83.5%	1086.9%	49.4%	30.1%
每股收益(元)	0.12	0.02	0.24	0.36	0.47
PE	144.2	875.3	73.7	49.4	37.9
PB	11.5	11.3	10.5	9.4	8.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	712.7	445.9	1,226.4	1,655.6	2,094.3	年增长率					
减:营业成本	141.8	35.2	85.8	99.3	125.7	营业收入增长率	-11.0%	-37.4%	175.0%	35.0%	26.5%
营业税费	4.7	5.5	11.4	15.6	21.8	营业利润增长率	28.2%	-87.0%	1417.8	48.4%	29.4%
销售费用	239.1	201.6	410.8	546.3	691.1	净利润增长率	33.4%	-83.5%	1086.9	49.4%	30.1%
管理费用	125.9	154.4	270.6	331.1	397.9	EBITDA 增长率	30.0%	-72.4%	646.7%	44.2%	27.3%
财务费用	-27.6	-18.5	-9.1	-7.7	-8.6	EBIT 增长率	30.9%	-94.6%	4041.1	49.8%	29.6%
资产减值损失	10.5	38.1	20.5	23.0	27.2	NOPLAT 增长率	32.6%	-94.3%	3859.5	51.3%	30.8%
加:公允价值变动收益	0.8	-0.8	0.3	0.1	-0.1	投资资本增长率	7.1%	9.6%	52.5%	-7.5%	39.7%
投资和汇兑收益	1.5	-	0.3	0.6	0.3	净资产增长率	0.5%	2.1%	7.6%	11.6%	13.0%
营业利润	220.6	28.8	436.9	648.5	839.4	盈利能力					
加:营业外净收支	10.1	7.0	6.7	7.9	7.2	毛利率	80.1%	92.1%	93.0%	94.0%	94.0%
利润总额	230.7	35.7	443.6	656.5	846.6	营业利润率	31.0%	6.5%	35.6%	39.2%	40.1%
减:所得税	33.3	3.2	57.6	79.7	96.3	净利润率	27.7%	7.3%	31.5%	34.8%	35.8%
净利润	197.4	32.5	386.0	576.8	750.3	EBITDA/营业收入	32.8%	14.5%	39.3%	42.0%	42.3%
						EBIT/营业收入	27.1%	2.3%	34.9%	38.7%	39.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	7.9%	6.9%	9.1%	8.3%	13.3%
货币资金	809.1	658.5	98.1	541.8	167.5	负债权益比	8.6%	7.5%	10.0%	9.0%	15.4%
交易性金融资产	0.8	-	0.3	0.3	0.2	流动比率	10.84	11.31	8.11	10.01	5.84
应收帐款	427.0	359.3	1,247.5	1,106.7	2,031.5	速动比率	9.98	10.28	7.32	8.90	5.12
应收票据	6.6	0.3	29.6	5.3	37.2	利息保障倍数	-7.00	-0.56	-46.88	-83.03	-97.11
预付帐款	7.4	12.4	7.6	22.0	23.7	营运能力					
存货	108.0	104.4	149.7	208.9	318.9	固定资产周转天数	247	502	176	122	89
其他流动资产	0.6	3.4	3.3	2.4	3.0	流动营业资本周转天数	225	324	244	266	282
可供出售金融资产	7.0	16.0	7.7	10.2	11.3	流动资产周转天数	752	1,008	393	372	384
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	215	317	236	256	270
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	66	86	37	39	45
投资性房地产	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	总资产周转天数	1,363	2,176	836	684	623
固定资产	622.2	621.9	579.9	537.9	495.9	投资资本周转天数	728	1,261	605	522	475
在建工程	292.8	487.7	487.7	487.7	487.7	费用率					
无形资产	218.8	213.2	201.1	189.0	177.0	销售费用率	33.6%	45.2%	33.5%	33.0%	33.0%
其他非流动资产	180.5	231.6	172.1	189.5	194.4	管理费用率	17.7%	34.6%	22.1%	20.0%	19.0%
资产总额	2,681.6	2,709.5	2,985.3	3,302.7	3,949.3	财务费用率	-3.9%	-4.1%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
短期债务	-	-	37.4	-	152.0	三费/营业收入	47.3%	75.7%	54.8%	52.5%	51.6%
应付帐款	93.7	72.4	101.2	156.6	234.3	投资回报率					
应付票据	0.9	1.5	25.3	1.2	25.9	ROE	8.0%	1.3%	14.2%	19.0%	21.9%
其他流动负债	30.8	26.7	25.6	30.8	29.7	ROA	7.4%	1.2%	12.9%	17.5%	19.0%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	11.9%	0.6%	22.8%	22.6%	31.9%
其他非流动负债	87.0	87.6	82.1	85.5	85.1	分红指标					
负债总额	212.4	188.2	271.4	274.1	527.0	DPS(元)	0.05	0.01	0.12	0.17	0.22
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	40.5%	49.2%	47.9%	45.9%	47.7%
股本	800.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	1,600.0	股息收益率	0.3%	0.1%	0.6%	0.9%	1.3%
留存收益	1,768.7	921.3	1,113.9	1,428.6	1,822.3						
股东权益	2,469.2	2,521.3	2,713.9	3,028.6	3,422.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	197.4	32.5	386.0	576.8	750.3	EPS(元)	0.12	0.02	0.24	0.36	0.47
加:折旧和摊销	43.7	57.4	54.0	54.0	54.0	BVPS(元)	1.54	1.58	1.70	1.89	2.14
资产减值准备	10.5	38.1	-	-	-	PE(X)	144.2	875.3	73.7	49.4	37.9
公允价值变动损失	-0.8	0.8	0.3	0.1	-0.1	PB(X)	11.5	11.3	10.5	9.4	8.3
财务费用	-	-0.6	-9.1	-7.7	-8.6	P/FCF	639.3	-256.9	-65.5	39.2	-2,406.
投资损失	-1.5	-	-0.3	-0.6	-0.3	P/S	39.9	63.8	23.2	17.2	13.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	56.7	427.4	58.6	39.9	31.9
营运资金的变动	-48.3	-89.3	-852.5	115.0	-973.1	CAGR(%)	43.0%	184.7%	37.6%	43.0%	184.7%
经营活动产生现金流量	223.4	90.0	-421.7	737.6	-177.8	PEG	3.4	4.7	2.0	1.1	0.2
投资活动产生现金流量	-336.5	-151.8	8.1	-2.1	-0.5	ROIC/WACC	1.1	0.1	2.2	2.2	3.0
融资活动产生现金流量	-213.9	24.9	-146.8	-291.7	-196.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn