

宋颖

执业证书编号：S0270511060002

联系人：李守峰

电话：021-20220051-812

lisf@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-20220051

最坏的时期即将过去

——智飞生物（300122）调研简报

研究报告-公司调研简报

增持

报告关键要素：

智飞生物11年半年报业绩大幅低于市场预期，主要原因有两方面，一是行业性的原因，由于新版GMP和2010版药典的颁布实施，上半年批签发停顿3-5个月，公司代理兰州所Hib疫苗供应紧张导致销售收入同比下降。二是公司自身的原因，包括公司AC结合疫苗的停产以及管理费用的增加，以上因素的叠加导致公司上半年业绩低于预期。下半年批签发已经逐步恢复，公司停产的AC结合疫苗也有望随着自主Hib疫苗的生产上市而恢复生产，公司最坏的时期正逐步过去。以更长远的眼光看，11年可能是公司近几年的业绩低点，随着公司自主研发产品预充式Hib疫苗以及AC-Hib三联结合疫苗的推出，配合公司国内最强的疫苗销售网络，公司有望几年内成为国内二类疫苗行业的龙头企业。目前看估值虽有些偏高，但中长期前景看好，给予公司“增持”评级。

事件：近日我们参加了智飞生物的管理层见面会，与公司董秘余总进行了深入的交流。

调研内容：

- 公司中期业绩低于预期的原因？
- 公司新产品Hib疫苗、AC-Hib三联疫苗的研发进展情况？
- 公司与默沙东合作的基本情况？

调研结论：

- **公司中期业绩大幅低于预期：**11年上半年实现营业收入3.12亿元，同比下降5.54%；实现归属母公司净利润9759万元，同比下降25.58%，业绩大幅低于市场预期。业绩低于预期的主要原因在于：一是由于2010年药典和新版GMP的实施，疫苗生产企业标准更新后应履行备案，上半年批签发停顿3-5个月，批签发数量较去年同期大幅下降，HAV疫苗和Hib疫苗供应吃紧，导致销售收入同比下降。二是A群C群脑膜炎球菌结合疫苗由于供应商发生变化暂缓生产，本期无销售，A群C群脑膜炎球菌结合疫苗占到10年毛利约13%，因此对公司本期业绩产生了重大影响。三是由于公司寻求新项目以及研发费用增加，管理费用率较去年增加了4.58%。以上三因素叠加导致公司利润增速下滑。
- **疫苗批签发在下半年已逐步恢复正常：**公司从2005年开始代理兰州所的b型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib）疫苗，代理Hib占公司营业收入63%和毛利润的38%。上半年批签发暂停，兰州所完成Hib批签发109万剂，仅完成去年同期的20%不到。从6月下旬开始，兰州所批签发逐步恢复，截止到8月15日，共完成批签发549万剂，基本与去年上半年持平。我们预计在秋冬季节接种高峰期到来之前，兰州所将储备足够的批签发产品，全年公司仍将有望完成1000万剂以上的Hib疫苗销售。
- **自主研发Hib疫苗进展顺利，12年销售有望超预期：**公司自主Hib疫苗生产注册现场核查结果合格，核查抽检的3批样品正在中国药品检定研究院进行检定，我们预计该产品将于11年底或12年初获批。该产品为现有Hib疫苗的高端品种，预计该产品推出后，定价将是现有Hib疫苗产品的一倍。我们认为公司该产品销售有望超预期，一是由于公司长期代理兰州所产品，已经形成了完善的销售网络。

其次，公司为了明年新产品的推广又做了充分的铺垫。在营销队伍上，公司按照大片区总经理、大区总监、大区总经理、业务员的结构建立起金字塔型的营销网络，营销人员由去年的300多个增加到今年的435人，预计到今年年底将超过500人；每名业务员覆盖人口数200万左右。在接种点的覆盖面上，公司也正在加大对接种点的开发力度，公司当前覆盖的接种点为1万多，预计到明年年底增加一倍至2万多个接种点，接种点覆盖密度逐步增加。营销网络的进一步加强将保证现有上市产品的扩张，同时也能保证新产品迅速的打开市场，使产品在它的生命周期内销售最大化。同时，随着自有Hib疫苗的生产，公司停产的A群C群脑膜炎球菌结合疫苗将于Hib结合疫苗生产后恢复生产，该项业务收入也有望于明年恢复。

- **AC-Hib三联结合疫苗将是颠覆现有竞争格局的革命性品种：** AC群脑膜炎球菌—b型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗（AC-Hib三联结合疫苗）项目已向北京市药品监督管理局提交生产文号申请资料，正在进行形式审查，合格后将正式受理进入申请生产文号阶段，我们预计该产品有望于2013年初之前获批生产。AC-Hib是子公司绿竹制药自主研发产品，国内外尚无该产品生产的报道，可以满足一针疫苗同时预防A群、C群脑膜炎球菌，以及b型嗜血流感菌引起的疾病。该产品上市后有望改变现有产品的竞争格局，逐步取代AC结合疫苗和Hib疫苗，市场前景广阔，未来是有望再造一到两个智飞生物的品种。
- **与默沙东合作提升国际战略视野，助推公司业绩增长：** 11年4月25日，公司与默沙东签订《市场服务合同》，作为中国大陆区域内的市场推广服务方，负责默沙东公司“默尔康”（麻疹风疹腮腺炎三联疫苗）、“纽莫法”（23价肺炎球菌多糖疫苗）在中国大陆区域的市场推广工作。该合同涉及产品价值2.2亿元，约定合同对价47,288,688元/年。我们预计麻疹风疹腮腺炎三联疫苗有望于年底前完成所有合同金额，23价肺炎球菌多糖疫苗也能够于明年6月30日前完成销售。该合同的实施有助于公司扩大公司销售规模，增加公司主营业务利润；更重要的是可以提升公司的国际战略视野，近距离学习国际优秀企业的发展战略和成功经验，进一步完善公司治理和规范运作水平，对公司的影响深远。
- **盈利预测与投资建议：** 在不考虑公司可能与默沙东签订的后续合同，我们预计公司11-13年的每股收益分别为0.58、0.89、1.15元，对应11-13年的PE分别为53、35、27倍。我们认为公司最坏的时期即将过去，未来有望成为国内二类疫苗的龙头企业，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：** 公司新产品获批生产低于预期的风险。

盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入（亿元）	6.04	7.37	9.43	12.13
增长比率（%）	2.32%	22.06%	27.90%	28.62%
净利润（亿元）	2.32	2.57	2.32	3.55
增长比率（%）	21.86%	10.88%	-9.56%	52.87%
每股收益（元）	0.64	0.69	0.58	0.89
市盈率（倍）	47	43	52	34

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。