

生物制品
署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 32.20 元

当前股价: 22.92 元

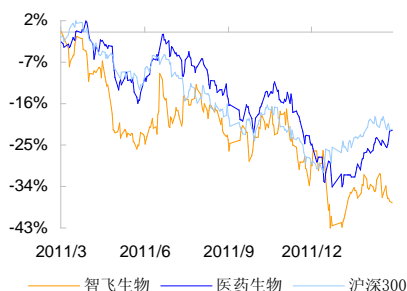
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2350.60
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	15
EPS	0.64
每股净资产(元)	5.35
资产负债率	3.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	-8.90	-2.05	-12.02
医药生物	-0.40	-0.19	-12.64
沪深 300 指数	-1.71	9.04	-4.94


相关报告

智飞生物-11 年业绩预料之中下滑, 期待走过平台期, 重新步入快速增长期

2012-02-29

智飞生物-国际合作进一步深化, 未来合作研发、生产是方向 2012-02-07

智飞生物-经历过风雨, 即将见彩虹

智飞生物
300122
强烈推荐
销售、研发同时加强, 业绩拐点正在出现

公司公告 2011 年年报, 实现收入 6.29 亿, 同比减少 14.73%; 归属于母公司净利 1.96 亿, 同比减少 23.52%; EPS0.49 元, 拟 10 股派发 2.5 元。2012 年一季度预增 10-30%。

投资要点:

- **批签发影响收入增速, 研发费用、销售费用增加影响净利润, 预计 12 年这两大因素都将好转:** 11 年实现收入 6.29 亿, 同比减 14.7%; 营业利润 1.91 亿, 同比减 35%; 利润总额 2.3 亿, 同比减 24%; 净利 1.96 亿, 同比减 23.5%; EPS0.49 元。
- **批签发影响 11 年, 已经恢复正常, 预计 12 年不再影响:** 受新版药典调整影响批签发, 代理兰州所 Hib 和浙江普康甲肝疫苗 11 年上半年批签发数据很少, 影响了销售收入。11 年下半年批签发逐步恢复正常, 预计 12 年将不再有这个因素影响。
- **销售渠道铺设更广、研发产品数量增加, 两项投入均增加:** 11 年新增加默沙东产品的代理销售, 公司销售人员增加至 500 人, 销售渠道面更广, 增加销售费用, 预计 12 年将逐步进入收获期; 11 年公司多个产品研发力度加大, AC-Hib 完成三期临床, 已经申报生产; EV71、23 价肺炎多糖、ACYW135 四价结合等已经申报临床; 13 价肺炎结合、痢疾结合疫苗即将申报临床等。
- **销售投入的增加将促使代理默沙东 23 价肺炎逐步进入收获期, 合作的进一步深化正在进行中:** 11 年的投入主要在渠道的拓展和梳理, 完成后, 12 年该产品有望逐步放量。公司和默沙东签署合作协议备忘录, 我们预计后续的合作也将逐步推进。
- **自产 Hib 正待 GMP 的认证, 未来对利润贡献弹性很大:** 自产 Hib 预计 2 季度通过 GMP 认证, 3-4 季度实现生产销售, 自产 Hib 毛利率超过 90%, 是目前代理产品毛利率的两倍, 给利润贡献带来的弹性大、见效快。
- **AC-Hib 预计年底获批, 13 年实现生产销售:** 该产品是一个过 10 亿的品种的培育, 未来给业绩带来向上的弹性远大于自产 Hib。
- **公司研发品种梯队丰富, 注重新型疫苗的研发和培育, 是疫苗行业中不可多得的好公司, 值得长期配置。我们预 12-14 年 EPS 分别为 0.75、1.05、1.48 元, 对应 PE31、22、15 倍, 未来前景看好, 维持强烈推荐评级。**

风险提示: 疫苗产品的申报审批时间具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	629	974	1281	1587
收入同比(%)	-15%	55%	31%	24%
归属母公司净利润	196	299	419	590
净利润同比(%)	-24%	52%	40%	41%
毛利率(%)	60.1%	61.8%	64.9%	67.2%
ROE(%)	8.7%	11.7%	14.2%	17.0%
每股收益(元)	0.49	0.75	1.05	1.48
P/E	47.17	31.02	22.10	15.69
P/B	4.10	3.62	3.15	2.66
EV/EBITDA	44	24	17	12

资料来源: 中投证券研究所

一、批签发影响收入增速，研发费用、销售费用增加影响净利润

利润表基本数据解读：

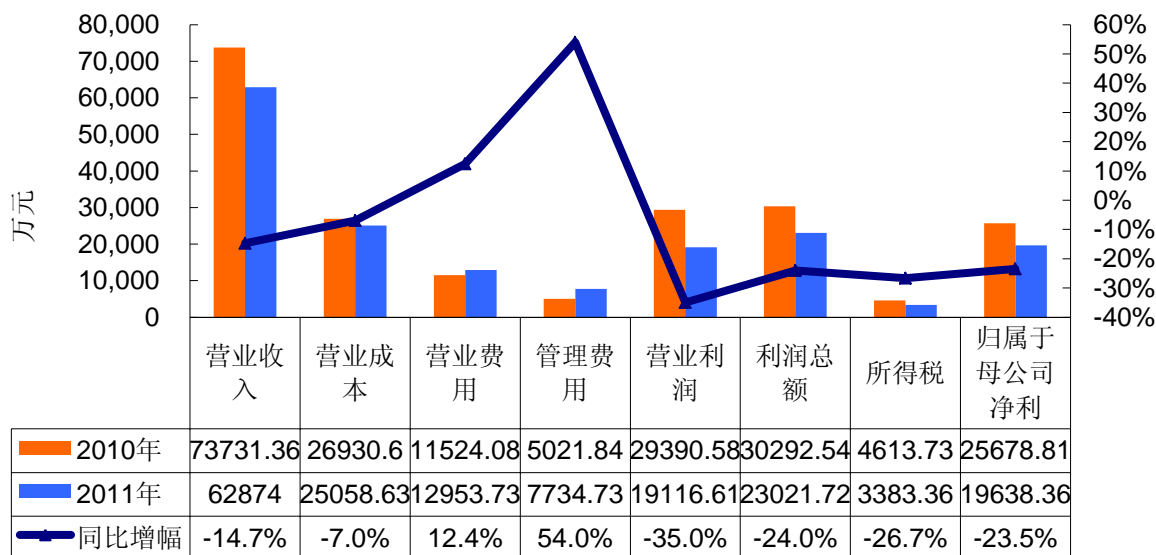
智飞生物 11 年实现收入 6.29 亿，同比减 14.7%；营业利润 1.91 亿，同比减 35%；利润总额 2.3 亿，同比减 24%；净利 1.96 亿，同比减 23.5%；EPS0.49 元。

代理兰州所 Hib、普康的甲肝疫苗受批签发的进度影响，11 年上半年获批产品很少，影响了销售收入。

销售费用同比增长 12.41%，占收入比重 20.6%：随着新增加销售默沙东的品种，公司 11 年销售渠道进行了进一步的扩张，销售费用增加，随着渠道的梳理完成，12 年 23 价肺炎疫苗将逐步取得较好的收益；

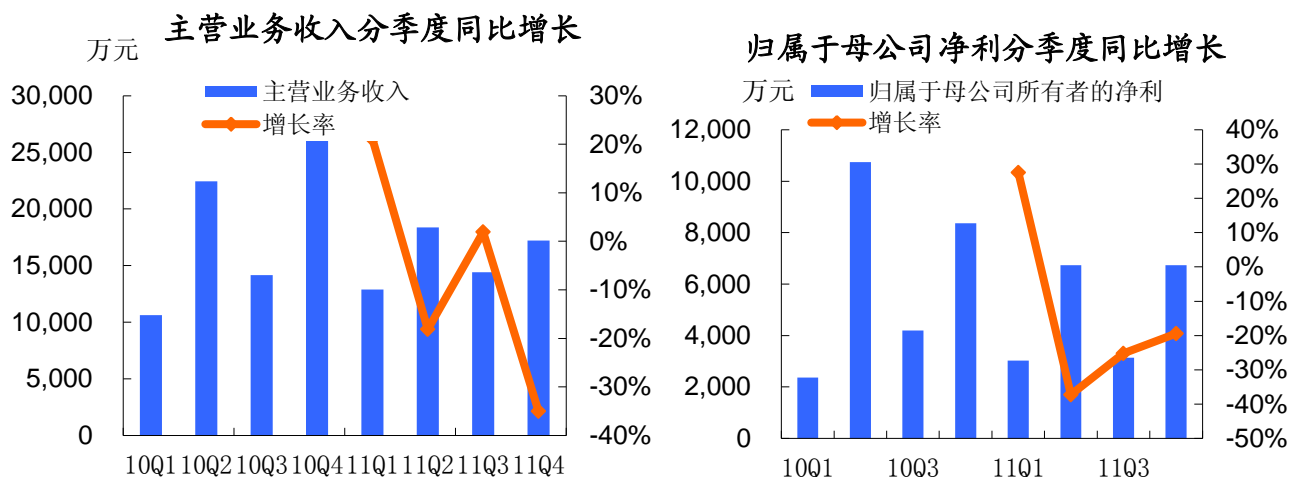
研发产品增多，研发费用同比增长 50.22%：公司非常注重研发，11 年新增多个在研品种，其中 AC-Hib 完成三期临床，已经申报生产；EV71、23 价肺炎多糖、ACYW135 四价结合等已经申报临床；13 价肺炎结合、痢疾结合疫苗即将申报临床等，带来研发费用的增加。公司研发产品定位清晰——新型疫苗、市场潜力大的疫苗品种。研发费用的投入是必要且值得的。

图 1：智飞生物 11 年年报主要盈利性指标变化



来源：智飞生物年报、中投证券研究所

图 2: 智飞生物 11 年分季度收入、净利增长



数据来源: 智飞生物年报、中投证券研究所

表 1: 智飞生物的季度盈利性数据

财务指标(万)	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	11 年 4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	10634	22449	14150	26499	12876	18373	14417	17209	19.4%	-35.1%
营业成本	4371	5873	6053	10634	4818	6500	6554	7187	9.7%	-32.4%
营业费用	2169	2633	2478	4244	3082	2359	3218	4295	33.5%	1.2%
管理费用	1043	1139	1033	1807	1815	1744	1951	2224	14.0%	23.1%
财务费用	-10	-55	-80	-391	-685	-865	-967	-793	-17.9%	103.1%
营业利润	2771	12492	4404	9724	3527	7592	3562	4435	24.5%	-54.4%
利润总额	2805	12664	4896	9928	3545	7938	3595	7944	121.0%	-20.0%
所得税	435	1919	698	1561	523	1201	455	1204	164.4%	-22.9%
归属于母公司净利润	2369.57	10744.38	4198.15	8366.71	3021.61	6737.3	3139.2	6740	114.7%	-19.4%
EPS	0.06	0.27	0.10	0.21	0.08	0.17	0.08	0.17	112.5%	-19.0%
毛利率	58.9%	73.8%	57.2%	59.9%	62.6%	64.6%	54.5%	58.2%	3.7%	-1.6%
营业费用率	20.4%	11.7%	17.5%	16.0%	23.9%	12.8%	22.3%	25.0%	2.6%	8.9%
管理费用率	9.8%	5.1%	7.3%	6.8%	14.1%	9.5%	13.5%	12.9%	-0.6%	6.1%
营业利润率	26.1%	55.6%	31.1%	36.7%	27.4%	41.3%	24.7%	25.8%	1.1%	-10.9%
实际所得税率	15.5%	15.2%	14.3%	15.7%	14.8%	15.1%	12.7%	15.2%	2.5%	-0.6%

资料来源: 智飞生物历年报表、中投证券研究所

二、12 年影响因素不再，业绩回升是大概率事件，默沙东的合作进展顺利，

Hib 和甲肝疫苗批签发影响 11 年，已经恢复正常，预计 12 年不再影响：受新版药典调整影响批签发，代理兰州所 Hib 和浙江普康甲肝疫苗 11 年上半年批签发数据很少，影响了销售收入。11 年下半年批签发逐步恢复正常，11 年整体批签发数据基本正常，预计 12 年将不再有这个因素影响。

表 2: Hib 疫苗批签发数据

Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)						
单位: 万人份	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-2 月
兰州所(西林瓶)	754.5	1009	1140.75	1008.83	1064.87	80.87
沃森	65.43	223.5	368.57	528.21	833.03	205.93
沃森(西林瓶)	65.43	223.5	368.57	438.13	611.89	168.37
沃森(预充)	--	--	--	90.08	221.14	37.56
赛诺菲巴斯德(预充)	296.7	445.78	489.02	502.24	271.37	0
葛兰素史克(GSK)(西林瓶)	273.83	323.28	687.35	320.85	148.76	107.22
诺华(西林瓶)	--	--	--	--	85.61	87.82
默沙东(西林瓶)	74.5	0	0	0	0	0
共计	1464.96	2001.56	2685.69	2360.13	2403.64	481.84
hib+百白破联合疫苗						
葛兰素史克(GSK)	--	--	--	39.91	0	0

数据来源：生物制品检定所、中投证券研究所

表 3: 甲肝疫苗批签发数据

甲肝疫苗					
单位: 万剂	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
浙江普康	510	400	464	487	362
医科院生物所	551	881	970	766	852
长春所	368	247	508	716	847
长春长生	120	257	220	63	449
北京科兴	776	593	730	406	204
上海润泽	0	0	0	0	223
葛兰素史克	102	205	343	460	0
默沙东	11	0	0	0	0
Crucell	0	0	0	33	0
Berna Biotech	34	44	28	36	0
总计	2472	2627	3263	2967	2937

数据来源：生物制品检定所、中投证券研究所

流脑疫苗批签发一直正常，预计 AC 多糖结合疫苗年底恢复生产，明年也将贡献部分利润：流脑疫苗没有受到批签发的影响，一直属于正常。公司的 AC 多糖结合疫苗因为以前重大原料之一破伤风类毒素蛋白外购，现改为自产，需到药监局

报备,所以一直处于停产状态。预计 12 年底有望恢复生产,13 年可贡献部分业绩。

表 4: 流脑疫苗批签发数据

ACYW135 四价流脑疫苗						
单位: 万剂	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-2 月
北京绿竹	0	389	824	310	529	0
华兰生物	0	0	45	484	251	90.31
浙江天元	0	188	540	206	39	30.99
成都康华	0	0	0	0	81	25.6
总计	0	577	1409	1000	900	146.9
AC 多糖结合疫苗						
单位: 万剂	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-2 月
沃森生物	0	0	161	199	266	99.19
无锡罗益	611	1724	157	620	658	159.94
北京绿竹	0	427	0	0	0	0
总计	611	2151	318	819	924	259.13
AC 多糖疫苗						
单位: 万剂	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-2 月
兰州所	2057	2851	1617	1760	2196	226.65
浙江天元	0	710	564	499	612	0
赛诺菲巴斯德	0	42	44	71	99	0
总计	2057	3603	2225	2330	2907	226.65

数据来源: 生物制品检定所、中投证券研究所

代理默沙东产品进展顺利,综合估算毛利率 49.5%.,显示出很好的盈利能力,估算 11 年确认收入 8700 万,剩下合同金额将在 12 年确认:分拆报表,我们估算 11 年代理默沙东产品确认收入共 8700 万,其中约 3700 万以服务费的形式体现;综合计算毛利率 49.5%,显示出很好的盈利能力。

默沙东肺炎疫苗批签发顺利,且增长很快,在销售投入加大的情况下,该品种有望放量,将促进 12 年的业绩增长:

表 5: 肺炎疫苗批签发数据

23 价肺炎多糖疫苗						
单位: 万人份	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-2 月
成都所	60.54	120.88	191.32	326.51	441.07	99.99
默沙东	47.11	5	7	35.18	94.54	80.33
赛诺菲巴斯德	62.54	133.92	129.83	231.06	152.98	0
共计	170.19	259.8	328.15	592.75	688.59	180.32
7 价肺炎结合疫苗						
惠氏	0	12.59	30.96	58.57	38.53	19.95

数据来源: 生物制品检定所、中投证券研究所

三、在研产品梯队丰富，销售渠道能力强，疫苗企业中有望快速成长的好公司，维持强烈推荐评级

公司销售渠道控制好，能力强：公司的销售特点为渠道下沉、服务精细化，11 年销售渠道铺设更广，投入增加，公司销售人员增加至 500 人，随着团队的进一步建设，新加入的产品销售效果将逐步体现；

研发投入增大，研发品种梯队丰富，且定位清晰为新型疫苗、多联疫苗：11 年公司多个产品研发力度加大，AC-Hib 完成三期临床，已经申报生产；EV71、23 价肺炎多糖、ACYW135 四价结合等已经申报临床；13/15 价肺炎结合、痢疾结合疫苗即将申报临床等。

表 6 公司已有和在研产品一览表

疫苗种类	状态	预计/上市时间
ACYW135 四价流脑疫苗	已获批文，在生产	2008 年 5 月
AC 多糖结合疫苗	已获批文，暂停生产	预计 2012 年底复产
Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)	已获生产批件，待 GMP 认证通过后可生产	2012 年 2-3 季度
AC 脑膜炎球菌多糖疫苗	已获生产批件，待 GMP 认证通过后可生产	2012 年上半年
AC 群脑膜炎球菌-Hib 多糖结合疫苗	申报生产批件	2013 年
23 价肺炎多糖疫苗	申报临床批件	2015 年后
手足口病疫苗(EV71)	申报临床批件	2015 年后
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合	申报临床批件	2015 年后
15 价肺炎结合疫苗	实验室阶段，即将申报临床	2015 年后
细菌性痢疾结合疫苗	实验室阶段，即将申报临床	2015 年后
流感病毒裂解疫苗	申报临床	2015 年后
HPV 疫苗基础试验研究	临床前	2018 年后
新型结合病疫苗	临床前	2018 年后
初免-加强型结核疫苗	临床前	2018 年后
混合型乙型肝炎治疗性疫苗	临床前	2018 年后
人戊型肝炎病毒疫苗	临床前	2018 年后

资料来源：公司公告、国家食品药品监督管理局、中投证券研究所

我们认为公司销售能力强，渠道优势很难复制；研发产品梯队丰富，未来的成长潜力很大，是疫苗行业中不可多得的好公司。12 年代理 23 价肺炎多糖疫苗放量、自产 Hib 上市将促进业绩的大幅回升；13 年自产 Hib 放量、AC-Hib 上市；14 年 AC-Hib 大幅放量；公司业绩弹性很大，成长空间很大。和默沙东的合作深化稳步推进，未来合作销售轮状病毒疫苗，合作研发生产呼吸道合胞病毒疫苗等新型疫苗，未来也很有可能代理 HPV 疫苗的销售。

我们预测 12-14 年的 EPS 为 0.75、1.05、1.48 元。对应 P/E31、22、15 倍，估值虽不低，但成长空间很大，维持强烈推荐评级。

表 7 智飞生物分类收入预测表

项目(单位: 百万)	2011 年	2012E	2013E	2014E
收入总计	591.47	974.44	1,281.15	1,586.70
增长率	-16.5%	64.7%	31.5%	23.8%
ACYW135 四价流脑疫苗	160.56	192.67	231.20	277.44
增长率	-19.54%	20.00%	20.00%	20.00%
微卡	46.00	59.80	77.74	101.06
增长率	25.5%	30.0%	30.0%	30.0%
AC 多糖结合疫苗	0	0	0	0
AC 多糖疫苗	0	10.00	10.00	5.00
自产 Hib		110.00	247.50	385.00
自产 Hib(万支)		200.00	450.00	700.00
代理 Hib	315.52	284.31	205.05	143.53
代理 Hib(万支)	957.28	861.55	603.09	422.16
代理甲肝疫苗	19.83	39.66	39.66	39.66
23 价肺炎多糖疫苗	21.43	288.00	480.00	640.00
麻腮风三联疫苗	28.25	0.00	0.00	0.00

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1962	2196	2444	2835
现金	1453	1420	1453	1636
应收账款	258	400	525	651
其他应收款	54	83	109	136
预付账款	34	51	61	71
存货	155	230	278	321
其他流动资产	8	13	17	21
非流动资产	443	554	723	891
长期投资	0	0	0	0
固定资产	76	110	132	149
无形资产	231	386	542	697
其他非流动资产	136	58	49	44
资产总计	2404	2751	3167	3725
流动负债	129	181	210	236
短期借款	0	8	8	8
应付账款	7	11	13	15
其他流动负债	122	163	189	213
非流动负债	17	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	17	13	13	13
负债合计	146	194	222	248
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	400	400	400
资本公积	1408	1408	1408	1408
留存收益	450	749	1137	1669
归属母公司股东权益	2258	2557	2945	3477
负债和股东权益	2404	2751	3167	3725

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	221	76	240	415
净利润	196	299	419	590
折旧摊销	19	11	13	14
财务费用	-33	-3	-3	-3
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	4	-233	-193	-189
其他经营现金流	39	5	7	7
投资活动现金流	-306	-119	-179	-179
资本支出	310	20	20	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-99	-159	-159
筹资活动现金流	-80	11	-28	-55
短期借款	0	8	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-80	3	-28	-55
现金净增加额	-165	-32	33	182

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	629	974	1281	1587
营业成本	251	372	450	520
营业税金及附加	9	15	19	24
营业费用	130	195	256	262
管理费用	77	81	102	127
财务费用	-33	-3	-3	-3
资产减值损失	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	191	311	452	653
营业外收入	39	39	39	39
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	230	350	491	692
所得税	34	51	72	102
净利润	196	299	419	590
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	196	299	419	590
EBITDA	177	319	462	664
EPS (元)	0.49	0.75	1.05	1.48

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	-14.7%	55.0%	31.5%	23.8%
营业利润	-35.0%	62.7%	45.4%	44.4%
归属于母公司净利润	-23.5%	52.1%	40.3%	40.9%
获利能力				
毛利率	60.1%	61.8%	64.9%	67.2%
净利率	31.2%	30.7%	32.7%	37.2%
ROE	8.7%	11.7%	14.2%	17.0%
ROIC	16.3%	22.5%	25.2%	29.6%
偿债能力				
资产负债率	6.1%	7.0%	7.0%	6.7%
净负债比率	0.00%	4.13%	3.60%	3.22%
流动比率	15.22	12.12	11.65	12.03
速动比率	14.02	10.85	10.33	10.67
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.38	0.43	0.46
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	61.20	42.07	38.53	37.76
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.75	1.05	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.19	0.60	1.04
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.39	7.36	8.69
估值比率				
P/E	47.17	31.02	22.10	15.69
P/B	4.10	3.62	3.15	2.66
EV/EBITDA	44	24	17	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉： 2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；
王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434