

宋颖

执业证书编号：S0270511060002

联系人：李守峰

电话：021-60883481

lif@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2012年3月30日

业绩拐点出现，竞争优势加强

——智飞生物（300122）2011年年报点评

研究报告-点评报告

买入

事件：

智飞生物发布2011年年报及12年一季度业绩预增：2012年3月27日，智飞生物发布了2011年年报以及12年一季度业绩预增公告。2011年公司实现营业收入6.28亿元，同比下降14.73%；实现归属母公司净利润1.96亿元，同比下降23.52%，实现每股收益0.48元。12年一季度，归属于上市公司净利润比上年同期增长10-30%。公司虽然11年营收和净利润均较去年有所下滑，但随着批签发等不利因素的消除，公司有望迎来业绩拐点；从营销网络、代理及自有产品结构看，公司的竞争力也都在逐步加强。预计12-13年的EPS为0.72、0.91元，对应市盈率30、24倍，公司未来有望成为二类疫苗的龙头，给予“买入”评级。

点评：

- 营业收入规模和净利润规模较去年有所下滑：11年公司营业收入较去年下降14.73%，归属母公司净利润下降23.52%。营业收入减少的主要原因是疫苗产品批签发进度影响了代理Hib疫苗和甲肝疫苗的销售，自主AC流脑结合疫苗尚未恢复生产销售，新增代理品（23价肺炎疫苗）处于市场导入期，有效销售时间不足半年业绩贡献还未真正体现。净利润同比下降的原因是营业收入减少和费用增加，其中为保证公司竞争力按照研发进度，研发费用支出增长105.07%；为保证新产品的导入，销售费用同比增长12.41%。公司营业收入减少的原因是偶发性的，目前已经消除或正在消除，恢复增长可期，而新增加的研发投入和销售费用，预计未来将获得长期回报。

图1、公司近几年营业收入和净利润增长情况

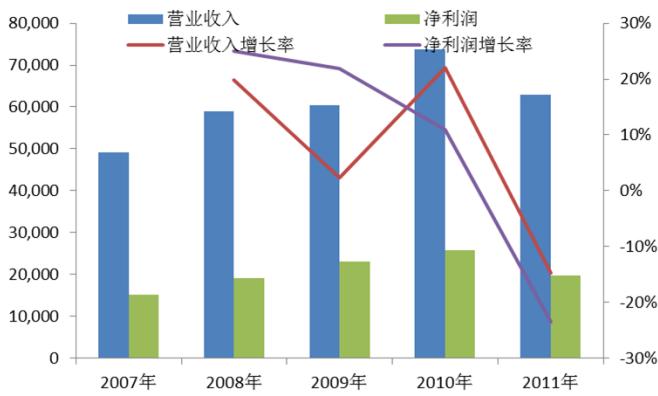
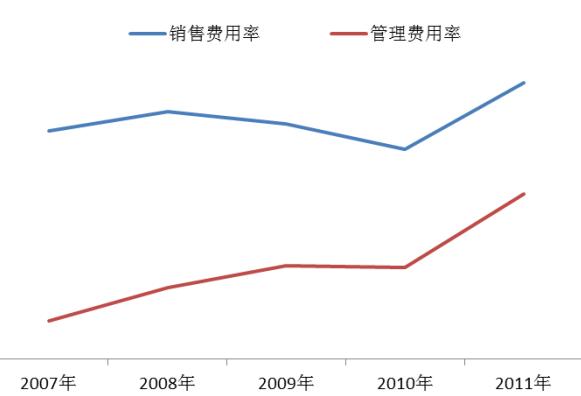


图2、公司三项费率的情况



资料来源：公司公告；万联证券研究所

- 继续加强营销网络建设，销售能力进一步加强：市场能力是公司的核心竞争力之一，健全完善的营销网络是市场能力的重要基础，公司坚持直营为主，代理为辅的市场架构，在渠道建设基本完成的

基础上，结合新增代理产品，调整了市场布局，终端下沉，同步考核终端客户的覆盖率和产品市场份额，重视终端客户有质量的数量增长，优化了市场基础和客户结构，现有直销客户1993户，辐射终端接种门诊超过2万个，前5大客户主要是经销商，销售额占比20.61%。公司积极开展与预防医学会等专业机构的合作，组织了数百场省市县级的学术推广会议，极大地巩固和提升了公司的行业地位和品牌形象，为即将推出的自主Hib疫苗的市场导入和代理23价肺炎疫苗稳定上量奠定了基础。

- **坚持国际化战略，新增两代理品种：**2011年4月25日，公司与美国默沙东公司签订市场合作协议，在中国大陆市场代理23价肺炎疫苗和麻腮风三联疫苗，进一步丰富了公司的代理品种。2012年初签订了合作备忘录，初步确立按市场——研发——生产深入开展合作的路径。
- **产品研发进入丰产期，自有产品逐步丰富：**2011年公司Hib疫苗与A群C群流脑疫苗获得了生产批文，获批季度略早于市场预期，有望为12年带来新的利润增长点。13价肺炎多糖结合疫苗等7个疫苗品种将获得临床批件并开展或完成I、II、III期临床试验，实际执行情况优于预期，另外23价肺炎多糖疫苗、肠道病毒71型灭活疫苗（手足口病疫苗）、结核体内诊断试剂、ACYW135群流脑结合疫苗、流感裂解疫苗已如期申报临床。公司未来有望实现由销售型转变为销售与研发俱强的二类疫苗龙头企业。

图3、公司产品线日渐丰富



数据来源：万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**我们预计12-13年的EPS为0.72、0.91元，对应市盈率30、24倍，我们认为11年是公司的业绩低点，公司最坏的时期已经过去，未来有望成为二类疫苗的龙头企业，因此给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**预充式Hib疫苗上市日期低于预期的风险

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	7.37	6.29	9.85	12.46
增长比率 (%)	22.1	14.7	56.6	26.5
净利润 (亿元)	2.57	1.96	2.90	3.64
增长比率 (%)	10.9	-23.5	47.5	25.7
每股收益 (元)	0.64	0.49	0.72	0.91
市盈率 (倍)	-	-	30	24

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。