

# 业绩拐点初步确立，默沙东贡献不菲

增持

——智飞生物（300122）2012 年 1 季报点评——

## 事件：

公司 12 年第 1 季度营业收入、净利润分别为 1.39 亿、0.36 亿，同比增长率分别为 7.62%、18.95%。基本 EPS 为 0.09 元。同比增长 18.95%。

## 点评：

- **公司 12 年 1 季报财务概况分析。**公司 12 年第 1 季度营业收入、净利润分别为 1.39 亿、0.36 亿，同比增长率分别为 7.62%、18.95%。公司净利润增长率为 18.95%，远高于营业收入增速的主要原因有：销售费用为 1600 多万，同比下降 47%，主要是 2011 年下半年新增代理销售默沙东产品（23 价肺炎疫苗、麻疹风疹腮腺炎三联疫苗），产品推广初期人力与相关费用投入较大，所以较上年同期下降幅度较大；管理费用为 1600 多万，同比也出现一定程度的下降，约 11%。
- **1 季报初步确认拐点。**营运能力方面，应收账款周转天数为 190 天，同比减少 40 天；盈利能力方面，净利率为 25.94%，提高 2.5 个百分点，但总体毛利率的下降近 11 个百分点，主要是因为代理默沙东产品，产品结构调整所致。总体上看，公司部分财务指标出现一定程度的好转。
- **12 年核心看点。**AC 群结合疫苗恢复生产；公司代理默沙东 23 价肺炎疫苗、麻疹风疹腮腺炎三联疫苗进展顺利；12 年 10 月份自产 HIB 疫苗上市开始贡献利润。2011 年 AC 群结合疫苗停产是 2011 年业绩下降的主要原因之一，主要原因公司欲用本公司产原材料（破伤风类毒素）生产 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，现在属于原材料青黄不接时期，所以该产品停止生产。我们认为：12 年复产是大概率事件；2011 年 4 月，公司与默沙东签订 23 价肺炎球菌多糖疫苗、麻疹风疹腮腺炎三联疫苗的代理签订销售合同 2.3 亿。经过我们与公司的沟通：公司将会超额完成任务，12 年的续签将会超 2.3 亿/年。按照公司经验测算：代理产品毛利率为 43%，净利率率为 20%，则税后利润为 3900 万元/年。

## 分析师

梁从勇  
 执业证号：S1250511110003  
 电话：010-57631180  
 邮箱：lcyong@swsc.com.cn

## 联系人

朱国广  
 电话：023-63812537  
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

## 股价走势



## 基础数据 智飞生物（300122）

总股本(亿股)	4
流通 A 股(亿股)	0.679
52 周内股价区间(元)	20-37.49
总市值(亿元)	86.52
总资产(亿元)	23.26
每股净资产(元)	5.48
当前价(元)	22.69
目标价	6 个月 25
	12 个月 28

	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入(百万)	604.05	737.31	62974	719.31	848.79
增长率(%)	2.35	22.02	-14	22	18
净利润(百万)	231.59	256.79	196.38	288.55	374.66
增长率(%)	21.57	10.82	-23	40	30
每股收益(元)	0.58	0.64	0.49	0.72	0.94
市盈率	---	---	46.12	30.92	23.68

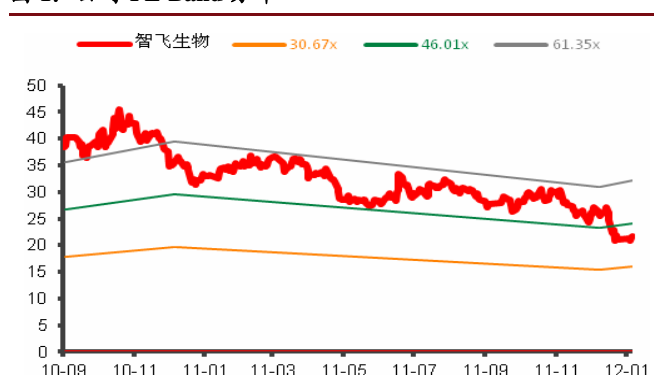
- **重磅储备产品丰富，现初步形成研究体系。**AC-HIB 联合疫苗是全球首家重磅产品，进展顺利的话 14 年上半年有望获批；公司除了代理默沙东产品之外，现与其共同合作五价轮状病毒疫苗，现进入临床 III 期；自主研发的 A、C、Y、W135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗获得临床申请资格。其它储备产品丰富，基本上每年有 1-2 个新产品上市。
- **估值分析与风险提示。**根据我们对公司核心产品的预测，2011 年、2012 年对应的 EPS 分别为 0.49 元、0.72 元，对应 PE 分别为 46.12X、30.92X。我们认为 2012 年公司业绩向上拐确定（现 1 季度已经得到初步确认），原因主要有以下几点：1）2011 年上半年，新版 GMP 影响全国 HIB 疫苗批签发量过度消耗正常库存，2012 年必须有补足库存需求。所以 2012 年 HIB 疫苗增长率将大于 2011 年；2）自有 HIB 疫苗代替代理 HIB 疫苗，增强公司盈利能力；3）AC 群结合疫苗复产；4）由于 11 年业绩大幅下降，为 12 年业绩增长提供较小基数。总体上，我们判断：原以为 12 年归母公司净利润增速将达到 53%，现下调至 40%，主要原因是自产 HIB 疫苗上市与 AC 群结合疫苗复产的不确定。
- **风险提示。**1）AC 群结合疫苗本年度内不能复产风险；2）自产 HIB 疫苗 GMP 通过速度低于预期；3）疫苗政策变化，影响公司业绩。

表 1: HIB 疫苗上市后对公司 12 年业绩的影响

产品名称		2010	2011	2012	2013
HIB 疫苗	销售收入（百万）	415.24	352.75	390.4	436.82
	增长率（%）	---	-15%	10.80%	12%
ACWY135 疫苗	销售收入（百万）	199.57	269.42	363.72	480.11
	增长率（%）	---	35%	35%	32%
AC 结合疫苗	销售收入（百万）	27.55	0	5	30
	增长率（%）	---	0%	---	---
微卡	销售收入（百万）	36.64	42.14	48.46	55.72
	增长率（%）	---	15%	15%	15%
甲肝解毒活疫苗	销售收入（百万）	29.15	32.07	35.27	38.80
	增长率（%）	---	10%	10%	10%
23 价肺炎疫苗	销售收入（百万）	0	80	2300	2645
	增长率（%）	---	---	---	15%

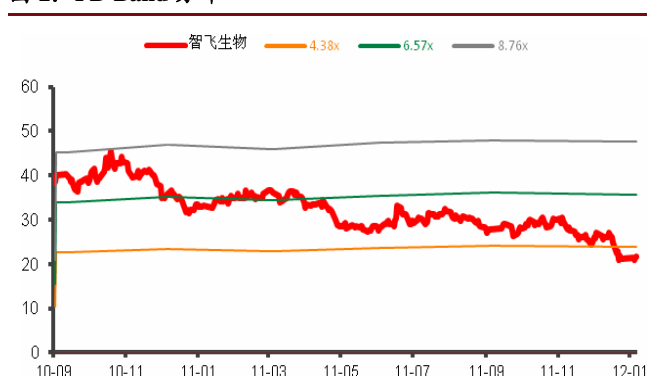
数据来源：西南证券研究发展中心

图 1: 公司 PE-Band 分布



数据来源：西南证券研究发展中心

图 2: PB-Band 分布



数据来源：西南证券研究发展中心

## 西南证券投资评级说明

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

### 西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234 (总机)

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>