

# 具备“快速成长”条件，敬请期待

——智飞生物（300122）2012 年 1 季报点评——

买入

## 内容摘要：

- **公司 12 年 1 季报业绩低于市场预期原因分析。**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%。市场认为：1 季度营业收入同比增长 7%，如果扣除代理默沙东疫苗确认的收入，公司产品增速较慢。我们认为：1 季度是公司传统淡季，同时 11 年底公司跟兰州所签订合同耽误了点时间；2）公司认为：与默沙东的关系不仅是简单的代理关系，更是欲建立起集研究、生产为一体的战略关系。由于公司大力推广默沙东产品使自己产品受到一定程度影响。我们认为：现该因素基本上消失，2 季度将恢复正常增长。
- **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 疫苗开始上市销售。2011 年 AC 群结合疫苗停产是 2011 年业绩下降的主要原因之一，停产主要原因是破伤风类毒素供应商停止供货。我们认为：由于与 HIB 疫苗原材料技术相同，所以技术上公司已经突破，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 2.2 亿（起止时间是：11 年 6 月 30 至 12 年 6 月 30 日）。我们认为：公司将会超额完成任务，12 年的续签将会超 2.2 亿/年。11 年公司确认 6000 万左右，剩余有望在 2 季度确认收入；对于自产 HIB 疫苗，上半年有望通过 GMP。我们仍然认为：今年 10 月份可能在终端上市销售。

	2009	2010	2011	2012E	2013E
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	---	---	50	34	26

## 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)	98.08
总资产(亿元)	23.26
每股净资产(元)	5.48
当前价（元）	24.52
目标价	6 个月 26
	12 个月 30

## 相关报告

《业绩拐点初步确立，默沙东贡献不菲》  
 2012 年 4 月 17 日  
 《12 年业绩盘整向上，13 年加速向上突破》  
 2012 年 3 月 22 日

- **重磅储备产品丰富，现初步形成研究体系。**公司发现：随着时间的推移，10年后核心竞争力将是产品竞争，所以对公司每年逐步加大研发投入，11年研发投入约4900，同比增长105%，现初步形成研发产品梯队。1) AC-HIB联合疫苗是全球首家重磅产品，进展顺利的话13年有望获批（原预期14年上市，我们缩短该预期）；2) 微卡扩大适应症用于肺结核的预防。现在完成临床II期，未来3个月内进入临床III期。我们认为：我国有近5亿人感染结核病菌，每年有130万人发病，发病人数全球第二。所以后期市场空间巨大。3) 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。4) 痢疾疫苗、新型疫苗（防肺结核疫苗）在做临床前的研究。其它储备产品丰富，基本上每年有1-2个新产品上市。

表1：智飞生物研发阶段药品统计表

项目名称	临床前研究	申报临床	临床批件技术审评	获得临床批件	I期临床	II期临床	III期临床	生产批件技术审评	生产现场检查	取得生产批件与新药证书	GMP认证与生产上市
自产HIB疫苗	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
AC多糖疫苗	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
AC-HIB联合疫苗	*	*	*	*	*	*	*				
ACWY135多糖结合疫苗	*	*									
手足口病疫苗	*	*									
新型疫苗（防肺结核疫苗）	*										

数据来源：公司公告、西南证券研究发展中心

- **公司具备快速成长条件，大公司构架已形成。**

- 销售能力同行业遥遥领先。对公司销售人员考核独树一帜，具体说，考核销售人员重要指标不是销售额，而是回款额（包括销售费用报销额度与回款额直接相关）；公司销售组织结构扁平化。董事长（总经理）直接负责销售，一线销售人员能直接把销售状况反应给最高层，从而保证信息时效性与真实性；销售队伍在疫苗行业中规模最大（现500人），且流动性低。公司现有2万个终端门诊、直销客户1992户。
- 公司战略定位清晰。公司进入成长期，对自己定位从“行业龙头”转变为“行业领袖”，该定位转变意义深远；公司现将“市场”与“研发”协同发展。在疫苗行业中销售渠道建设较为完善，现在疫苗行业中具有绝对优势。现研发初步形成体系；公司战略定位实事求是。公司处于导入期时最看中销售渠道建设，现处于成长期公司意识到研发的重要性。这符合行业发展趋势、特性，现在事实也证明公司的正确性。
- 现产品线较为丰富，储备产品“不乏重磅”产品。具体如上所述。

**总结。**我们可以发现：公司的市场销售能力突出、产品结构较为完善与战略定位清晰，再加上公司高层领导的志存高远与精干，所以现具备快速成长条件。

- **财务政策较为保守，从而保障报表数据真实性。**1) 公司规定临床III期进入资本化，行业中类似公司通常进入临床就开始资本化，研发费用进入资本化的越迟越不利于当期业绩；2) 公司销售收入的确认较为稳健。公司拥有500人销售队伍，绝大多数产品是自己销售。公司销售收入的确认不是产品送到接种点就开票确认收入，而是根据销售经理确认产品销售量至少占70%以上时方确认收入；3) 对相关费用支出比较审慎。如一线销售经理对销

售费用、车旅费的报销是根据其销售疫苗回款额度来确定比例的，而不是根据销售经理出货额度来确定的。

- **估值分析与投资策略。**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 50X、34X。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。我们认为：短期看，一季度净利润增长约 19%略低于市场预期，但 12 年中报增速可能超过 40%，对应 EPS 为 0.34 元；从长期看，无论是从销售能力还是产品线，公司都是疫苗行业不可多得的投资标的。现公司已经具有“大公司”雏形，成为大公司只是时间问题。
- **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 2：公司核心产品预测

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	60	230	264
	增长率（%）	---	---	---	15%

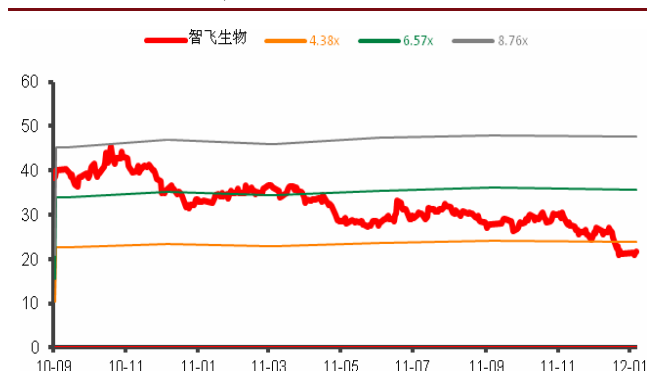
数据来源：西南证券研究发展中心

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/>