

**生物制品**
**署名人:** 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

**参与人:** 江琦

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 32.00元

当前股价: 27.00元

评级调整: 调低

**基本资料**

上证综合指数	2114.89
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	18
EPS	0.49
每股净资产(元)	5.65
资产负债率	6.08%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	12.13	8.96	16.43
医药生物	-0.80	4.65	8.44
沪深300指数	-3.59	-10.14	-8.78


**相关报告**

智飞生物 - 中期稳定增长, 和默沙东合作更加紧密 2012-07-06

智飞生物 - 轮状病毒疫苗合同签订, 和默沙东合作一步步深化 2012-06-08

 智飞生物 - 近期跟踪纪要: 趋势持续向好  
 2012-05-01

**智飞生物**
**300122**
**推荐**
**中报业绩低预期, 长期看点不变**

公司公告 12 年中期收入 3.28 亿, 同比增 4.96%; 净利 1.08 亿, 同比增 11.22%。

**投资要点:**

➤ **中期业绩收入、利润整体均低于预期:** 12 年上半年实现收入 3.28 亿, 同比增 4.96%; 营业利润 9253 万, 同比减 16.79%; 利润总额 1.27 亿, 同比增 10.8%; 净利 1.08 亿, 同比增 11.22%; EPS0.27 元。

**老品种四价流脑、微卡增速低于预期:** 四价流脑上半年实现收入 6331 万, 下降 19.9%, 微卡 2472 万, 同比增 21%, 低于预期。其中四价流脑和上半年实行新版 GMP 改造, 影响批签发有关, 新的生产已经开始, 下半年情况会好转。

**代理品种 Hib 收入略下降, 预期之中:** 代理 Hib 收入 1.53 亿, 同比下降 9.16%, 公司自产 Hib 已经完成 GMP 认证, 代理品种销售情况维持, 在预期之中。

**代理品种 23 价肺炎放量时间比预期长, 销售推广还需加强:** 代理 23 价肺炎疫苗实现收入 5147 万, 新品种和高价苗, 两个原因使得推广放量还需时间。

**费用率基本平稳:** 经过去年销售的加强调整, 今年销售费用率 10.13%, 略下降 0.59 个百分点, 管理费用率 14.05%, 略下降 0.52 个百分点, 比较平稳。

➤ **长期看点不变:** 公司长期看点两个 1、自主产品的布局; 2、和默沙东合作。

**自主产品进度:** 自产 Hib 已经完成 GMP 的认证公示, 预计近期将拿到证书, 可以开始生产; AC-Hib 申报生产批件中, 预计年底或明年初拿到新药证书; 后续布的新型疫苗品种陆续申报临床批件: EV71、23 价肺炎多糖、ACYW135 四价结、痢疾结合疫苗等已经申报临床, 13 价肺炎、结核病疫苗等即将申报。

**和默沙东合作进展顺利, 看点不变:** 和默沙东的合作进展顺利, 目前合作代理 23 价肺炎、甲肝灭活苗; 签订长期合作备忘录, 合作轮状病毒疫苗三期临床至销售; 后续新品种继续合作可能性很大。

➤ **公司还处于新老品种交替时期, 业绩有波动, 但长期看点不变。我们维持 12-14 年 EPS 分别为 0.7、1.00、1.41 元, 对应 PE38、27、19 倍, 维持推荐评级。**

**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	958	1329	1620
收入同比(%)	-15%	52%	39%	22%
归属母公司净利润	196	281	400	563
净利润同比(%)	-24%	43%	43%	41%
毛利率(%)	60.1%	57.7%	64.1%	66.7%
ROE(%)	8.7%	11.5%	14.5%	17.7%
每股收益(元)	0.49	0.70	1.00	1.41
P/E	55.69	38.96	27.31	19.42
P/B	4.84	4.48	3.96	3.44
EV/EBITDA	54	34	22	15

资料来源: 中投证券研究所

## 一、中期整体业绩低于预期

利润表基本数据解读：

**中期业绩收入、利润整体均低于预期：**12年上半年实现收入3.28亿，同比增4.96%；营业利润9253万，同比减16.79%；利润总额1.27亿，同比增10.8%；净利1.08亿，同比增11.22%；EPS0.27元。

**老品种四价流脑、微卡增速低于预期：**四价流脑上半年实现收入6331万，下降19.9%，微卡2472万，同比增21%，低于预期。其中四价流脑和上半年实行新版GMP改造，影响批签发有关，新的生产已经开始，下半年情况会好转。

**代理品种 Hib 收入略下降，预期之中：**代理 Hib 收入1.53亿，同比下降9.16%，公司自产 Hib 已经完成 GMP 认证，代理品种销售情况维持，在预期之中。

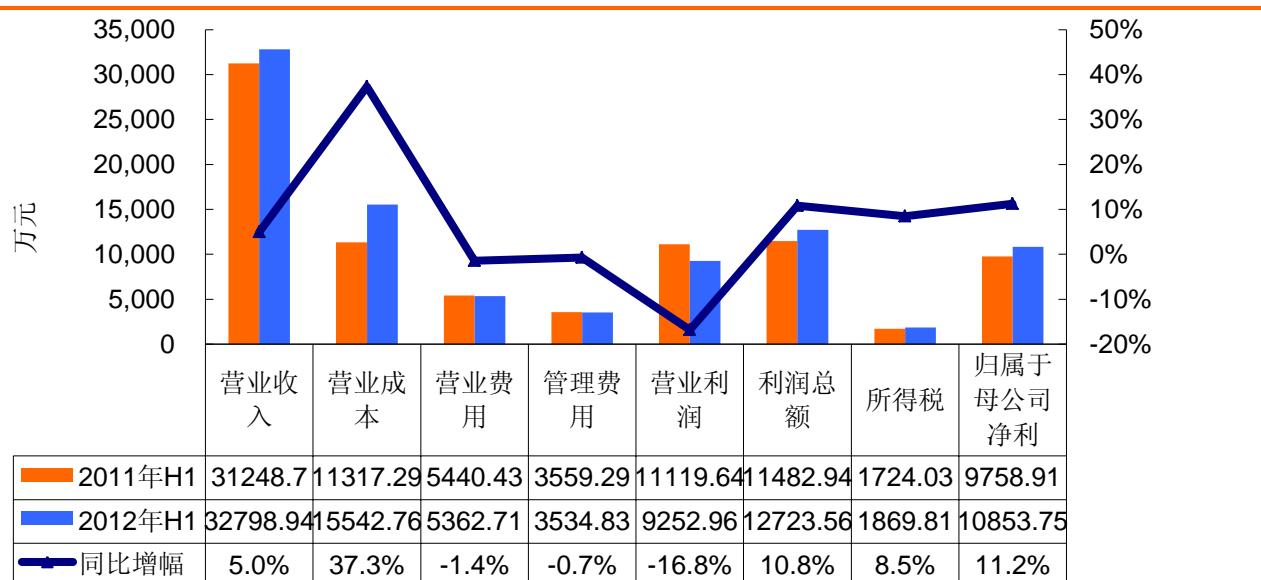
**代理品种 23 价肺炎放量时间比预期长，销售推广还需加强：**代理 23 价肺炎疫苗实现收入5147万，新品种和高价苗，两个原因使得推广放量还需时间。

表 1：智飞生物分产品数据

收入(万)	2011 年 1H	2012 年 1H	增长率	12 年 1H 收入占比
ACYW135 群四价流脑	7902	6331	-20%	19.6%
注射用母牛分枝杆菌	2044	2472	21%	7.7%
B 型流感嗜血杆菌	16854	15310	-9%	47.4%
23 价肺炎球菌	64	5147	7967%	15.9%
麻腮风三联	146	2387	1539%	7.4%
总收入	28677	32289	13%	

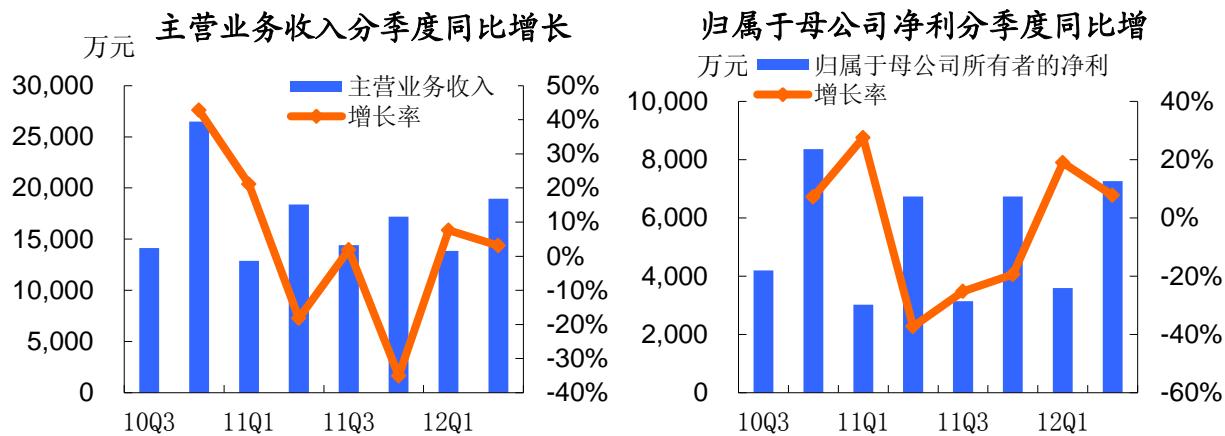
资料来源：智飞生物历年报表、中投证券研究所

图 1：智飞生物主要盈利性指标变化



来源：智飞生物定期报告、中投证券研究所

图 2: 智飞生物分季度收入、净利增长



数据来源：智飞生物定期报告、中投证券研究所

**费用率基本平稳：** 经过去年销售的加强调整，今年销售费用率 10.13%，略下降 0.59 个百分点，管理费用率 14.05%，略下降 0.52 个百分点，比较平稳。

表 2: 智飞生物的季度盈利性数据

财务指标(万)	10年3Q	10年4Q	11年1Q	11年2Q	11年3Q	11年4Q	12年1Q	12年2Q	2Q环比	2Q同比
营业总收入	14150	26499	12876	18373	14417	17209	13857	18942	36.7%	3.1%
营业成本	6053	10634	4818	6500	6554	7187	6784	8759	29.1%	34.8%
营业费用	2478	4244	3082	2359	3218	4295	1645	3718	126.0%	57.6%
管理费用	1033	1807	1815	1744	1951	2224	1616	1918	18.7%	10.0%
财务费用	-80	-391	-685	-865	-967	-793	-623	-721	15.6%	-16.7%
营业利润	4404	9724	3527	7592	3562	4435	4205	5048	20.1%	-33.5%
利润总额	4896	9928	3545	7938	3595	7944	4203	8520	102.7%	7.3%
所得税	698	1561	523	1201	455	1204	609	1261	107.0%	5.0%
归属于母公司净利润	4198.15	8366.71	3021.61	6737.3	3139.2	6740.3	3594.3	7259	102.0%	7.8%
EPS	0.10	0.21	0.08	0.17	0.08	0.17	0.09	0.18	100.0%	5.9%
毛利率	57.2%	59.9%	62.6%	64.6%	54.5%	58.2%	51.0%	53.8%	2.7%	-10.9%
营业费用率	17.5%	16.0%	23.9%	12.8%	22.3%	25.0%	11.9%	19.6%	7.8%	6.8%
管理费用率	7.3%	6.8%	14.1%	9.5%	13.5%	12.9%	11.7%	10.1%	-1.5%	0.6%
营业利润率	31.1%	36.7%	27.4%	41.3%	24.7%	25.8%	30.3%	26.7%	-3.7%	-14.7%
实际所得税率	14.3%	15.7%	14.8%	15.1%	12.7%	15.2%	14.5%	14.8%	0.3%	-0.3%

资料来源：智飞生物历年报表、中投证券研究所

## 二、产品批签发数据基本正常，新旧产品交替中产生业绩波动

**Hib 和甲肝疫苗批签发正常：**批签发数据 Hib 和甲肝疫苗已经恢复正常。受销售结构重心影响，Hib 销量略有下滑。

表 3: 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 1-6 月
兰州所(西林瓶)	754.5	1009	1140.75	1008.83	1064.87	461
沃森	65.43	223.5	368.57	528.21	833.03	319
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	177
葛兰素史克(GSK)(西林瓶)	273.83	323.28	687.35	320.85	148.76	270
诺华(西林瓶)	--	--	--	--	85.61	136
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	1363
hib+百白破联合疫苗						
葛兰素史克(GSK)	--	--	--	39.91	0	0
hib+百白破联合疫苗+脊灰						
赛诺菲巴斯德	--	--	--	0	34	66

数据来源：生物制品检定所、中投证券研究所

表 4: 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	2012 年 1-6 月
浙江普康	510	400	464	487	362	309
医科院生物所	551	881	970	766	852	394
长春所	368	247	508	716	847	211
长春长生	120	257	220	63	449	123
北京科兴	776	593	730	406	204	67
上海润泽	0	0	0	0	223	0
葛兰素史克	102	205	343	460	0	0
默沙东	11	0	0	0	0	0
Crucell	0	0	0	33	0	0
Berna Biotech	34	44	28	36	0	0
总计	2472	2627	3263	2967	2937	1104

数据来源：生物制品检定所、中投证券研究所

**流脑疫苗受新版 GMP 改造，批签发略受影响，新的生产已经开始，下半年有望恢复：**流脑疫苗受到新版 GMP 改造影响，上半年没有批签发，销售节奏放缓。9 月份预计新产品将批签发出，下半年增速有望回升。

**表 5: 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 1-6 月
北京绿竹	0	389	824	310	529	0
华兰生物	0	0	45	484	251	311
浙江天元	0	188	540	206	39	99
成都康华	0	0	0	0	81	69
总计	0	577	1409	1000	900	479
AC 多糖结合疫苗						
单位: 万剂	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
沃森生物	0	0	161	199	266	197
无锡罗益	611	1724	157	620	658	160
北京绿竹	0	427	0	0	0	0
总计	611	2151	318	819	924	357
AC 多糖疫苗						
单位: 万剂	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
兰州所	2057	2851	1617	1760	2196	933
浙江天元	0	710	564	499	612	236
赛诺菲巴斯德	0	42	44	71	99	52
总计	2057	3603	2225	2330	2907	1221

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, 23 价销售回款还需加强, 新产品+高价苗, 对销售的挑战较大, 需要一定时间。

**表 6: 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 1-6 月
成都所	60.54	120.88	191.32	326.51	441.07	252
默沙东	47.11	5	7	35.18	94.54	80
赛诺菲巴斯德	62.54	133.92	129.83	231.06	152.98	28
共计	170.19	259.8	328.15	592.75	688.59	360
7 价肺炎结合疫苗						
单位: 万人份	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
惠氏	0	12.59	30.96	58.57	38.53	65

数据来源: 生物制品检定所、中投证券研究所

### 三、长期看点不变, 维持推荐评级

1、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;

**2、自主研发品种梯队丰富，且定位清晰为新型疫苗、多联疫苗：**公司多个产品研发力度加大，自产 Hib 已经完成 GMP 认证，即将开始生产； 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、痢疾结合疫苗等已经申报临床； 13/15 价肺炎结合即将申报临床等。

表 7 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)	已经完成 GMP 认证	2012 年底
AC 脑膜炎球菌多糖疫苗	已经完成 GMP	2012 年底
AC 群脑膜炎球菌-Hib 多糖结合疫苗	申报生产批件	2013 年底
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	申报临床批件	2015 年后
流感病毒裂解疫苗	申报临床批件	2015 年后
HPV 疫苗基础试验研究	临床前	2018 年后
新型结核病疫苗	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、国家食品药品监督局、中投证券研究所

**3、和默沙东合作进展顺利，后续继续合作可能性很大，看点不变：**和默沙东的合作进展顺利，目前合作代理 23 价肺炎、甲肝灭活苗；签订长期合作备忘录，合作轮状病毒疫苗三期临床至销售；后续新品种继续合作可能性很大。

表 8 默沙东产品全球销售收入一览(单位：百万美元)

产品名称	2008	2009	2010	2011
麻腮风三联“默尔康”	249	346	376	
水痘疫苗	925	1000	929	1202
水痘麻腮风四联苗	9	0	1378	
23 价肺炎多糖“纽莫法”	334	331	376	498
轮状病毒疫苗		522	519	651
带状疱疹疫苗			243	332
宫颈癌疫苗		1100	998	1209

资料来源：公司公告、中投证券研究所

□公司还处于新老品种交替时期，业绩有波动，但长期看点不变。我们维持12-14年EPS分别为0.7、1.00、1.41元，对应PE38、27、19倍，维持推荐评级。

表9 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	958.28	1328.99	1620.19
ACYW135 四价流脑疫苗	160.56	192.67	231.20	277.44
微卡	46.00	59.80	77.74	101.06
自产 Hib		27.50	247.50	385.00
代理 Hib	315.52	350.65	252.89	177.03
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
<b>流动资产</b>	1962	2100	2293	2580
现金	1453	1403	1377	1488
应收账款	258	364	505	616
其他应收款	54	82	114	138
预付账款	34	55	65	74
存货	155	182	215	243
其他流动资产	8	12	17	21
<b>非流动资产</b>	443	545	702	855
长期投资	0	0	0	0
固定资产	76	101	111	113
无形资产	231	386	542	697
其他非流动资产	136	58	49	44
<b>资产总计</b>	2404	2645	2995	3435
<b>流动负债</b>	129	193	220	243
短期借款	0	8	8	8
应付账款	7	12	14	15
其他流动负债	122	174	198	219
<b>非流动负债</b>	17	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	17	13	13	13
<b>负债合计</b>	146	206	232	255
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	631	954	1371
归属母公司股东权益	2258	2439	2762	3179
<b>负债和股东权益</b>	2404	2645	2995	3435

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	221	134	216	422
净利润	196	281	400	563
折旧摊销	19	20	25	29
财务费用	-33	-28	-13	-14
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	4	-139	-201	-159
其他经营现金流	39	3	8	6
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-80	-64	-63	-132
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	-72	-63	-132
<b>现金净增加额</b>	-165	-49	-26	111

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	629	958	1329	1620
营业成本	251	405	477	539
营业税金及附加	9	14	20	24
营业费用	130	192	266	267
管理费用	77	86	150	183
财务费用	-33	-28	-13	-14
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
<b>营业利润</b>	191	284	425	615
营业外收入	39	45	45	45
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	230	329	469	660
所得税	34	48	69	97
<b>净利润</b>	196	281	400	563
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	196	281	400	563
EBITDA	177	276	437	631
EPS (元)	0.49	0.70	1.00	1.41

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-14.7%	52.4%	38.7%	21.9%
营业利润	-35.0%	48.8%	49.3%	44.9%
归属于母公司净利润	-23.5%	42.9%	42.6%	40.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	60.1%	57.7%	64.1%	66.7%
净利率	31.2%	29.3%	30.1%	34.8%
ROE	8.7%	11.5%	14.5%	17.7%
ROIC	16.3%	20.5%	24.8%	29.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	6.1%	7.8%	7.8%	7.4%
净负债比率	0.00%	3.88%	3.44%	3.13%
流动比率	15.22	10.85	10.43	10.63
速动比率	14.02	9.91	9.45	9.63
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.27	0.38	0.47	0.50
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	61.20	43.52	38.07	37.36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.70	1.00	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.33	0.54	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.10	6.91	7.95
<b>估值比率</b>				
P/E	55.69	38.96	27.31	19.42
P/B	4.84	4.48	3.96	3.44
EV/EBITDA	54	34	22	15

## 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

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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