

# 自产、代理品种齐发力， 其业绩将加速增长

买入

——智飞生物（300122）2013 年中报点评——

## 事件：

2013 年上半年，公司实现营业总收入、归属于上市公司股东扣非后净利润分别为 4.26 亿、1.00 亿，比去年同期增长分别为 29.75%、30.07%；扣非后 EPS 为 0.25 元，同比增长 31.58%。

## 点评：

- **财务概况。**2013 年上半年营业收入、扣非后净利润分别为 4.26 亿、1.00 亿，同比增长分别为 29.75%、30.07%（其中扣除默沙东推广费用影响，上半年主营业务收入增速 21.69%），净利润同比增速远低于收入同比增速的主要原因是：13 年上半年综合毛利率为 55.73%，同比提高 3.12 个百分点，主要是高毛利率自产 HIB 疫苗上市销售所致；上半年销售费用、管理费用分别约 0.60 亿、0.64 亿，同比增长分别为 11.02%、80.98%；上半年营业外收入为 99.8 万元，同比下降 97.13%。我们估计：上半年自产 HIB 疫苗销售额约 6000 万、ACWY135 销售额或超过 5000 万、微卡销售额约 2400 万、23 价肺炎疫苗销售额约 2 亿。
- **2013 年下半年业绩前瞻。**下半年自产 HIB 疫苗销量增速将明显加快。公司始终坚持强化其市场营销能力，加强基层网点的管理及服务能力。上半年因各地区招标时间不一致使该产品销售尚未全面启动，下半年销售工作将陆续展开；新增代理产品灭活甲肝疫苗相对于普通甲肝疫苗具有明显竞争优势。如灭活疫苗免疫后产生保护性抗体的速度很快、灭活疫苗是由灭活了的病毒颗粒组成，具有较广泛的使用对象、灭活疫苗产生细胞免疫记忆；23 价肺炎疫苗增速将加快。公司代理其两年有余，对公司对市场培育、宣传推广等不断完善。我们认为：公司股权激励业绩解锁条件要求比较高，通过自产 HIB 疫苗、AC-HIB 联合疫苗及代理的 HPV 疫苗、23 价肺炎疫苗及甲肝灭活疫苗等上市销售，将能够实现该业绩解锁条件。

## 分析师

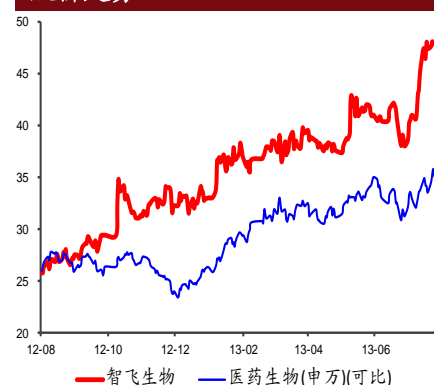
朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：023-63812537

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

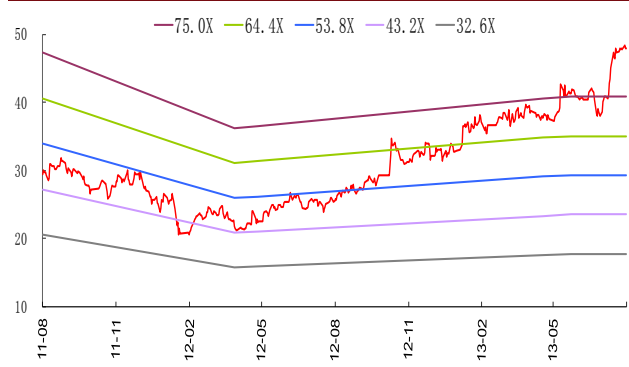
## 智飞生物 300122

总股本(亿股)	4.00
流通 A 股(亿股)	0.69
52 周内股价区间(元)	25.63-49.08
总市值(亿元)	191.80
总资产(亿元)	25.26
每股净资产(元)	5.90
当前价(元)	47.95

核心财务指标(百万)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	764.62	1032.24	1372.87	1990.67
增长率(%)	21.61%	35.00%	33.00%	45.00%
扣非后归属母公司净利润	159.97	259.46	353.98	547.84
增长率(%)	62.19%	62.19%	36.43%	54.77%
每股收益(EPS)	0.55	0.65	0.89	1.37
销售毛利率	55.76%	58.00%	59.80%	62.00%

市盈率(P/E)	73.69	61.90	45.37	29.32
----------	-------	-------	-------	-------

- **公司战略定位：重点打造结核病产品群。**公司当前研发与销售渠道齐头并进式发展。研发方面，北京绿竹主要针对病毒疫苗开发系列产品（当前销售的 HIB 疫苗、ACWY135 多糖疫苗、AC 多糖疫苗等都是绿竹开发的）；安徽龙科马主要开发肺结核病相关产品，如微卡预防结核病疫苗现进入临床 III 期研究、自主研发项目“冻干重组结核疫苗”处于临床批件申请阶段、作为结核菌感染筛查的体内诊断试剂进入临床试验阶段。因此，公司将重点打造结核病预防、诊断、治疗产品群，结核病系列产品或将再造一个“智飞”。
- **估值分析与投资策略。**预测：2013 年、2014 年、2015 年扣非后 EPS 分别为 0.65 元、0.89 元、1.37 元，对应 PE 分别为 62X、45X、29X。我们认为：尽管当前估值相对较高，但考虑到公司通过“内外兼修”使其产品梯队丰富，尤其是重磅自产 HIB 疫苗及 AC-HIB 联合疫苗的上市，使公司业绩高增长有保障。维持给予“买入”评级。

**图 1：公司 PE-Band 分布**


数据来源：Wind, 西南证券研究发展中心

**图 2：PB-Band 分布**


数据来源：Wind, 西南证券研究发展中心

附表：盈利预测表（百万元）

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1249.54	1364.75	1456.45	1472.12	营业收入	764.62	1032.24	1372.87	1990.67
应收和预付款项	377.17	549.55	678.87	1095.04	减：营业成本	338.25	433.54	551.90	756.45
存货	225.39	63.00	304.12	199.07	营业税金及附加	7.15	13.10	17.42	25.25
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	148.84	185.80	253.98	358.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	84.66	123.87	164.74	238.88
投资性房地产	1.25	1.06	0.87	0.68	财务费用	-31.24	-29.31	-31.61	-32.76
固定资产和在建工程	308.45	271.27	234.08	196.90	资产减值损失	1.44	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	287.63	257.11	226.60	196.08	加：投资收益	4.21	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	43.73	37.76	31.78	31.78	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2493.16</b>	<b>2544.49</b>	<b>2932.76</b>	<b>3191.66</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>219.72</b>	<b>305.24</b>	<b>416.44</b>	<b>644.52</b>
应付和预收款项	97.42	-35.79	100.71	-30.05	加：其他非经营损益	36.48	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>256.20</b>	<b>305.24</b>	<b>416.44</b>	<b>644.52</b>
其他负债	19.73	19.73	19.73	19.73	减：所得税	38.26	45.79	62.47	96.68
<b>负债合计</b>	<b>117.15</b>	<b>-16.06</b>	<b>120.44</b>	<b>-10.32</b>	<b>净利润</b>	<b>217.94</b>	<b>259.46</b>	<b>353.98</b>	<b>547.84</b>
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1407.96	1407.96	1407.96	1407.96	<b>归属母公司净利润</b>	<b>217.94</b>	<b>259.46</b>	<b>353.98</b>	<b>547.84</b>
留存收益	568.04	752.59	1004.36	1394.02	<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2376.01</b>	<b>2560.55</b>	<b>2812.32</b>	<b>3201.98</b>	经营性现金净流量	113.13	260.71	300.17	140.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-194.74	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2376.01</b>	<b>2560.55</b>	<b>2812.32</b>	<b>3201.98</b>	筹资性现金净流量	-100.03	-45.50	-70.47	-125.23
负债和股东权益合计	2493.16	2544.49	2932.76	3191.66	<b>现金流量净额</b>	<b>-181.63</b>	<b>115.21</b>	<b>91.70</b>	<b>15.67</b>

数据来源：Wind, 西南证券研究发展中心

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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，仅限内部使用，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。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	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
行业评级	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

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：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  
邮箱：research@swsc.com.cn

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监 /宏观研究	崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	中小市值
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	蒋卫华	jwh@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	朱国广	zhugg@swsc.com.cn	医药行业
李双武	lsw@swsc.com.cn	策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	杨仁眉	ym@swsc.com.cn	食品饮料
匡荣彪	krb@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李佳颖	lijy@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	刘正	liuzh@swsc.com.cn	商贸零售
熊莉	xiongli@swsc.com.cn	银行业	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业
刘浩	liuh@swsc.com.cn	非银金融行业	李孝林	lixl@swsc.com.cn	电子元器件
徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材	纵菲	zfei@swsc.com.cn	计算机行业
贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材	文雪颖	wenxy@swsc.com.cn	计算机行业
朱会振	zhz@swsc.com.cn	建筑建材	张延明	zym@swsc.com.cn	化工行业
王立洲	wanglz@swsc.com.cn	房地产业	商艾华	shah@swsc.com.cn	化工行业
申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属	李晓迪	lxdi@swsc.com.cn	化工行业
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	庞琳琳	pll@swsc.com.cn	机械设备
王恭哲	wgz@swsc.com.cn	电力环保	高翔	gaox@swsc.com.cn	汽车及零部件
			李欣	lix@swsc.com.cn	军工行业