

2013 年 10 月 28 日

证券研究报告·公司研究·医药生物

买入(维持)

当前价: 59.33 元



智飞生物(300122) 2013 年三季报点评

## 产品结构合理, 疫苗市场销售看好

### 投资要点

- **事件:** 2013 年第 3 季度营业收入、净利润分别为 1.55 亿、0.29 亿, 同比增长分别为 -8.44%、-16.79%。单季基本每股收益为 0.07 元, 同比下降 22.22%。前三季度营业收入、净利润分别为 5.8 亿、1.32 亿, 同比增长分别为 16.77%、-8.49%, 基本每股收益为 0.33 元, 同比增长 -8.33%。
- **财务状况:** 第 3 季度综合毛利率为 62.00%, 同比提高 2.9 个百分点; 第三季度管理费用约为 0.25 亿, 同比增长 25.00%, 主要原因是研发费用的增加。同时由于财务费用增加及政府补助的减少, 综合导致了净利润增速远低于营业收入增速。我们估计: 前 3 季度自产 HIB 疫苗销售量约 200 万支, 估计全年销售量 300 万支。由于第三季度自产 HIB 疫苗销售量相对较慢导致第 3 季度销售额增速低于中报增速。
- **核心疫苗品种市场规模。** 1) Hib 疫苗市场容量扩大, 且竞争较为激烈, 公司将由“代理为主”转为“自产为主”, 以利润率的提高来弥补市场占有率的下降。我们认为: 随着销售厂家增多导致竞争加剧, 自产 HIB 疫苗销售量峰值很可能为 800 万-1000 万支。2) 由于我国老龄化加快, 肺炎疫苗接种范围也越来越大, 纽莫法以其良好临床效果, 合理销售价格将赢得更多的市场份额, 预计纽莫法在 2013 年批签发量将达 250 万人份左右, 销售金额约为 4 亿元, 其中智飞生物销售约为 2 亿元。3) 从批签发数量看, ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗呈现逐年下降趋势, 主要原因是由于 2 价流脑疫苗普及率、免疫有效率较高, 具有较高的市场基础, 且目前二价疫苗目前已经有结合疫苗上市, 对四价疫苗的市场推广有一定的阻力。公司目前已经开始研发 ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗, 替换 4 价多糖苗。
- **结核病防治产品线初见成效。** 截至 2011 年, 我国结核病患者人数约为 100 万, 其患病率、发病率及死亡率均低于世界水平故结核病药物市场主要体现为预防为主, 治疗为辅, 其存量需求较大。安徽龙科马目前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”。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	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)	107.87	91.28	66.66	43.31

数据来源: 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 023-63812537

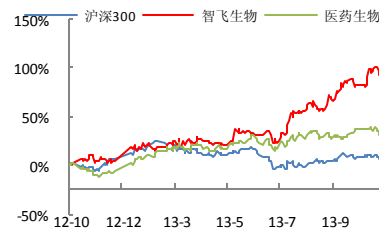
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	4
流通 A 股(亿股)	1.45
52 周内股价区间(元)	31.03-64.89
总市值(亿元)	237.32
总资产(亿元)	25.33
每股净资产(元)	5.97

### 相关研究

1. 智飞生物(300122): 自产、代理品种齐发力, 其业绩将加速增长 (2013-08-01)
2. 智飞生物(300122): 内外兼修, 产品梯队丰富 (2013-07-08)

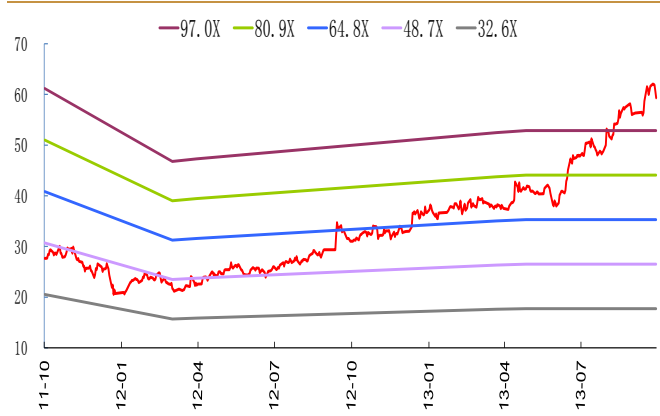
- **公司疫苗梯队建设合理，后续产品丰富。**随着公司前期研发费用的大力投入，目前结果已经逐渐显现在后备的产品梯队中，逐渐形成了以结合疫苗、混合疫苗、重组疫苗为主的产品群。针对结核病防治的“疫苗-药物”线逐渐清晰，未来可能成为公司新的利润增长点。我们认为：结合疫苗代替多糖疫苗，多价疫苗代替单价或者二价疫苗是行业的发展趋势，公司在研发中能把握住这条主线，并积极寻找疫苗防治领域的大品种替代品，如结核病预防疫苗等，其储备产品较为丰富，几年内有望爆发业绩。

**表 1：智飞生物部分在研产品进展情况**

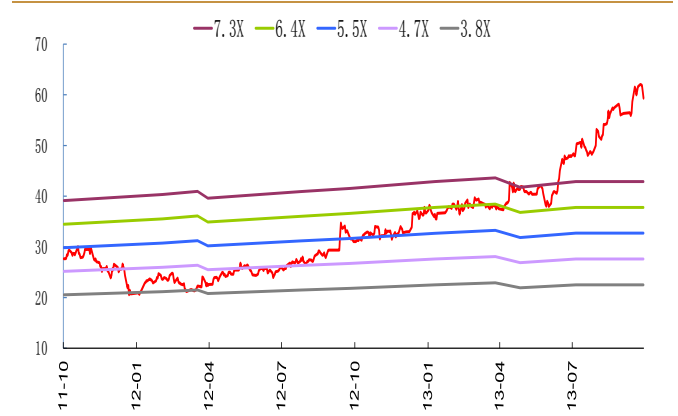
项目名称	所处阶段	证书号码
注射用母牛分枝杆菌（预防用生物制品）	III 期临床试验	批件号 2012L02749
冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）	临床实验研究申请获得受理	批件号 CXSL1300026 皖
重组结核杆菌 ESAT6-CFP10 变态反应原（结核诊断试剂）	临床试验阶段	规格 0.3ml/瓶，批件号:2013L01038; 规格 0.5ml/瓶，批件号:2013L01039; 规格 1.0ml/瓶，批件号:2013L01040
流感病毒裂解疫苗	临床试验阶段	规格 0.5ml/瓶，批件号:2013L01522; 规格 0.25ml/瓶，批件号:2013L01523
AC 群脑膜炎球菌-b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗	药品注册审核阶段	注册受理号为 CXSS1100014

数据来源：三季度报、西南证券研究发展中心整理

- **估值分析与投资策略。**预测 2013 年、2014 年、2015 年 EPS 分别为 0.65 元、0.89 元、1.37 元，对应的 PE 分别为 91 倍、67 倍、43 倍。我们认为：虽然该公司当前的估值偏高，但考虑到其销售能力较强，且产品梯队合理，形成了单价到多价、多糖到结合疫苗的产品组合，维持买入评级。
- **风险提示：**1）二类苗转为一类苗后价格下降；2）结核病防治产品线的建设慢于预期。

**图 1：公司 PE-Band 分布**


数据来源：Wind, 西南证券

**图 2：PB-Band 分布**


数据来源：Wind, 西南证券

## 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