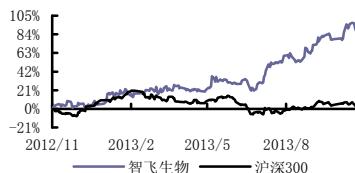


医药 - 生物制品

2013 年 11 月 4 日

| 市场数据         | 2013 年 11 月 1 日   |
|--------------|---|
| 当前价格 (元)     | 57.00   |
| 52 周价格区间 (元) | 31.44-62.07   |
| 总市值 (百万)     | 22800.00  |
| 流通市值 (百万)    | 8274.83   |
| 总股本 (百万股)    | 400.00  |
| 流通股 (百万股)    | 145.17  |
| 日均成交额 (百万)   | 26.98   |
| 近一月换手 (%)    | 7.21%   |
| Beta (2 年)   |   |
| 第一大股东        | 蒋仁生   |
| 公司网址         | <a href="http://www.zhifeishengwu.com">http://www.zhifeishengwu.com</a> |

## 一年期行情走势比较



| 表现     | 1m     | 3m     | 12m    |
|--------|--------|--------|--------|
| 智飞生物   | 1.27%  | 16.99% | 85.37% |
| 沪深 300 | -1.00% | 6.22%  | 3.79%  |

## 相关报告

邓聪

**执业证书号: S1030512070001**  
**0755-83199599-8261**

本公司具备证券投资咨询业务资格

## 分析师申明

本人，邓聪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 自研、代理双轮驱动

—智飞生物 (300122.SZ) 调研纪要

评级：增持(首次)

| 预测指标       | 2012A  | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 764.62 | 858   | 1039  | 1247  |
| 净利润 (百万元)  | 217.94 | 253   | 347   | 405   |
| 每股收益 (元)   | 0.54   | 0.63  | 0.87  | 1.01  |
| 净利润增长率 %   | 10.98% | 16%   | 37%   | 17%   |
| 每股净资产 (元)  | 5.94   | 6.27  | 6.92  | 7.56  |
| 市盈率        | 105.56 | 89.35 | 65.01 | 55.75 |
| 市净率        | 9.60   | 9.00  | 8.16  | 7.46  |
| EV/EBITDA  | 108.39 | 81    | 55    | 47    |

资料来源：世纪证券研究所

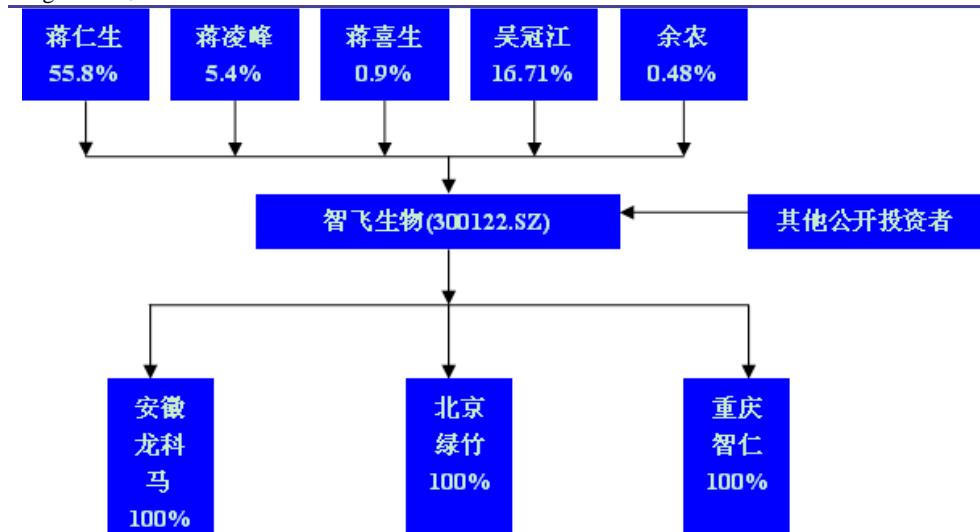
- 2013.10.30 我们对智飞生物进行了实地调研，公司副总裁、董事会秘书余农进行了接待。
- **调研结论：**1.智飞生物处在一个从代理产品到自主研发的过渡期的尾声，营销能力是核心竞争力之一；2.自有产品替代代理产品进程比较顺利，在研有较多值得期待的产品；3.AC-HIB 产品是最快自己研发的大品种，2011 年提交申请批件，按照正常程序有望在 2014 年获批；4.与默沙东的合作渐渐进入蜜月期，后面还有全球重磅疫苗进行合作。
- **投资建议：**1.公司营销能力被行业认可，包括兰州所、默沙东等国内外知名疫苗厂商；2.国内疫苗行业同质化比较严重，在现阶段营销能力重要性大于产品重要性，但长期肯定是优秀产品重要性最大；3.未来自研以及代理的大品种有望 2014 年-2015 年上市，公司业绩应该有一个爆发期。由于二级市场对智飞生物的业绩爆发已经有了一致预期，现阶段股价透支比较严重，建议回调后再考虑。
- **“增持”评级。**我们预计公司 2013-2014 年收入分别增长 12.22%、21.09%，归属母公司净利润增长 16%、37.4%，EPS0.63 元、0.87 元。对应现有股价 56.47 元 PE 分别为 89 倍与 65 倍。短期估值较高，考虑公司行业地位以及竞争力，首次给予增持评级。
- **风险提示：**产品质量风险、新产品推广风险、专利纠纷风险。

## 1. 智飞生物简介

智飞生物(300122.SZ)是国内本土综合实力最强的民营生物疫苗企业，是国内少数几家具有丰富自主疫苗产品系列的厂家之一。公司主要致力于疫苗、生物制品的研发、生产和销售。公司在疫苗产品的宣传推广方面走在了国内同行前列，经过多年努力，公司建成了国内同行业规模最大、覆盖最健全、深入终端的疫苗营销网络体系。公司拥有业内较强的自主研发力量，聚集了一支优秀的研发专家团队。公司拥有多项发明专利，同时正在从事多项研发项目。

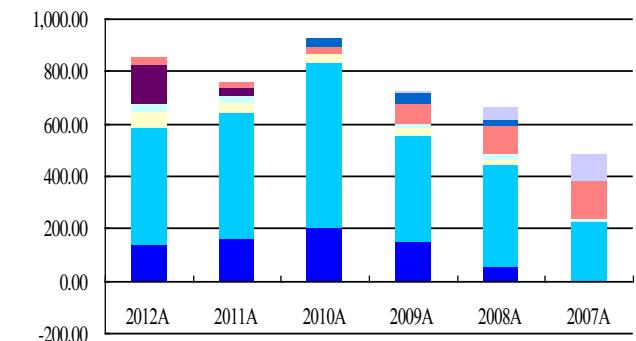
智飞生物研发以及国际化战略进展顺利。成功成为美国默沙东公司疫苗产品的国内独家代理以及市场推广公司，独家代理多个市场潜力巨大的产品。四价HPV有望在近期获批进入市场，对智飞生物的业绩将产生正面影响。除此之外公司在研产品也有多个进展顺利。

Figure 1 智飞生物股权状况



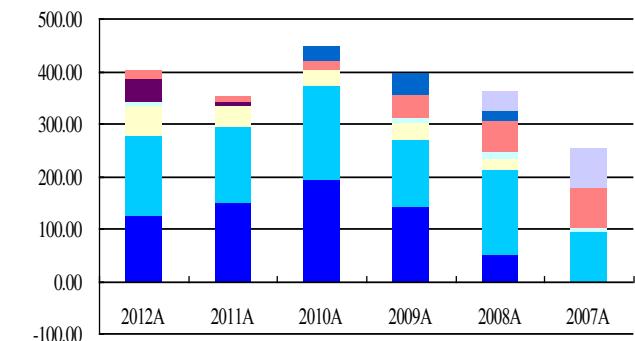
数据来源：世纪证券研究所、WIND

Figure 2 智飞生物收入构成



数据来源：世纪证券研究所、WIND

Figure 3 智飞生物利润构成



数据来源：世纪证券研究所、WIND

## 2. 调研纪要

我们对智飞生物进行了实地调研，公司副总裁、董事会秘书余农进行了接待。

首先余总向我们介绍了智飞生物的历史以及现在的发展状况，并进一步回答了我们的提问。我们对问题以及回答进行了总结。

### (1). 能不能介绍下公司在研品种状况？

在研品种，没有该披露而未披露的进展。AC-HIB 结合三联苗，前年递交的新药注册申请，没有新的进展。23 价肺炎，等临床批件。手足口病，正在临床。微卡的预防适应症，正在进行三期临床。

### (2). 微卡什么时候能够恢复销售？

由于新厂房申请新 GMP，大概 1 年时间来恢复。

### (3). 在研的产品，最看好哪个产品？为什么？

最看好的是在研的 AC-HIB 结合三联苗，主要有以下几个方面 1. 从使用上，可以减少 3 月龄的小孩 4 针疫苗注射，减少小孩的疼痛，父母愿意注射；2. 两个 2 类疫苗的联合，终端推广没有障碍，不会产生疑惑，譬如百白破-HIB 疫苗，一个一类一个二类，终端 CDC 会产生推广障碍，因为原来一个付费一个不付费，假如 CDC 推广，会被产生质疑赚钱导向；3. 经济上，原有产品是 10 年前定的价格，已经不适合终端推

广，新产品新的价格体系终端更有动力。

**(4) 自主产品HIB推广怎么样？会不会影响与兰州所的合作？**

现在已经不代理兰州所的产品，今年自产的HIB第一年推广。新产品出来后，市场格局竞争更激烈，兰州所的产品还在市场上，北京另外又增加了一个厂，因此市场上增加了两个厂。

**(5) 外企的进入，会不会对公司产生影响？**

外企的性质决定了很难再国内的疫苗市场做大。

国内疫苗市场很分散，各地各个接种点业务量很少，很难有规模效应。不像国内的药品市场，主要集中在大中城市的三甲医院，药品市场外企可以集中突破。市场分散，推广成本更高，而智飞生物可以深入基层，覆盖大量的接种点，做到外企做不到的事情。

销售渠道是智飞现在及未来的核心竞争力之一。

**(6) 智飞未来的市场定位及战略？**

智飞生物的竞争策略可以概括为差别化竞争，最大化的利用智飞的优势。从销售代理商，逐渐到拥有自己的品种。

一个好的行业发展到后面必然是好公司胜出。

疫苗行业不像其他行业，有钱还不行，还需要时间以及技术的积累。在现阶段，销售能力可能比研发更加重要。

智飞的战略是通过强大的渠道销售能力，逐渐搭建更多的产品，包括自己研发的以及代理的，形成规模效应，组合优势。

国企相对民营企业而言，研发能力更强。但智飞是以市场化为导向，可能研发效率更高。未来也看好国控的中生集团。

**(7) 与默沙东的合作怎么开始的？现在怎么看？**

合作是顺其自然，走一步看一步。

HPV已经递交了上市申请，与默沙东签订的合同是上市后销售3年。

### 3.盈利预测

#### 3.1 关键假设

- (1).医药行业稳定增长，保持20%-22%的增长率。
- (2).公司持续稳定经营。
- (3).保持同样的经营效率，综合毛利率由于制剂类产品占比提升而稳步上升，期间费用率稳步上升，所得税率为15%。

#### 3.2 盈利预测

我们预计公司2013-2014年收入分别增长12.22%、21.09%，归属母公司净利润增长16%、37.4%，EPS0.63元、0.87元。对应现有股价56.47元PE分别为89倍与65倍。

Figure 4 智飞生物业绩预测

| 百万元           | 2014E         | 2013E         | 2012A         | 2011A          | 2010A         | 2009A         | 2008A         | 2007A         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>产品营业收入</b> | <b>997.68</b> | <b>823.94</b> | <b>734.19</b> | <b>591.12</b>  | <b>708.93</b> | <b>580.93</b> | <b>576.00</b> | <b>487.08</b> |
| ACYW135       | 134.81        | 134.81        | 134.81        | 160.56         | 199.57        | 145.75        | 52.29         |               |
| HIB           | 451.24        | 451.24        | 451.24        | 475.03         | 628.24        | 405.61        | 388.67        | 221.80        |
| 微卡            | 60.26         | 60.26         | 60.26         | 46.20          | 36.91         | 33.89         | 21.65         |               |
| 麻腮风           | 27.60         | 27.60         | 27.60         | 28.25          |               | 14.76         | 21.74         | 16.94         |
| 23价肺炎         | 150.20        | 150.20        | 150.20        | 21.43          |               |               |               |               |
| 甲肝减毒          | 25.81         | 25.81         | 25.81         | 19.83          | 29.15         | 71.33         | 104.35        | 138.65        |
| 其他            | 30.00         | 5.00          |               |                | 0.01          | 0.36          | 0.25          | 1.10          |
| 内部抵消          | (115.72)      | (115.72)      | (115.72)      | (160.06)       | (213.53)      | (136.55)      | (89.46)       | (43.78)       |
| <b>产品毛利率%</b> | <b>62.01</b>  | <b>55.94</b>  | <b>54.76</b>  | <b>58.89</b>   | <b>62.80</b>  | <b>68.28</b>  | <b>63.03</b>  | <b>57.59</b>  |
| ACYW135%      | 91.00         | 91.00         | 91.44         | 92.49          | 96.59         | 96.30         | 95.65         |               |
| HIB%          | 50.00         | 40.00         | 34.11         | 30.26          | 28.29         | 31.81         | 42.02         | 42.50         |
| 微卡%           | 92.00         | 92.00         | 92.65         | 89.87          | 84.48         | 90.31         | 90.85         |               |
| 麻腮风%          | 25.00         | 25.00         | 21.83         | 7.50           |               | 58.57         | 58.58         | 34.74         |
| 23价肺炎%        | 33.00         | 32.00         | 31.09         | 16.89          |               |               |               |               |
| 甲肝减毒%         | 57.00         | 56.00         | 56.53         | 54.30          | 59.35         | 61.99         | 55.58         | 55.71         |
| 其他%           | 50.00         | 30.00         |               |                | 21.68         | 70.74         | 29.93         | 58.45         |
| 内部抵消%         | (1.00)        | (1.20)        | (1.48)        |                | (0.02)        | (0.55)        |               |               |
| <b>收入增长率%</b> | <b>21.09</b>  | <b>12.22</b>  | <b>24.20</b>  | <b>(16.62)</b> | <b>22.03</b>  | <b>0.86</b>   | <b>18.26</b>  |               |
| ACYW135%      | 15.00         | 5.00          | (16.04)       | (19.55)        | 36.93         | 178.73        |               |               |
| HIB%          | 10.00         | 5.00          | (5.01)        | (24.39)        | 54.89         | 4.36          | 75.23         |               |
| 微卡%           | 80.00         | (20.00)       | 30.43         | 25.17          | 8.91          | 56.54         |               |               |
| 麻腮风%          | 5.00          | 5.00          | (2.30)        |                | (100.00)      | (32.11)       | 28.34         |               |
| 23价肺炎%        | 20.00         | 50.00         | 600.89        |                |               |               |               |               |
| 甲肝减毒%         | 5.00          | 10.00         | 30.16         | (31.97)        | (59.13)       | (31.64)       | (24.74)       |               |
| 其他%           | 600.00        | 100.00        |               | (100.00)       | (97.22)       | 44.00         | (77.27)       |               |
| 内部抵消%         | 5.00          | 10.00         | (27.70)       | (25.04)        | 56.37         | 52.64         | 104.34        |               |

数据来源：世纪证券研究所

## 3. 风险提示

## 风险提示:

- (1) 产品质量风险。
- (2) 新产品推广风险。
- (3) 坏账风险。
- (4) 专利纠纷风险

Figure 5 财务报表预测

| 资产负债表          |      |       |       | 利润表    |                      |        |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|--------|----------------------|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E  | 会计年度                 | 2012   | 2013E | 2014E | 2015E |
| <b>流动资产</b>    |      |       |       |        | <b>营业收入</b>          | 765    | 858   | 1039  | 1247  |
| 现金             | 1269 | 1451  | 1574  | 1679   | <b>营业成本</b>          | 338    | 378   | 395   | 474   |
| 应收账款           | 308  | 300   | 383   | 472    | <b>营业税金及附加</b>       | 7      | 12    | 14    | 16    |
| 其他应收款          | 61   | 46    | 60    | 76     | <b>营业费用</b>          | 149    | 157   | 190   | 230   |
| 预付账款           | 3    | 44    | 38    | 41     | <b>管理费用</b>          | 85     | 73    | 95    | 119   |
| 存货             | 225  | 179   | 200   | 251    | <b>财务费用</b>          | -31    | -56   | -62   | -67   |
| 其他流动资产         | 5    | 6     | 7     | 9      | <b>资产减值损失</b>        | 1      | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 645  | 656   | 662   | 676    | <b>公允价值变动收益</b>      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0      | <b>投资净收益</b>         | 4      | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 93   | 180   | 202   | 191    | <b>营业利润</b>          | 220    | 294   | 407   | 474   |
| 无形资产           | 241  | 283   | 325   | 374    | <b>营业外收入</b>         | 37     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 311  | 193   | 135   | 112    | <b>营业外支出</b>         | 1      | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2516 | 2682  | 2924  | 3205   | <b>利润总额</b>          | 256    | 294   | 407   | 474   |
| <b>流动负债</b>    | 116  | 155   | 135   | 160    | <b>所得税</b>           | 38     | 41    | 60    | 69    |
| 短期借款           | 0    | 3     | 2     | 1      | <b>净利润</b>           | 218    | 253   | 347   | 405   |
| 应付账款           | 12   | 9     | 9     | 12     | <b>少数股东损益</b>        | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 105  | 144   | 124   | 147    | <b>归属母公司净利润</b>      | 218    | 253   | 347   | 405   |
| <b>非流动负债</b>   | 24   | 18    | 19    | 19     | <b>EBITDA</b>        | 212    | 264   | 384   | 452   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0      | <b>EPS (元)</b>       | 0.54   | 0.63  | 0.87  | 1.01  |
| 其他非流动负债        | 24   | 18    | 19    | 19     |                      |        |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 140  | 174   | 155   | 179    |                      |        |       |       |       |
| <b>少数股东权益</b>  | 0    | 0     | 0     | 0      |                      |        |       |       |       |
| <b>股本</b>      | 400  | 400   | 400   | 400    |                      |        |       |       |       |
| 资本公积           | 1408 | 1408  | 1408  | 1408   |                      |        |       |       |       |
| 留存收益           | 568  | 701   | 962   | 1218   |                      |        |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 2376 | 2509  | 2770  | 3026   |                      |        |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 2516 | 2682  | 2924  | 3205   |                      |        |       |       |       |
| 现金流量表          |      |       |       | 单位:百万元 | 主要财务比率               |        |       |       |       |
| 会计年度           | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E  | 会计年度                 | 2012   | 2013E | 2014E | 2015E |
| <b>经营活动现金流</b> | 113  | 286   | 199   | 246    | <b>成长能力</b>          |        |       |       |       |
| 净利润            | 218  | 253   | 347   | 405    | <b>营业收入</b>          | 21.6%  | 12.2% | 21.1% | 20.0% |
| 折旧摊销           | 23   | 27    | 39    | 45     | <b>营业利润</b>          | 14.9%  | 33.8% | 38.6% | 16.4% |
| 财务费用           | -31  | -56   | -62   | -67    | <b>归属于母公司净利润</b>     | 11.0%  | 16.0% | 37.4% | 16.6% |
| 投资损失           | -4   | 0     | 0     | 0      | <b>盈利能力</b>          |        |       |       |       |
| 营运资金变动         | -125 | 64    | -137  | -139   | <b>毛利率(%)</b>        | 55.8%  | 55.9% | 62.0% | 62.0% |
| 其他经营现金流        | 33   | -1    | 12    | 2      | <b>净利率(%)</b>        | 28.5%  | 29.5% | 33.4% | 32.5% |
| <b>投资活动现金流</b> | -195 | -44   | -51   | -57    | <b>ROE(%)</b>        | 9.2%   | 10.1% | 12.5% | 13.4% |
| 资本支出           | 199  | 0     | 0     | 0      | <b>ROIC(%)</b>       | 14.5%  | 19.3% | 24.3% | 25.7% |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | -0     | <b>偿债能力</b>          |        |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 4    | -44   | -51   | -57    | <b>资产负债率(%)</b>      | 5.6%   | 6.5%  | 5.3%  | 5.6%  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -100 | -61   | -25   | -83    | <b>净负债比率(%)</b>      | 0.00%  | 1.50% | 1.37% | 0.53% |
| 短期借款           | 0    | 3     | -0    | -1     | <b>流动比率</b>          | 16.08  | 13.06 | 16.70 | 15.83 |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0      | <b>速动比率</b>          | 14.15  | 11.91 | 15.22 | 14.26 |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0      | <b>营运能力</b>          |        |       |       |       |
| 资本公积增加         | 0    | 0     | 0     | 0      | <b>总资产周转率</b>        | 0.31   | 0.33  | 0.37  | 0.41  |
| 其他筹资现金流        | -100 | -63   | -25   | -82    | <b>应收账款周转率</b>       | 3      | 3     | 3     | 3     |
| <b>现金净增加额</b>  | -182 | 182   | 123   | 106    | <b>应付账款周转率</b>       | 35.89  | 37.15 | 44.19 | 45.05 |
|                |      |       |       |        | <b>每股指标(元)</b>       |        |       |       |       |
|                |      |       |       |        | <b>每股收益(最新摊薄)</b>    | 0.54   | 0.63  | 0.87  | 1.01  |
|                |      |       |       |        | <b>每股经营现金流(最新摊薄)</b> | 0.28   | 0.72  | 0.50  | 0.61  |
|                |      |       |       |        | <b>每股净资产(最新摊薄)</b>   | 5.94   | 6.27  | 6.92  | 7.56  |
|                |      |       |       |        | <b>估值比率</b>          |        |       |       |       |
|                |      |       |       |        | <b>P/E</b>           | 103.64 | 89.35 | 65.01 | 55.75 |
|                |      |       |       |        | <b>P/B</b>           | 9.51   | 9.00  | 8.16  | 7.46  |
|                |      |       |       |        | <b>EV/EBITDA</b>     | 101    | 81    | 55    | 47    |

数据来源: WIND、世纪证券研究所

**世纪证券投资评级标准:****股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**行业投资评级**

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.