

2014年04月25日

证券研究报告·公司研究·医药生物

智飞生物(300122)年报点评

买入(维持)

当前价: 52.6元



自产 Hib 提升毛利率，重磅疫苗创造新高度

投资要点

- **事件:** 2013 年公司营业收入、归属上市公司股东净利润分别为 7.80 亿元、1.30 亿元，同比增长 2.61%、-39.39%，扣非后归属上市公司股东净利润为 1.25 亿，同比增长-30.74%；销售费用、管理费用、财务费用分别为 1.49 亿、1.52 亿、-0.25 亿，同比增长 0.09%、79.97%、19.94%；基本每股收益为 0.33 元，同比增长-38.89%。14 年 1 季度营收、净利润分别为 1.63 亿、0.43 亿，同比增长-11.85%、3.13%。
- **财务状况:** 营业收入增长缓慢的原因是 13 年 GSK 事件对医药行业的整体影响以及乙肝疫苗疑似致死事件对疫苗细分行业的影响。扣非后净利润出现大幅下滑的原因是销售费用增长较大，其中代理的 23 价肺炎疫苗报损约 4200 万，研发费用增长 530.33%。但是我们仍然需要看到公司的产品结构的调整带来毛利率的提升，由 12 年的 55.63% 提高到 13 年的 60.51%（和兰州所的 Hib 合同 13 年 1 季度到期，13 年销售的是原来的兰州所库存，全面销售自产 Hib526.8 万剂，自产 Hib 疫苗逐渐替代代理兰州所），14 年 1 季度报也有所反应（营收下降是由于自产 Hib 在全国的招标需要时间，且达到代理兰州所时的销售量有一个过程，但我们看好自产 Hib 对公司整体毛利率的贡献）。
- **AC-Hib 三联苗已获生产批件，王者横空出世。** 市场翘首以盼的 AC-Hib 三联苗经过 8 年长跑已于 4 月 2 日获批生产批件（国药准字 S2014003），目前公司正在按部就班进行 GMP 认证，预计 4 季度上市销售。12 年国内 Hib 疫苗批签发量为 3241 万人份，其中公司 Hib 疫苗批签发量（代理+自产）共计 1300 万人份，占比 40.13%。HAC-Hib 三联苗为国内外独家，和单价苗相比，具有针试次数少、累计风险低、易于操作等明显优势，将受大众和疾控中心青睐。在公司 Hib 疫苗历史销售业绩和销售能力佐证下，我们估计经过 2-3 年的市场培养，年销售 1000 万人份，创收 20 亿，净利润约 10 亿，将于公司的 AC 结合疫苗、Hib 疫苗发挥协同作用，成就公司在该疫苗领域的王者地位。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	780.18	1217.31	3484.12	5587.54
增长率	2.61%	56.03%	186.21%	60.37%
归属母公司净利润（百万元）	130.35	374.56	1259.36	1981.62
增长率	-39.39%	187.35%	236.22%	57.35%
每股收益 EPS（元）	0.33	0.94	3.15	4.95
净资产收益率 ROE	5.46%	14.42%	38.16%	44.99%
PE	161.41	56.17	16.71	10.62
PB	8.81	8.10	6.38	4.78

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

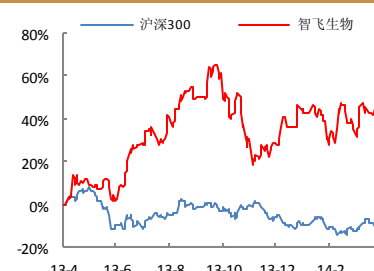
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

研究助理：何治力

电话：023-67898264

邮箱：hzi@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)	34.5-64.89
总市值(亿元)	210.40
总资产(亿元)	25.97
每股净资产(元)	6.09

相关研究

1. 智飞生物(300122)深度报告：重磅疫苗呼之欲出，或将再造两个“智飞” (2014-03-06)
2. 智飞生物(300122)：水痘疫苗上市或提前，产品结构优化 (2014-01-22)
3. 智飞生物(300122)：产品结构合理，疫苗市场销售看好 (2013-10-30)
4. 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)
5. 智飞生物(300122)：内外兼修，产品梯队丰富 (2013-07-05)

- **代理默沙东 4 价 HPV 疫苗或年内上市。**该疫苗的生产批件补充申请在 13 年 7 月受理，预计 14 年年内将获批。13 年默沙东的 4 价 HPV 疫苗全球销售额达 19.64 亿美元，我们预计国内有 90-108 亿的市场空间，若公司完成第一年基础采购金额 11.4 亿元，将带来约 3 亿的净利润。目前默沙东已经开始在全国范围内开展与官方合作宣传活动，其中 13 年 11 月 12 日在北大百年大讲堂举行中国女性宫颈健康促进计划—“贝壳行动”健康大课堂和 14 年 4 月 3 日在中国妇女活动中心举行“贝壳行动”2014 年妇女“两癌”防治论坛。
- **估值分析与投资策略。**我们预测：2014 年、2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.94 元、3.15 元、4.95 元，对应 PE 分别为 56X、17X、11X。我们认为：公司 Hib 实现自产将给公司毛利率的提升带来强大的动力，但是要实现代理兰州所的销量仍然需要时间；14 年 AC-Hib 和代理默沙东 HPV 疫苗的上市虽然不会像 15 年那样带来跨越式的业绩飞升，但是公司基本面将开始质的改变。建议投资者关注，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) AC-Hib 销售低于预期；2) HPV 疫苗上市低于预期；3) Hib 销售低于预期。

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

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1207.14	909.89	34.84	206.63	营业收入	780.18	1217.31	3484.12	5587.54
应收和预付款项	379.22	818.56	2620.88	2899.24	减:营业成本	308.05	383.61	1311.79	2184.24
存货	162.05	254.62	1170.20	1202.23	营业税金及附加	8.31	12.96	37.09	59.48
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	148.98	200.86	348.41	558.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	152.36	182.60	278.73	419.07
投资性房地产	1.16	1.16	1.16	1.16	财务费用	-25.01	-23.65	6.21	14.40
固定资产和在建工程	491.65	441.34	391.03	340.72	资产减值损失	41.04	20.00	20.00	20.00
无形资产和开发支出	289.05	285.08	281.11	277.15	加:投资收益	3.23	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	36.92	31.38	25.84	25.84	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2567.18	2742.02	4525.07	4952.96	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	616.74	0.00	营业利润	149.68	440.94	1481.88	2331.60
应付和预收款项	121.25	87.34	551.75	491.95	加:其他非经营损益	3.07	-0.28	-0.28	-0.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	152.75	440.66	1481.60	2331.32
其他负债	56.67	56.67	56.67	56.67	减:所得税	22.40	66.10	222.24	349.70
负债合计	177.92	144.01	1225.16	548.62	净利润	130.35	374.56	1259.36	1981.62
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	1413.89	1413.89	1413.89	1413.89	归属母公司股东净利润	130.35	374.56	1259.36	1981.62
留存收益	575.37	784.12	1486.02	2590.45	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2389.26	2598.02	3299.91	4404.35	经营性现金净流量	221.68	-155.02	-928.33	1679.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-198.1	-0.24	-0.24	-0.24
股东权益合计	2389.26	2598.02	3299.91	4404.35	筹资性现金净流量	-82.00	-141.99	53.53	-1507.59
负债和股东权益合计	2567.18	2742.02	4525.07	4952.96	现金流量净额	-58.42	-297.25	-875.05	171.79

数据来源: 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