

智飞生物(300122)2014年中报点评

# 期待 AC-Hib 三联疫苗 15 年放量

## 投资要点

- 事件:** 2014年上半年营业收入、扣非净利润分别约为3.8亿元、1.0亿元,同比增长为-10.6%、-5.0%。第二季度公司营业收入、扣非后净利润分别约为2.2亿元、0.5亿元,同比增长-9.5%、-11.7%。14年上半年基本每股收益为-0.12元,同比增长-7.7%。
- 财务状况:** 上半年营业收入、扣非净利润均出现下滑,原因是去年同期代理产品Hib疫苗销售收入占比较大,自主Hib疫苗销售收入增加幅度尚不足以弥补代理产品收入的减少。从上半年批签发量来看,ACYW135疫苗较13年同期相比出现恢复性增长(市场份额已经恢复到57%),Hib疫苗量下降24%,主要是公司自主生产。整体上来看上半年公司产品结构调整带来毛利率提升仍是较大亮点,公司综合毛利率由去年同期56%上升至62%,增长约6个百分点。期间扣非净利润下降幅度较营业收入降幅小,主要是自产疫苗营业收入占比提升所致(目前自产疫苗毛利率为91%,远高于代理销售疫苗60%的毛利率)。其次上半年期间费用总体增速较慢,其中销售费用上涨17%(职工薪酬、招待费及差旅费等上涨)、管理费用下降22%(研发费用、咨询费用等减少)。
- AC-Hib三联苗预计第四季度将开始贡献利润。**自主产品AC-Hib疫苗已获得生产文号并对生产线也进行了GMP认证,预计4季度或能上市销售。2012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%。AC-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(由于独家品种只需要补标、不需要等待重新招标,估计14年销售200万支、15年销售500万支),创收20亿,净利润约10亿,将与公司的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。
- 估值分析与投资策略:**我们认为公司Hib疫苗实现自产将给公司整体毛利率的提升带来强大动力,但是要实现代理兰州所的销量仍然需要时间,预计第四季度AC-Hib疫苗上市后对业绩将有改善。后期随着HPV疫苗及水痘疫苗逐渐通过注册,将提升公司整体估值。我们预计2014年、2015年、2016年EPS分别为0.47元、1.57元、2.48元,对应PE分别为50X、15X、9X。建议投资者关注,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1)老产品挖潜进展低于预期;2)新产品上市进展低于预期;3)项目建设进展低于预期。

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	0.47	1.57	2.48
净资产收益率ROE	5.46%	14.42%	38.16%	44.99%
PE	71	50	15	9
PB	4.40	4.05	3.19	2.39

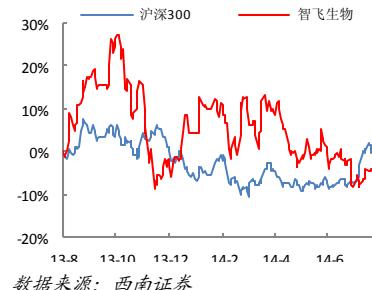
数据来源: 西南证券

## 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

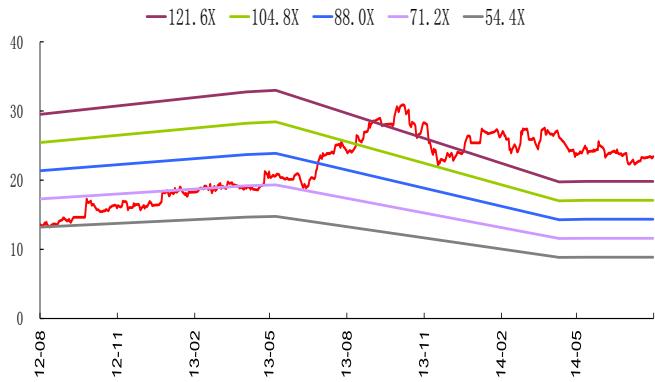


## 基础数据

总股本(亿股)	8
流通A股(亿股)	3.21
52周内股价区间(元)	19.92-32.31
总市值(亿元)	187.36
总资产(亿元)	26.02
每股净资产(元)	3.01

## 相关研究

1. 智飞生物(300122): 自产Hib提升毛利率,重磅疫苗创造新高度(2014-04-28)
2. 智飞生物(300122): 重磅疫苗呼之欲出,或将再造两个“智飞”(2014-03-06)
3. 智飞生物(300122): 水痘疫苗上市或提前,产品结构优化(2014-01-22)
4. 智飞生物(300122): 产品结构合理,疫苗市场营销看好(2013-10-30)
5. 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)
6. 智飞生物(300122): 内外兼修,产品梯队丰富(2013-07-05)

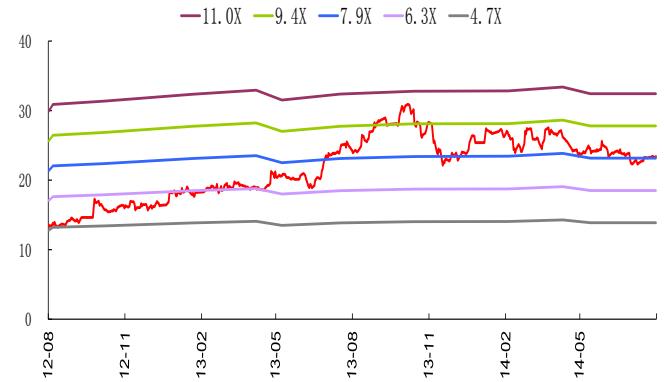
**图 1: 公司 PE-Band 分布**


数据来源: Wind,西南证券

**财务预测表 (单位: 百万元)**

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1207.14	909.89	34.84	206.63
应收和预付款项	379.22	818.56	2620.88	2899.24
存货	162.05	254.62	1170.20	1202.23
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	1.16	1.16	1.16	1.16
固定资产和在建工程	491.65	441.34	391.03	340.72
无形资产和开发支出	289.05	285.08	281.11	277.15
其他非流动资产	36.92	31.38	25.84	25.84
<b>资产总计</b>	<b>2567.18</b>	<b>2742.02</b>	<b>4525.07</b>	<b>4952.96</b>
短期借款	0.00	0.00	616.74	0.00
应付和预收款项	121.25	87.34	551.75	491.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	56.67	56.67	56.67	56.67
<b>负债合计</b>	<b>177.92</b>	<b>144.01</b>	<b>1225.16</b>	<b>548.62</b>
股本	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	1413.89	1413.89	1413.89	1413.89
留存收益	575.37	784.12	1486.02	2590.45
归属母公司股东权益	2389.26	2598.02	3299.91	4404.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2389.26</b>	<b>2598.02</b>	<b>3299.91</b>	<b>4404.35</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2567.18</b>	<b>2742.02</b>	<b>4525.07</b>	<b>4952.96</b>

数据来源: 西南证券

**图 2: PB-Band 分布**


数据来源: Wind,西南证券

利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	780.18	1217.31	3484.12	5587.54
减:营业成本	308.05	383.61	1311.79	2184.24
营业税金及附加	8.31	12.96	37.09	59.48
营业费用	148.98	200.86	348.41	558.75
管理费用	152.36	182.60	278.73	419.07
财务费用	-25.01	-23.65	6.21	14.40
资产减值损失	41.04	20.00	20.00	20.00
加:投资收益	3.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>149.68</b>	<b>440.94</b>	<b>1481.88</b>	<b>2331.60</b>
加:其他非经常损益	3.07	-0.28	-0.28	-0.28
<b>利润总额</b>	<b>152.75</b>	<b>440.66</b>	<b>1481.60</b>	<b>2331.32</b>
减:所得税	22.40	66.10	222.24	349.70
<b>净利润</b>	<b>130.35</b>	<b>374.56</b>	<b>1259.36</b>	<b>1981.62</b>
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	130.35	374.56	1259.36	1981.62
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	221.68	-155.02	-928.33	1679.61
投资性现金净流量	-198.1	-0.24	-0.24	-0.24
筹资性现金净流量	-82.00	-141.99	53.53	-1507.59
<b>现金流量净额</b>	<b>-58.42</b>	<b>-297.25</b>	<b>-875.05</b>	<b>171.79</b>

## 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](http://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](mailto:research@swsc.com.cn)