

2014 年 10 月 27 日

证券研究报告·公司研究·医药生物

买入(维持)

当前价: 27.91 元



智飞生物(300122) 2014 年三季报点评

自产 Hib 疫苗逐渐上量, AC-Hib 蓄势待发

投资要点

- **事件:** 2014 年前三季度营业收入、扣非净利润分别约为 5.8 亿元、1.4 亿元, 同比增长为 -0.5%、5.5%。第三季度公司营业收入、扣非后净利润分别约为 2.0 亿元、0.4 亿元, 同比增长 27.1%、43.5%。2014 年 1-9 月基本每股收益为 0.17 元, 同比增长 6.3%。
- **财务状况。** 前三季度营业收入为负增长(-0.5%), 主要是由于疾控中心对更换厂商的产品要重新招标, 导致公司自产的 Hib 疫苗上量不快, 难以对之前的代理规模形成有效替代, 造成营业收入出现下滑。期间扣非净利润增长幅度快于营业收入增速, 主要是自产疫苗营业收入占比提升, 公司产品结构调整效果明显所致(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), 公司综合毛利率由去年同期 57%上升至 62%, 增长约 5 个百分点。从单季度来看, Q3 营业收入及净利润均出现了正增长, 而 Q2 营收及净利润的增速分别为 -9.5%、-12.2%, Q3 业绩加速增长迹象明显。主要是由于 Hib 自产疫苗结果市场培育后, 其销量较 Q2 有所增长。同时还需要注意的是, Q3 净利润增速是大于营收增速, 与 Q2 相比恰好相反, 主要是因为从去年 Q3 起增加了销售费用, 则 2014 年 Q2 销售费用由于去年基数低, 体现为增长较快(约 36%)。
- **看好 AC-Hib 三联苗未来对公司业绩的贡献。** 自主产品 AC-Hib 疫苗已获得生产文号并进行了 GMP 认证, 近期该产品的生产线已经通过新版 GMP 认证, 我们预计第四季度将上市。1) **市场空间较大。** 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(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; 2) **市场竞争对手少。** 公司的 AC-Hib 疫苗目前是市场独家, 其余有企业在申报, 但预计最快也要 2016 年才能出来。对公司原有的 Hib 疫苗来说, 二者的替代关系很弱。首先是 Hib 仍有 2-4 倍的增长空间, 公司仍将重点推广; 其次这两个品种价格上有差异, 目前计划是发达地区先推广三联苗, 其他地区还是用单联苗, 采用分层次, 区别对待消费群体。这个推广期预计三年时间能非常成熟。在推广过程中, AC 结合疫苗、Hib 疫苗发挥协同作用, 可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	815.52	1521.43	2439.95
增长率	2.61%	4.53%	86.56%	60.37%
归属母公司净利润(百万元)	130.35	201.90	480.00	755.81
增长率	-39.39%	54.90%	137.74%	57.46%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.25	0.60	0.95
净资产收益率 ROE	5.46%	8.07%	17.33%	23.69%
PE	171	112	47	30
PB	9.35	8.92	8.06	7.00

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

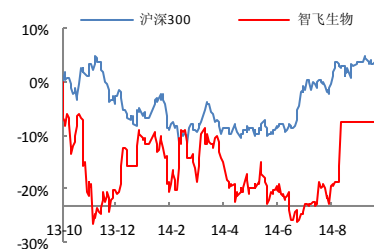
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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

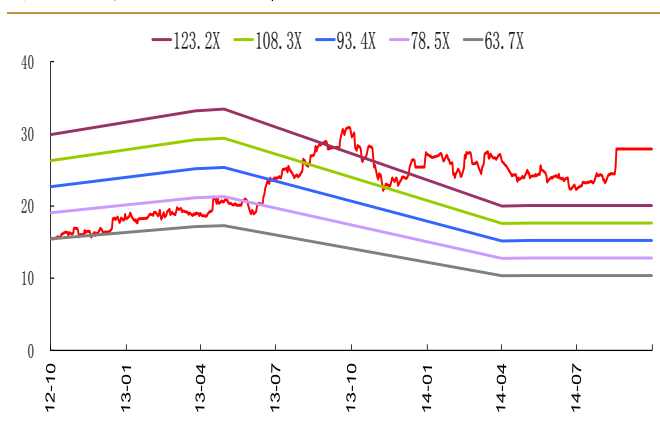
总股本(亿股)	8
流通 A 股(亿股)	3.21
52 周内股价区间(元)	19.92-30.38
总市值(亿元)	223.28
总资产(亿元)	26.24
每股净资产(元)	3.07

相关研究

1. 智飞生物(300122): 期待 AC-Hib 三联疫苗 15 年放量 (2014-08-18)
2. 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)
3. 智飞生物(300122): 重磅疫苗呼之欲出, 或将再造两个“智飞” (2014-03-06)
4. 智飞生物(300122): 水痘疫苗上市或提前, 产品结构优化 (2014-01-22)
5. 智飞生物(300122): 产品结构合理, 疫苗市场销售看好 (2013-10-30)
6. 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)

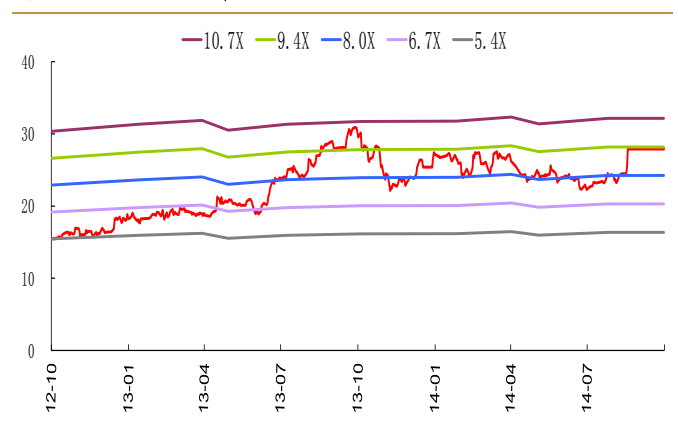
- **估值分析与投资策略。**我们认为公司 Hib 疫苗实现自产将给公司整体毛利率的提升带来强大动力，但是要实现代理兰州所的销量仍然需要时间，预计第四季度 AC-Hib 疫苗上市后对业绩将有改善。考虑到 AC-Hib 三联苗上市时间晚于前期我们的判断，且市场期盼的 HPV 疫苗注册批件仍处于申请过程，我们本次对盈利预测做了调整，预计 2014 年、2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.25 元、0.60 元、0.95 元（之前分别为 0.47 元、1.57 元、2.48 元），对应 PE 分别为 112X、47X、30X。短期来看估值偏高，但后期随着 HPV 疫苗及水痘疫苗逐渐通过注册，以及强烈的并购预期，将提升公司整体估值。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。

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

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	1301.66	958.98	1066.99	营业收入	780.18	815.52	1521.43	2439.95
应收和预付款项	379.22	426.32	1075.60	1334.90	减：营业成本	308.05	316.18	572.83	953.81
存货	162.05	181.37	440.82	595.17	营业税金及附加	8.31	8.68	16.20	25.97
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	148.98	138.64	251.04	390.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	152.36	122.33	121.71	183.00
投资性房地产	1.16	0.97	0.78	0.59	财务费用	-25.01	-28.12	-25.33	-22.69
固定资产和在建工程	491.65	415.23	338.81	262.39	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	257.29	225.54	193.79	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	2614.22	3066.37	3479.67	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	营业利润	149.68	237.81	564.98	889.47
应付和预收款项	121.25	55.76	240.39	232.45	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	237.53	564.70	889.19
其他负债	56.67	56.67	56.67	56.67	减：所得税	22.40	35.63	84.71	133.38
负债合计	177.92	112.43	297.06	289.12	净利润	130.35	201.90	480.00	755.81
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	201.90	480.00	755.81
留存收益	575.37	687.89	955.42	1376.66	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2389.26	2501.79	2769.31	3190.55	经营性现金净流量	221.68	155.91	-155.40	420.02
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	2501.79	2769.31	3190.55	筹资性现金净流量	-82.00	-61.15	-187.04	-311.77
负债和股东权益合计	2567.18	2614.22	3066.37	3479.67	现金流量净额	-58.42	94.52	-342.68	108.01

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
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
邮箱：research@swsc.com.cn