

生物制品

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 32.2 元

当前股价: 20.97 元

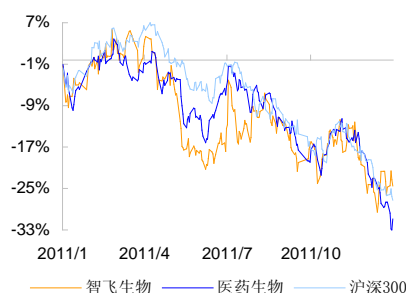
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2292.61
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	14
EPS	0.64
每股净资产(元)	5.35
资产负债率	3.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	-11.39	-18.50	-21.67
医药生物	-4.86	-18.20	-28.35
沪深 300 指数	6.46	-9.17	-17.21



相关报告

智飞生物-11 年业绩预期同比下滑, 12 年向上趋势日益明确 2012-01-16

智飞生物-最坏的时刻即将过去, 期待新产品的获批 2011-10-20

智飞生物-和国际疫苗巨头默沙东合作, 迈入国际化战略第一步 2011-04-20

智飞生物

300122

强烈推荐

经历过风雨, 即将见彩虹

2011 年是公司“内忧外患”的一年, AC 结合未复产、代理甲肝疫苗批签发减少、兰州所 Hib 上半年批签发慢、研发销售投入加大等, 多因素使公司 11 年业绩陷入低谷;

我们认为 2012 年开始, 自产 Hib 上市、默沙东的 23 价肺炎多糖疫苗进入放量时期, 将助推 12 年公司业绩出现反转; 后续还有新产品 AC-Hib 疫苗申请生产批件中, 和默沙东的合作有进一步深化空间, 多种新型疫苗在研发, 长期看点也很多。

我们看好公司“强销售、重研发”的模式, 基本面向上趋势明确。预计 11-13 年 EPS 分别为 0.48、0.75、1.15 元, 对应 PE44/28/18 倍, 维持强烈推荐, 建议中长线配置。

投资要点:

- **疫苗行业受政策扶持的趋势确立:** 我国医改正在从“治疗为主”走向“预防为主”, 医改五大重点领域第 4 条“促进基本公共卫生服务逐步均等化”即是这一战略的体现。疫苗行业受重视程度提升。
- **自产 Hib 疫苗和代理默沙东 23 价肺炎多糖疫苗将促使公司 12 年业绩出现反转:** 自产 Hib 获批国药准字(S20110024)增加 12 年业绩反转的确定性: 待 GMP 认证通过后, 即可投产, 预计将在 12 年 2-3 季度。利好兑现开始。
- **13-15 年, AC-Hib 联合疫苗将是一个重磅品种的培育:** 公司 AC-HIB 联合疫苗为国内首个, 已经申报生产批件, 预计 12 年底获批, 13 年上半年投产, 这个品种很有可能成为一个超过 10 亿的重磅品种。
- **和默沙东的合作中短期可带来业绩释放, 长期有进一步的深化空间:** 公司目前和默沙东合作为代理 23 价肺炎多糖和麻腮风三联疫苗, 23 价肺炎多糖可促进近 2 年公司业绩的增厚。长期来看, 默沙东作为全球五大疫苗巨头之一, 旗下重磅产品很多, 比如宫颈癌疫苗 HPV、轮状病毒疫苗、水痘麻腮风四联疫苗等, 中国市场将是外资重点拓展的市场, 深入合作空间很大。
- **在研发的新型疫苗品种梯队丰富, 未来将成为看点:** 肺炎系列有 23 价肺炎多糖、15 价肺炎结合; 新型疫苗有 EV71、ACYW135 四价流脑结合、结核疫苗等, 新型疫苗产品梯队非常丰富。

风险提示: 疫苗研发进度的不确定性

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	737	693	985	1312
收入同比(%)	22%	-6%	42%	33%
归属母公司净利润	257	190	301	458
净利润同比(%)	11%	-26%	58%	52%
毛利率(%)	63.5%	61.4%	61.8%	64.7%
ROE(%)	12.0%	8.4%	11.9%	15.5%
每股收益(元)	0.64	0.48	0.75	1.15
P/E	32.67	44.14	27.89	18.31
P/B	3.92	3.73	3.31	2.84
EV/EBITDA	22	31	19	13

资料来源: 中投证券研究所

公司看点总结：既有业绩又有催化剂，看的长的好公司

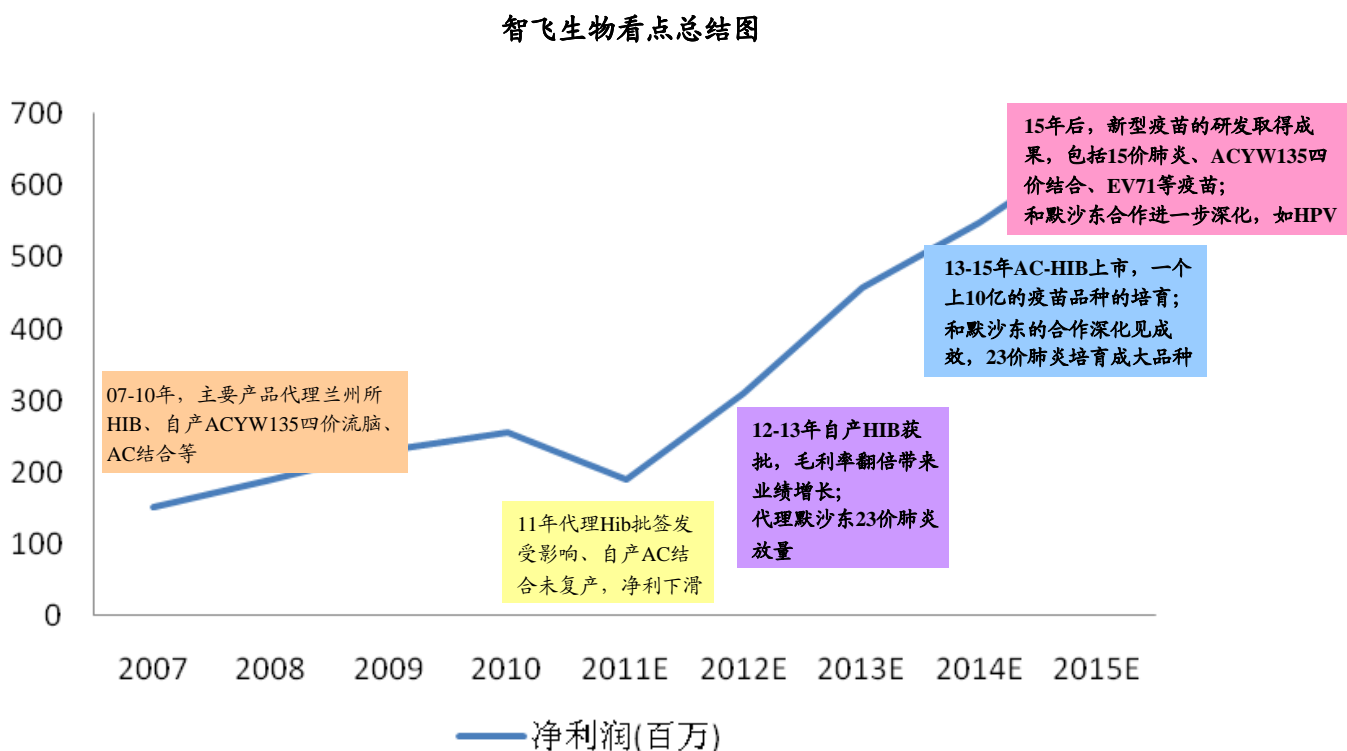
一、行业看点：

- 1、疫苗行业受重视程度提升：**我国医改正在从“治疗为主”走向“预防为主”，医改五大重点领域第4条“促进基本公共卫生服务逐步均等化”即是这一战略的体现，其中疾病预防和控制是非常重要的部分。
- 2、二类疫苗是疫苗行业中利润最丰厚的领域，**具有新产品、强的销售团队、好的体制的公司有潜力取得高速增长。

二、公司看点：公司专注于二类疫苗细分领域，具有国内最强的疫苗销售团队，新产品的开发走在市场的前列，管理层集中持股的民营体制，决定了智飞将在未来的疫苗市场占有不小的地位。

- 1、12-13 年看点：**自产 hib 上市和代理 23 价肺炎多糖疫苗放量有望促进业绩实现反转。其中自产 hib 已获生产批件，待通过 GMP 认证后即可投产，预计于 12 年下半年实现生产销售。23 价肺炎多糖疫苗销售团队建设培训已经到位，将是今年销售的重点产品，放量可期；
- 2、13-15 年看点：**重磅品种 AC-Hib 的培育。公司的 AC-Hib 是国内第一个该产品，目前已经申报生产批件，预计 12 年底获得生产批件和新药证书，13 年上半年该联合疫苗上市。该品种是一个具有 10 亿规模潜力的大品种，将有力推动公司 13-15 年的业绩上升。
- 3、和默沙东的合作既是短期看点也是长期看点：**短期来说公司代理默沙东 23 价肺炎将促进 12、13 年的业绩增长，长期来说默沙东作为全球五大疫苗生产企业，其旗下重磅品种多，比如在国内已经进入临床三期的 HPV 疫苗，在临床的轮状病毒疫苗、麻腮风水痘四联苗等。未来进一步深化合作的可能性和空间均很大。

图 1 智飞生物发展历程和趋势图



资料来源：公司公告和定期报告、中投证券研究所。

目 录

一、公司基本情况：股东和管理层利益一致的民营企业	5
二、疫苗行业发展机遇：医改正在从“治疗为主”走向“预防为主”	6
2.1 政策推动：医改正在从“治疗为主”走向“预防为主”，医改五大重点领域第 4 条“促进基本公共卫生服务逐步均等化”即是这一战略的体现	6
2.2 II 类苗是疫苗行业中利润最丰厚的领域	7
2.3 发展趋势：联合疫苗和新型疫苗是行业发展方向	10
2.4 竞争格局：民营疫苗企业正在壮大，未来国营、外资、民营将呈三足鼎立之势	11
2.5 销售能力强的疫苗企业将会脱颖而出	14
2.6 拥有新型疫苗产品、强的销售团队、好的体制的企业，有潜力成为优秀的疫苗企业	14
三、公司业务看点：即将走出业绩低谷，迎来反转	15
3.1 公司现有业务情况：自主研发将是未来坚持的方向	15
3.2 代理兰州所的 Hib 市场占有率长期超过 50%，自主产品上市后，毛利率翻倍是 12-13 年的看点	17
3.3 和默沙东合作，代理 23 价肺炎是“请进来”的第一步，未来深化空间很大，是 12 年的看点也是长期的看点	19
3.4 自主产品 AC+Hib：一个重磅品种的酝酿，13 年-15 年的看点	21
3.5 在研产品梯队丰富，公司是疫苗行业发展的弄潮儿，后续产品是长期的看点	22
3.6 销售能力强是基础，强大的销售能力将与研发产生协同效应	23
四、投资建议：强烈推荐	24

图表目录

表 1 基本公共卫生服务均等化的重要内容.....	6
表 2 I 类苗的分类.....	7
表 3 国内二类疫苗产品批文(甲肝、乙肝既有一类也有部分二类, 因此在这里纳入统计).....	11
表 4 智飞生物主要产品分类表.....	15
表 5 Hib、Hib+百白破联合疫苗批签发数据.....	17
表 6 Hib 及联合疫苗生产在研情况.....	18
表 7 23 价肺炎多糖疫苗、7 价肺炎结合疫苗的批签发数据.....	19
表 8 23 价肺炎疫苗和其他肺炎疫苗在申报情况.....	20
表 9 默沙东产品销售金额(单位: 百万美元).....	20
表 10 AC-Hib 效益测算表.....	21
表 11 公司已有和在研产品一览表.....	22
表 12 疫苗企业估值比较表.....	24
表 13 智飞生物分类收入预测表.....	25
图 1 智飞生物发展历程和趋势图.....	2
图 2 智飞生物股权及子公司架构图.....	5
图 3 中国疫苗市场规模预测.....	7
图 4 一类疫苗流通图.....	8
图 5 二类疫苗流通图.....	8
图 6 I II 类疫苗代表企业利润率比较.....	9
图 7 我国疫苗行业品种发展趋势图.....	10
图 8 智飞生物按产品分类收入和利润占比图.....	16
图 9 智飞生物按销售类型分类收入和利润占比图.....	16

一、公司基本情况：股东和管理层利益一致的民营企业

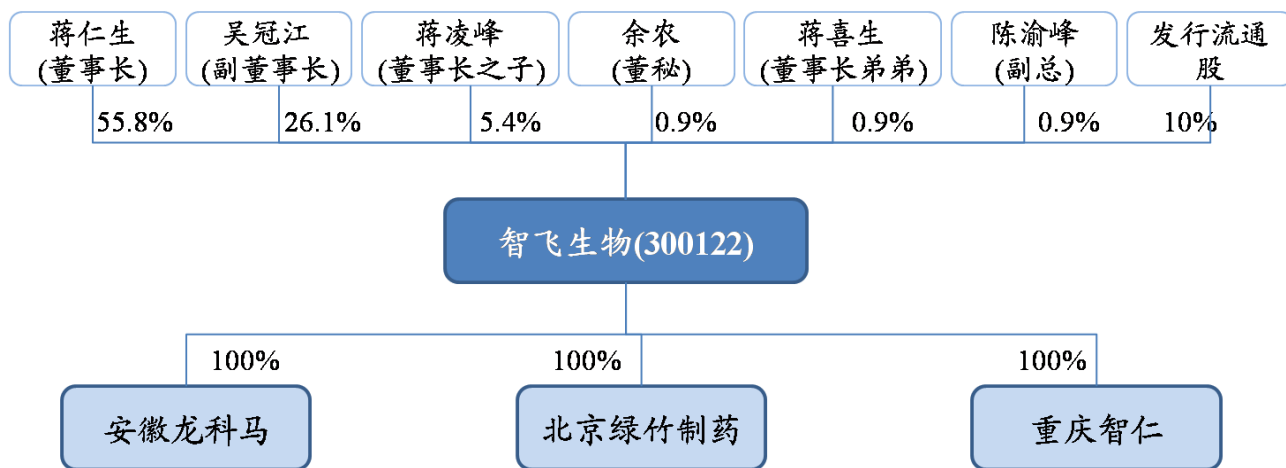
1、**公司股权架构简单，董事长为大股东：**公司为民营企业，上市后董事长和部分高管持有 90% 股权，发行社会公众股 10%，上市前没有战略投资者进驻，结构简单。股东的利益和管理层利益高度一致。

2、**公司架构清晰，三家全资子公司：**公司以重庆智飞生物制品股份有限公司为上市主体，三家子公司分别为母公司持股 100% 的全资子公司。

3、**主营业务为疫苗产品的研发、生产与销售，业务聚焦：**公司专注于疫苗产品的研发、生产、销售，其中疫苗销售包括买断式代理产品销售和自主产品销售。买断式代理产品主要有兰州所 Hib、浙江普康甲肝疫苗、默沙东的 23 价肺炎多糖疫苗和麻腮风三联疫苗；自主产品有 ACYW135 四价流脑疫苗、AC 多糖结合疫苗(暂时停产)、微卡，即将有自产 Hib 疫苗和 AC 多糖疫苗。母公司及子公司主要业务如下：

- 1)、**母公司智飞生物：**新疫苗研发管理、自主产品的推广和代理产品的销售；
- 2)、**北京绿竹制药：**公司自主产品的主要研发、生产平台，现有批文 ACYW135 四价流脑疫苗、AC 多糖结合疫苗、AC 多糖疫苗、Hib 疫苗，多个在研品种；
- 3)、**重庆智仁：**主营为疫苗的买断代理销售，公司部分销售平台；
- 4)、**安徽龙科马：**生物制品研发生产销售，主要为微卡的生产、结核病疫苗研发等

图 2 智飞生物股权及子公司架构图



资料来源：公司年报、中投证券研究所

二、疫苗行业发展机遇：医改正在从“治疗为主”走向“预防为主”

2.1 政策推动：医改正在从“治疗为主”走向“预防为主”，医改五大重点领域第4条“促进基本公共卫生服务逐步均等化”即是这一战略的体现

1、医改正从“治疗为主”走向“预防为主”，促进基本公共卫生服务逐步均等化作为医改五大方向之一，正在得到重视

医改是2009年来医药行业的大事，也是推动医药行业近年来快速发展的最重要的政策。2009年4月国务院发布了《关于深化医药卫生体制改革的意见》，后又出台了《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009-2011年)》，提出重点抓好五项改革：一是加快推进基本医疗保障制度建设；二是初步建立国家基本药物制度；三是健全基层医疗卫生服务体系；四是促进基本公共卫生服务逐步均等化；五是推进公立医院改革试点。

2011年5月，卫生部再次提出“实施国家基本公共卫生服务项目，是促进基本公共卫生服务逐步均等化的重要内容，是深化医药卫生体制改革近期重点任务”。其中重要的一条是儿童健康管理服务，服务对象从0-3岁扩大到0-6岁。儿童健康管理服务的重要一项是对疾病的预防，疫苗接种是其中的重要工作。

表 1 基本公共卫生服务均等化的重要内容

重要内容	具体内容
1、居民个人健康档案进一步完善	居民接受医疗服务和公共卫生服务时的记录将被及时纳入健康档案，推动电子健康档案和电子病历的建立
2、儿童、孕产妇和老年人等重点人群可获得更多的保健服务项目	1、儿童健康管理： 服务对象从0-3岁扩大到0-6岁； 2、孕产妇健康管理： 怀孕期间可以获得5次保健服务，产后2次访视和健康检查服务； 3、65岁以上老年人健康管理
3、重点疾病患病人群管理进一步加强	高血压、糖尿病和重性精神疾病患者健康管理，新增高血压患者1000万人、糖尿病患者600万人，排查发现的约300万重性精神病患者全部纳入管理
4、基本医疗卫生机构公共卫生服务功能进一步强化	包括乡镇卫生院、村卫生室和社区卫生服务机构为居民提供健康指导服务

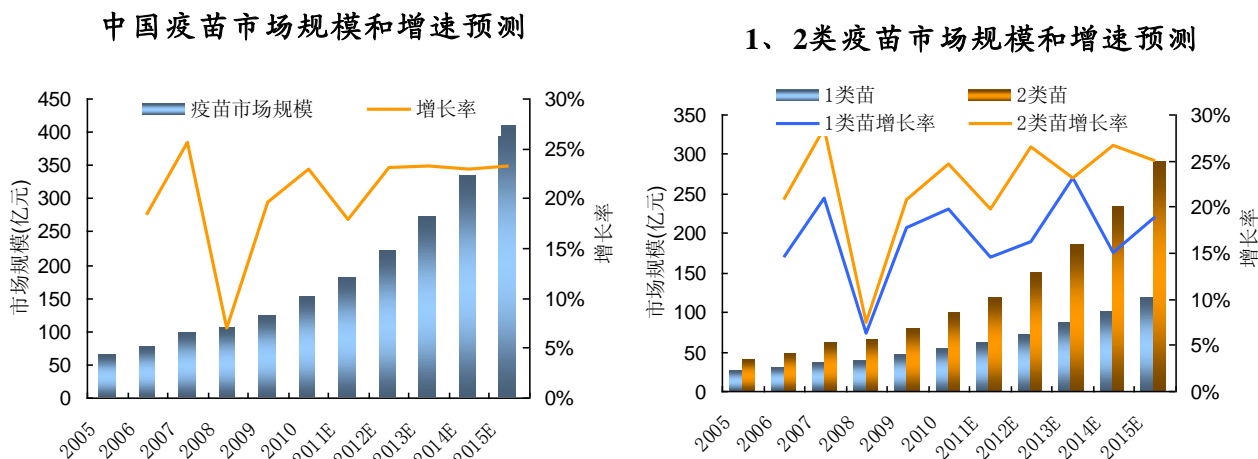
资料来源：卫生部、中投证券研究所

2、预计2011-2015年，疫苗行业年复合增长率达到22%，保持较快的增速，其中II类疫苗增速更快将达到24%

我们预计，2011-2015年疫苗行业年均复合增长率将在20-25%之间，其中二

类疫苗增速较快：根据 Frost&Sullivan 数据和预测，2005-2010 年，中国疫苗行业复合增速 18.5%，其中 I 类苗增速 16%，II 类苗增速 20%；预计 2011-2015 年，疫苗行业复合增长率 22%，其中 I 类苗增速 17%，II 类苗增速 24%。以上数据和实际数据会有一定差距，但可以作为对疫苗行业预测的一个参考。我们预计我国疫苗行业 2011-2015 年增速将在 20-25% 的区间，保持一个较快的增速。

图 3 中国疫苗市场规模预测



资料来源：Frost&Sullivan 中投证券研究所。

2.2 II 类苗是疫苗行业中利润最丰厚的领域

1、中国疫苗行业分类特点：独有的 I II 类苗分类体系

我们国家疫苗产品分为两类，一种为计划免疫疫苗，由政府免费提供的疫苗，称为 I 类疫苗；其他由消费者自愿自费接种的疫苗，称为 II 类疫苗。最近的一次免疫规划调整为 2008 年，将一类疫苗数量由 6 种扩大至 14 种疫苗 15 种病。

表 2 I 类苗的分类

疫苗数量	规定时间	I 类苗包含种类
6	2008 年前	百白破、卡介苗、麻疹、脊髓灰质炎、乙肝、白破疫苗
15	2008 年至今	百白破、卡介苗、麻疹、脊髓灰质炎、乙肝、白破、甲肝、A 群流脑、AC 多糖流脑、乙脑、麻腮风(麻风、麻腮、麻疹)、出血热、炭疽和钩端螺旋体疫苗

资料来源：卫生部、中投证券研究所

免疫规划的扩大，普及了疫苗接种的知识，激发了人们的需求，促进了行业的发展；

下一次免疫规划调整时间预计：我们预计十二五期间还有可能调整免疫规划，公布时间预计在 2013 年后，实施时间预计将在 2014 年后。

2、II类苗销售流通环节不同，I类苗政府定价，II类苗自主定价

如下图所示，II类苗销售流通环节不同，定价策略也不同：

I类苗有疫苗生产企业销售配送至省疾控中心，然后层层下拨至各市县疾控中心及接种点，因此I类苗主要依靠参加各省的招标销售，价格为政府指导价；

II类苗可以由疫苗生产企业直接销售至各市县疾控中心甚至接种点，II类苗实行企业自主定价。

图 4 一类疫苗流通图

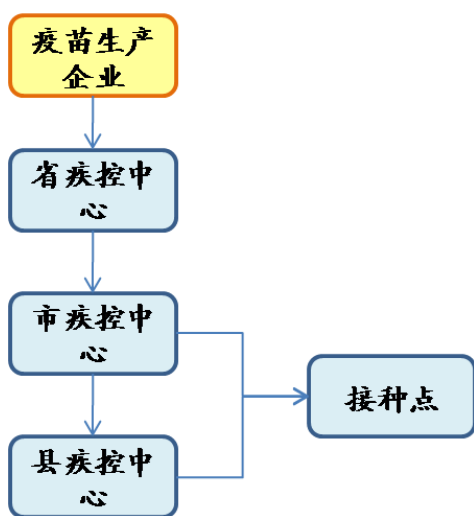
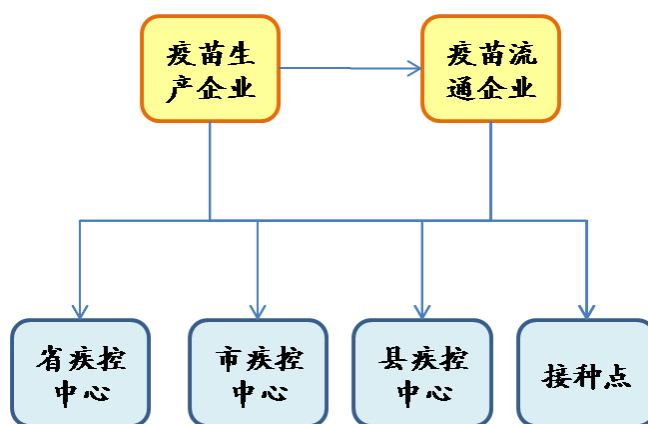


图 5 二类疫苗流通图



资料来源：中投证券研究所

3、I类苗一般使用历史较长，II类一般为新型疫苗，因此II类苗利润丰厚，毛利率和净利率均高于一类苗

II类苗目前实行企业自主定价，预计未来的较长时间政策都会如此，有以下几大原因：

1)、作为疾病预防和控制的主要手段，政府鼓励疫苗的研发和推广：1、疫苗作为疾病预防和控制的主要手段，经济效益很高，疫苗的接种可以有效的减少医疗卫生支出，据统计每 1 元的疾控投入，可以减少至少 10-13 元的医疗卫生支出，因此政府鼓励疫苗的研发和推广；2、疫苗接种预防疾病是关乎公共卫生安全的大事，控制和消灭传染病尤其是重大传染病的有效方法，政府重视。

2)、疫苗终端为疾控中心，不走医院，不给医保带来负担，因此无政策利空：在医保控费的大政策环境背景下，走疾控中心的疫苗显然没有这方面政策利空。疫苗独有的渠道——疾控中心，和医院为两套体系，疫苗的接种基本不给医保增加负担(除极少数地区有实行较少品种的疫苗接种可以使用医保补偿以外)。因此政府没有动力和需要打压二类疫苗。

3)、二类疫苗的研发周期长达 8-10 年，耗费大，企业需要较高的利润作为补偿：由于我国生物制品管理严格，所有生物制品均按照新药来申报，因此研发一个疫苗品种，尤其是二类疫苗品种所耗费的时间非常长，基本在 8-10 年，所耗费的资金也较大。企业需要有利润空间作为补偿，才会有更大的动力去研发新型的疫苗。

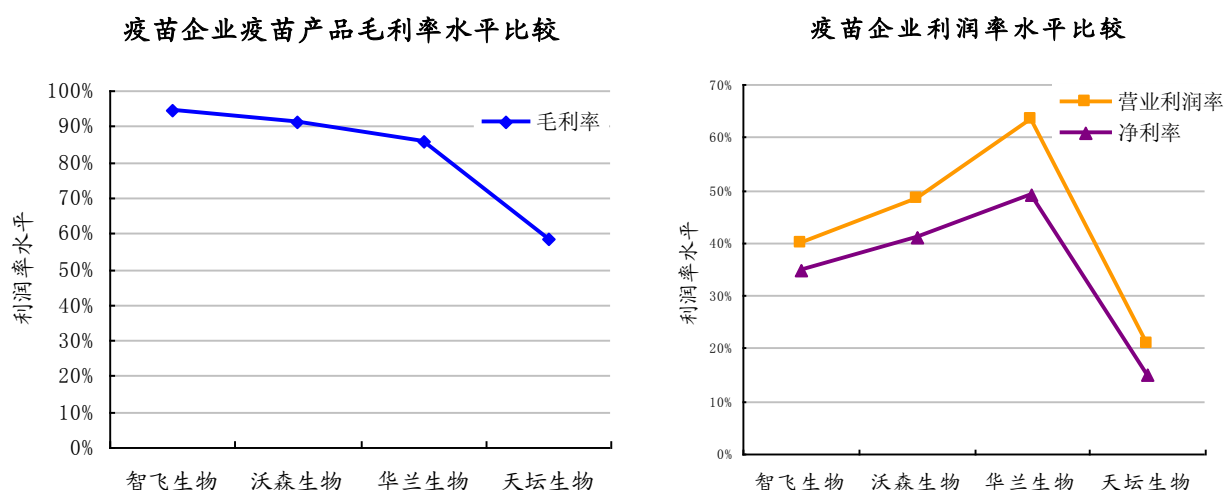
由于二类疫苗实行自主定价，因此大多数拥有较高的利润率：

比较已上市的疫苗企业天坛生物(主要为 1 类苗)、华兰生物、智飞生物、沃森生物，可以看出二类疫苗的利润率较一类疫苗更高：

I 类苗企业代表天坛生物其疫苗产品毛利率 58%，远低于 II 类苗代表企业华兰、智飞和沃森的自主产品毛利率，二类苗毛利率基本接近或超过 90%。

由于无法拆分疫苗产品的净利润，我们比较了四家企业的整体营业利润率和净利率水平，天坛的营业利润率和净利率水平也是显著低于其他三家企业。

图 6 I II 类疫苗代表企业利润率比较

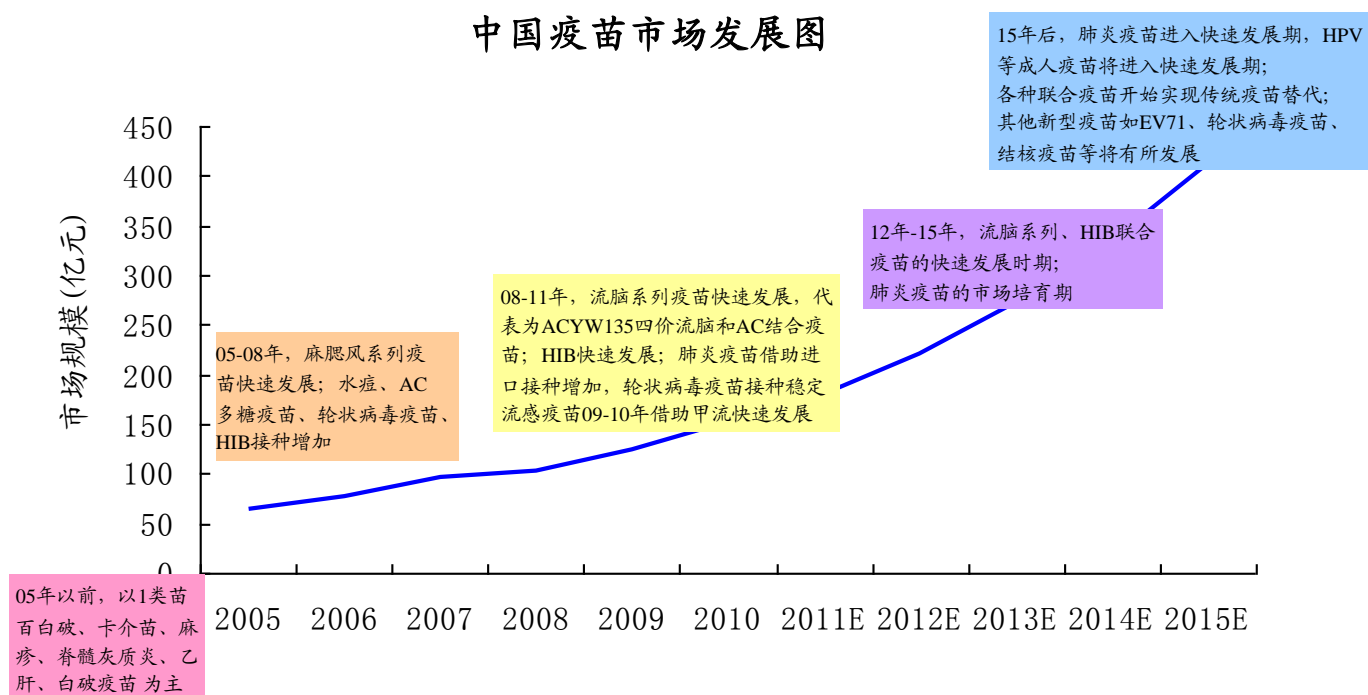


资料来源：公司定期报告、中投证券研究所。

2.3 发展趋势：联合疫苗和新型疫苗是行业发展方向

总结我国疫苗行业的发展历程，疫苗产品正在从传统产品如麻腮风系列、流脑系列、hib 等向新型疫苗如肺炎系列、HPV、EV71、结核疫苗和各种联合疫苗(以HIB 联合疫苗占多)的方向发展——对企业来说谁先开发出新疫苗，谁将最先获得较高的收益：

图 7 我国疫苗行业品种发展趋势图



资料来源：中投证券研究所。

疫苗行业目前面临的问题——I类苗接种率高，II类苗接种率低，现有产品同质化高：经过免疫规划的实施和扩大，我们国家的疫苗接种经历过了从麻腮风系列疫苗普及、流脑疫苗快速增长，到目前肺炎疫苗市场教育的阶段。国内企业现有的二类苗品种较为重复，以流脑类疫苗、Hib、轮状疫苗、水痘疫苗、流感疫苗等为主。

疫苗行业面临两大发展趋势将解决目前问题——从单价苗到联合疫苗的发展；肺炎、HPV等新型疫苗的发展：联合疫苗可以显著减少接种次数，简化免疫程序，减轻婴幼儿痛苦，减少家长的麻烦，国际上也是一个大的发展趋势；新型疫苗的开发也将是未来的行业重要增长点，任重而道远。

1、从单价苗到联合疫苗的发展：联合疫苗的开发是目前的一个热点，从使用角度来说，联合疫苗有减少接种次数等多种优势，从生产企业角度来说，通过开发联合疫苗，可以提高产品的单价，提高产品盈利能力。现

有开发最多的为 Hib 联合疫苗，比如 Hib-百白破联合疫苗、Hib-AC 结合三价苗，未来还将会会有水痘麻腮风四联苗等的开发；

- 2、 **新型疫苗的开发是另一大方向：**疫苗行业是七大战略性新兴产业之一，是十二五国家重点扶持行业之一。新型疫苗的研发将是扶持的重点。新型疫苗包括：肺炎疫苗、EV71(手足口疫苗)、结核病疫苗、HPV 疫苗等。从目前研发情况来看，国内企业肺炎疫苗的研发已经热情很多，有多家企业处于申报临床的阶段。

走过现有的困境，未来谁先开发出新型疫苗，将会获得远超过行业的收益。

2.4 竞争格局：民营疫苗企业正在壮大，未来国营、外资、民营将呈三足鼎立之势

国营——研发技术的集中：说起国内疫苗行业的技术，行业内人士大多有一句话“本是同根生”，这句话的意思是国内企业的技术来源大多都是从中生集团流传，并且得到发扬。中生集团旗下六大生物制品所及天坛生物不仅承担了大部分 I 类苗的生产，而且是目前大多数 II 类疫苗研发的技术来源；虽然其国有体制有诸多弊端，但是其在疫苗行业作用和地位还是不言而喻的；

外资——注重中国市场，正在发力中：外资进入中国疫苗市场很早，然而由于我们国家疫苗行业 90 年代一直没有发展起来，外资在我国疫苗市场一直处于并不怎么成功的状态。然而，中国的人口基数大、消费能力提升，外资五大疫苗巨头也看到了我国疫苗行业的潜力所在，纷纷加大对疫苗市场的重视。诺华收购了浙江天元以期可以让更多的产品进入国内；默沙东和智飞开始合作；葛兰素史克、惠氏还在寻找合作的对象等等迹象均表明，中国市场将是外资疫苗企业的一个重要市场；

民营企业——正在强大：随着智飞和沃森登陆资本市场，大家对疫苗民营企业的认识加深。我国共有 30 多家疫苗企业，是全球疫苗企业最多的国家。以深圳康泰、北京科兴、华兰生物、辽宁成大、智飞生物、沃森生物为代表的民营疫苗企业正在快速的发展，和外资合作或者借助资本市场之力，未来民营疫苗企业也将会出现分化，研发销售能力弱、产品少的企业很有可能会逐步边缘化；产品梯队丰富、研发及销售能力强的企业会占据越来越多的市场。

表 3 国内二类疫苗产品批文(甲肝、乙肝既有一类也有部分二类，因此在这里纳入统计)

公司	甲肝	乙肝	脑膜炎	流感	Hib	狂犬	水痘	肺炎	伤寒	霍乱	黄热	森林脑炎	轮状
兰州所		●	●	●	●	●							●
武汉所			●			●			●				
长春所	●	●		●			●					●	
上海所			●	●			●		●				
成都所								●	●				

天坛		●	●	●					●		●		
公司	甲肝	乙肝	脑膜	流感	Hib	狂犬	水痘	肺炎	伤寒	霍乱	黄热	森林	轮状
北京绿竹			●		●								
科兴生物	●			●									
华兰生物		●	●	●									
无锡罗益			●										
浙江天元			●	●									
深圳康泰		●											
沃森生物			●		●								
长春长生	●			●		●	●						
长春百克						●							
长春祈健							●						
浙江普康	●												
大连汉信		●				●							
辽宁成大						●							
大连雅立峰				●									
海王英特龙				●									
苏威制药				●									
安迪生物						●							
北京福尔						●							
广州诺诚						●							
河南普新			●			●							
金坦生物		●											
吉林迈丰						●							
吉林亚泰						●							
江苏延申				●		●							
辽宁依生						●							
宁波荣安						●							
联合赛尔										●			
上海润泽	●												
浙江卫信													
北京民海													
外资企业	甲肝	乙肝	脑膜	流感	Hib	狂犬	水痘	肺炎	伤寒	霍乱	黄热	森林	轮状
GSK	●	●		●	●		●						
默沙东	●				●			●					
惠氏								●					
赛诺菲巴斯			●	●	●	●							
诺华				●	●	●							

博尔纳生物

•

•

•

资料来源：中国生物制品检定所、国家食品药品监督管理局、中投证券研究所。甲肝和乙肝属于跨界品种，因此列入。

由上表的二类疫苗批文数量，我们可以看出，目前国内疫苗企业产品线重复，很多疫苗企业集中在流感和狂犬两个产品上，流脑和 Hib 目前批文还不算多，但未来会增多。智飞拥有脑膜炎疫苗中的四价流脑和 AC 结合两个产品批文、Hib 批文，共 3 个产品批文，无论从数量和质量上都属于国内疫苗企业中上水平。

我们的观点：中国的疫苗行业正呈现三足鼎立之势，未来中生集团的地位可能相对稳定、外资的参与积极度会提升、民营疫苗龙头企业也会不甘示弱。可以预见，未来的疫苗行业竞争会加剧，然而在这种发展形势下，新产品的研发也会加快，行业会有一个快速的发展。

2.5 销售能力强的疫苗企业将会脱颖而出

1、疫苗产品特点——预防疾病，而非治疗疾病：疫苗用于预防疾病，有以下几点。

1)、产品面向健康人群，安全性要求高：疫苗和药品不一样，针对的是健康人群，主要是婴幼儿，因此对于安全性要求很高。这决定了疾控中心最注重的是产品使用全过程的安全问题；

2)、需要开发和引导需求：疫苗是在没生病之前注射，因此需求的扩大需要家长对疫苗认识的提高。免疫规划的扩大很大程度上起了一定的市场教育作用，疾控中心的宣传教育是另外一个很重要的扩大家长认知能力的路径。

总结前文的分析，我们认为疫苗行业发展的两个关键点：**1、针对健康人群，因此需求需要引导和开发；2、行业参与热情高，竞争会加剧。决定了销售能力对于疫苗企业来说重要性很高。**

二类疫苗的销售是针对所有疾控和接种点的销售：随着疫苗流通方式的改变，不同于一类疫苗的上行下达模式，二类疫苗的销售是一个扁平的模式。生产企业和销售企业面对的客户是省、市、县所有的疾控中心和接种点，都可以单独采购单独结算。

二类疫苗的销售不应该是价格战的竞争：疫苗使用于健康人群，疾控中心是职能部门而非盈利部门，因此安全性对于疾控中心来说是最重要的。这也决定了价格战不是一个好的疫苗销售所能做的，更多的应该是提升服务的品质。

我们的观点：销售能力对于疫苗企业非常重要，掌握终端、覆盖面广、有理念的销售团队会是疫苗行业强大的销售团队。

2.6 拥有新型疫苗产品、强的销售团队、好的体制的企业，有潜力成为优秀的疫苗企业

综合以上的分析，我们得出一家优秀的疫苗企业该拥有的几大特质：

- 1、专注二类疫苗领域，可以抓住政策的机会，拥有较高盈利能力；
- 2、重视新产品的开发，拥有或即将研发出新型疫苗、联合疫苗等有壁垒的重磅产品；
- 3、拥有强的销售能力，可以抓住更多的市场机遇；
- 4、拥有好的体制

基于对以上几大特点的关注，拥有强的销售能力和新产品即将推出的民营疫苗企业智飞生物进入我们的视线。

三、公司业务看点：即将走出业绩低谷，迎来反转

3.1 公司现有业务情况：自主研发将是未来坚持的方向

1、公司现有业务分为买断式代理产品和自主产品。情况如下：

表 4 智飞生物主要产品分类表

业务分类	产品名称	合作方	2011 年中期收入(百万)	2010 年收入(百万)
买断式代理	B 型流感嗜血杆菌疫苗(Hib)	兰州生物制品所	168.54	415.24
	冻干甲肝减毒活疫苗	浙江普康	16.68	29.15
	23 价肺炎球菌多糖疫苗	默沙东	和默沙东的合作 2011 年 5 月开始, 尚未公布分产品收入	
	麻腮风三联疫苗	默沙东		
自主产品	ACYW135 四价流脑多糖疫苗	自产	79.02	199.57
	AC 多糖结合疫苗	自产	0	27.55
	微卡	自产	20.44	36.64

资料来源：公司公告、中投证券研究所。注：自产 AC 多糖结合疫苗因以前原料破伤风类毒素蛋白(TT)为外购，现需替换成自产原料，暂时停止生产，预计 12 年有望恢复生产。

其中代理产品共 4 个：国内产品两个，兰州所的 Hib 和浙江普康的甲肝疫苗；进口产品两个，默沙东的 23 价肺炎多糖疫苗和麻腮风三联疫苗，和默沙东的合作 2011 年 5 月开始，目前的合作为全面代理两个产品在中国大陆的销售。

自产产品 3 个，2012 年将增加至 5 个，将新增自产 Hib 疫苗和 AC 多糖疫苗：目前自产产品为 3 个 ACYW135 四价流脑多糖疫苗、AC 多糖结合疫苗、微卡，2012 年将增加至 5 个。AC 多糖疫苗已经于 2011 年 11 月获得新药证书和生产批件，Hib 已经获得国药准字，等待 12 年通过 GMP 认证后，这两个自产产品即可投产。

2、分产品收入和毛利来看，代理产品收入占比超过 60%，毛利占比接近 50%：我们认为公司未来将继续优质品种的代理，坚持自主产品的研发，“强销售、重研发”，提高综合竞争力

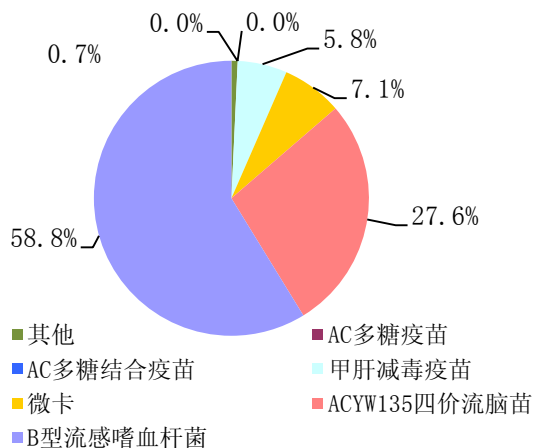
1)、代理产品和自主产品的配比，中短期来看比例变化将不会很大，长期来看，自主产品将是发展的方向：从 2011 年中期来看，代理产品的收入占比 65.31%，毛利占比 49%，代理产品和自主产品贡献利润相当。中短期来看，该比例变化不大，2012 年自产 hib 上市后自主产品收入上升，代理默沙东 23 价肺炎收入也会上升，因此代理和自产产品比重预计还会相当。2013 年后，随着自产 AC-HIB 疫苗的上市，未来自产产品将占比上升，坚持自主产品的研发将是公司不变的方向。

2)、代理 Hib 和自产的 ACYW135 四价流脑疫苗是目前主要收入和利润贡献来源：代理兰州所 Hib 占收入接近 60%，毛利接近 44%；四价流脑苗收入占比 27.6%，毛利占比 40.8%，Hib 和四价流脑两个品种贡献了超过 80%的业绩。

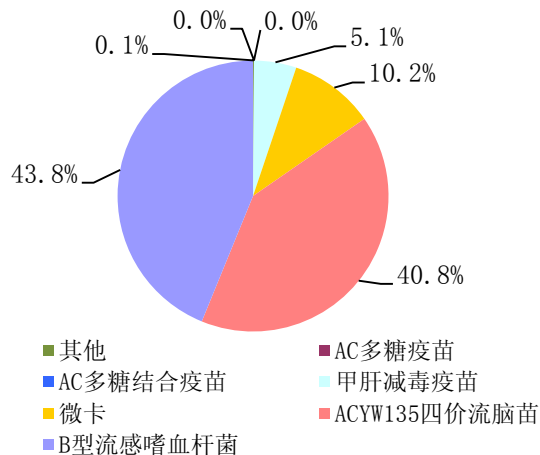
随着流脑疫苗市场的成熟和竞争的加剧，流脑疫苗品种会进入平稳增长期。

图 8 智飞生物按产品分类收入和利润占比图

2011年中报收入分产品占比



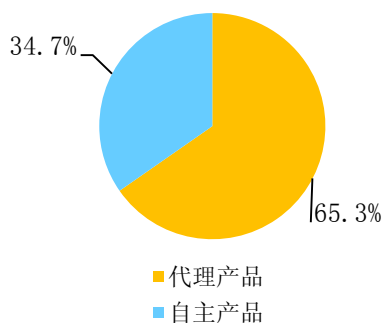
2011年中报毛利分产品占比



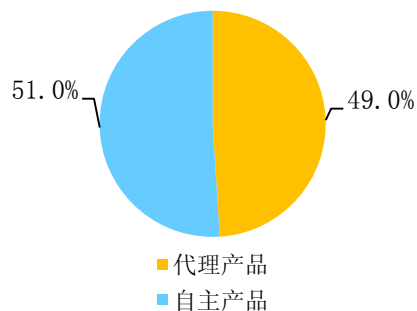
资料来源：公司定期报告、中投证券研究所

图 9 智飞生物按销售类型分类收入和利润占比图

2011年中报收入分类别占比



2011年中报毛利分类别占比



资料来源：公司定期报告、中投证券研究所

3.2 代理兰州所的 Hib 市场占有率长期超过 50%，自主产品上市后，毛利率翻倍是 12-13 年的看点

1、Hib 疫苗简介：又称 b 型流感嗜血杆菌疫苗，用于预防由 b 型流感嗜血杆菌引起的小儿脑膜炎、肺炎、会厌炎、败血症、蜂窝组织炎、心包炎、脊髓炎等。

对象和免疫接种程序：针对 3 月龄至 5 岁婴幼儿，3 月龄-1 岁接种 3 针基础免疫针，1 岁后 1 针加强免疫针，共 4 针。

理论市场空间 6400 万剂：每年新生儿 1600 万人，每人 4 剂。

2、国内竞争格局-Hib 市场逐步趋于成熟，未来竞争格局将稳定在 5-8 家生产厂家：国内目前有批文的共 7 家(包括智飞子公司北京绿竹)，11 年有批签发的 5 家，包括外资的 GSK、巴斯德、诺华，内资兰州所和沃森。其中诺华是 11 年新获批的企业，默沙东 07 年后退出了国内 hib 的市场。

从批签发数据来看，批签发总量稳定在 2000 多万人份；兰州所还是批签发数量最多的企业；外资企业经历过新版药典的影响后，批签发数量正在恢复。

表 5 Hib、Hib+百白破联合疫苗批签发数据

Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)					
单位：万人份	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
兰州所(西林瓶)	754.5	1009	1140.75	1008.83	1064.87
沃森	65.43	223.5	368.57	528.21	833.03
沃森(西林瓶)	65.43	223.5	368.57	438.13	611.89
沃森(预充)	--	--	--	90.08	221.14
赛诺菲巴斯德(预充)	296.7	445.78	489.02	502.24	271.37
葛兰素史克(GSK)(西林瓶)	273.83	323.28	687.35	320.85	148.76
诺华(西林瓶)	--	--	--	--	85.61
默沙东(西林瓶)	74.5	0	0	0	0
共计	1464.96	2001.56	2685.69	2360.13	2403.64
hib+百白破联合疫苗					
葛兰素史克(GSK)	--	--	--	39.91	0

资料来源：生物制品检定所、中投证券研究所

同类产品报批情况，Hib 的厂家将趋于稳定，Hib 联合疫苗的生产厂家将增加，未来联合疫苗替代单价苗是趋势：目前国内 hib 还在报批的有北京民海和成都所，分别处于申报生产批件的阶段；Hib 的联合疫苗有两种 Hib+百白破和 Hib+AC 结合疫苗，目前 Hib+百白破有 GSK 有产品通过批签发，民海 09 年获得文号，还没有产品批签发。AC+Hib 北京绿竹进度最快在申报生产批件，无锡罗益处于临床阶段。

表 6 Hib 及联合疫苗生产在研发情况

Hib 及其联合疫苗批文和申报情况		
产品	企业	进度
Hib	兰州所	已有批文, 在生产
Hib	沃森	已有批文, 在生产
Hib	赛诺菲巴斯德	已有批文, 在生产
Hib	葛兰素史克 GSK	已有批文, 在生产
Hib	诺华	已有批文, 在生产
Hib	默沙东	已有批文, 未生产
Hib	北京绿竹(智飞生物子公司)	获得生产批件, 等待 GMP 认证
Hib	北京民海	申报生产批件
Hib	成都所	申报生产批件
Hib+百白破	葛兰素史克(GSK)	已有批文
Hib+百白破	北京民海	已有批文, 尚未有批签发
Hib+百白破	赛诺菲巴斯德	申报生产批件
Hib+百白破	沃森	申报临床批件
AC+Hib	北京绿竹	申报生产批件
AC+Hib	无锡罗益	临床试验

资料来源: 国家食品药品监督管理局、中投证券研究所

小结——Hib 产品看点有两点:

1)、自产 Hib 生产带来毛利率翻倍, 是 12-13 年的看点: 公司代理兰州所 Hib 毛利率在 40-45%, 自产 Hib 毛利率超过 90%, 公司产品市场占有率 50%, 代理产品逐步替换成自产产品, 毛利率翻倍的效果会带来业绩的大幅增长。

2)、接种率的提高带来, Hib 整体市场的增长, 3-5 年市场有望翻倍达到 4000-5000 万剂以上的量: Hib 免疫程序一个小孩 4 针, 每年 1600 万新生儿, 理论需求量 6400 万剂, 目前年 2000 万剂的量, 接种率还较低。据 WHO 统计发达国家 Hib 接种率在 92%, 发展中国家接种率 42%, 不发达国家接种率 8%, 按照我们国家目前的情况, 尚未达到发展中国家的接种率, 随着市场教育的加大、家长对疫苗的认识加深, 通过对终端市场的调研, 我们认为 3-5 年 Hib 的市场做到 5000 万剂的市场容量还是很有可能的, 整体市场的增长仍然是一个看点。

3.3 和默沙东合作，代理 23 价肺炎是“请进来”的第一步，未来深化空间很大，是 12 年的看点也是长期的看点

1、“请进来”的第一步，代理 23 价肺炎多糖疫苗和麻腮风三联疫苗，有望把 23 价肺炎多糖疫苗做成一个大品种

公司于 2011 年 4 月 18 日发布提示性公告，4 月 26 日发布正式合同公告，公司与默沙东公司的合作协议，全面代理其在大陆地区的 23 价肺炎多糖疫苗和麻腮风三联疫苗的销售。由于麻腮风三联疫苗已经是一类疫苗，市场前景有限，在此我们不多加阐述，我们主要看好 23 价肺炎多糖疫苗的市场前景。

23 价肺炎多糖疫苗简介：23 价肺炎多糖疫苗是用于 23 种血清型系统性肺炎球菌肺炎，包括(1、2、3、4、5、6B、7F、8、N9、9N、10A、11A、12F、14、15B、17F、18C、19A、19F、20、22F、23F、33F)。

对象和免疫接种程序：适用于 2 岁以上儿童和成人。接种剂量为 1 人 2 剂。

理论市场空间非常大：假设 2-5 岁儿童，每个年龄组 1600 人，每人 2 剂，9600 万剂；65-75 老人，每个年龄组 1000 万人，接种率 10%，2000 万剂；市场空间即可超过 1 亿人份。且该疫苗是针对 2 岁以上所有人群，可开发潜力很大。

23 价肺炎多糖疫苗，产品稀缺，市场空间大，生产厂家不多，有望做成一个大品种：

- 1) 产品稀缺，目前国内仅有的两种肺炎疫苗中的一种：**目前国内仅有两种肺炎疫苗，23 价多糖和 7 价结合，7 价结合针对 2 月龄以上婴幼儿预防 7 种血清型引起的肺炎，23 价针对 2 岁以上人群预防 23 种血清型引起的肺炎；
- 2) 市场空间大：**如以上假设计算，23 价肺炎多糖是可以做成超过 1 亿人份的品种，市场空间非常大；
- 3) 生产厂家有限，竞争不激烈：**目前共 3 家厂家成都所、默沙东和巴斯德，年批签发量 600 万人份，基数很小，竞争不激烈，属于市场还未怎么开发的品种。

表 7 23 价肺炎多糖疫苗、7 价肺炎结合疫苗的批签发数据

23 价肺炎多糖疫苗					
单位：万人份	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
成都所	60.54	120.88	191.32	326.51	441.07
默沙东	47.11	5	7	35.18	94.54
赛诺菲巴斯德	62.54	133.92	129.83	231.06	152.98
共计	170.19	259.8	328.15	592.75	688.59
7 价肺炎结合疫苗					
惠氏	0	12.59	30.96	58.57	38.53

资料来源：生物制品检定所、中投证券研究所。补充：7 价肺炎结合疫苗适用于 2 月龄以上婴幼儿，用于预防 7 种血清型引起的肺炎，和 23 价肺炎多糖疫苗无竞争关系，23 价多糖和 7 价结合是目前国内仅有的肺炎疫苗

肺炎疫苗目前品种很少，是未来新型疫苗的重要方向，现有生产厂家少，但申报临床的厂家数量较多，未来谁可以先研发出肺炎疫苗，将会抓住较大的市场：

表 8 23 价肺炎疫苗和其他肺炎疫苗在申报情况

23 价肺炎多糖疫苗批文和申报情况		
产品	企业	进度
23 价肺炎多糖	成都所	已有生产批文，在生产
23 价肺炎多糖	赛诺菲巴斯德	已有生产批文，在生产
23 价肺炎多糖	默沙东	已有生产批文，在生产
23 价肺炎多糖	沃森生物	申报临床批件
23 价肺炎多糖	北京科兴	申报临床批件
23 价肺炎多糖	北京民海	申报临床批件
23 价肺炎多糖	北京绿竹	申报临床批件
24 价肺炎多糖	北京科兴	申报临床批件
其他肺炎结合疫苗申报情况		
产品	企业	进度
7 价肺炎结合	惠氏	已有生产批文，在生产
13 价肺炎结合	沃森生物	申报临床批件
13 价肺炎结合	北京科兴	申报临床批件
13 价肺炎结合	北京民海	申报临床批件
9 价肺炎结合	沃森生物	申报临床批件
15 价肺炎结合	北京绿竹	临床前

资料来源：国家食品药品监督管理局、中投证券研究所

2、默沙东作为全球五大疫苗生产企业之一，未来合作深化空间很大

默沙东公司是全球 5 大疫苗生产企业，研发能力强，品种丰富。在中国大陆的销售一直没有打开局面，市场也一直做的不大。和智飞的合作是一个双赢的局面，我们认为 23 价肺炎和麻腮风三联只是合作的第一步，未来深化空间很大。

表 9 默沙东产品销售金额(单位：百万美元)

产品名称	2008	2009	2010
麻腮风三联“默尔康”	249	346	376
23 价肺炎多糖“纽莫法”	334	331	315
水痘疫苗	925	1000	929
水痘麻腮风四联苗	9	0	134
轮状病毒疫苗		522	519
宫颈癌疫苗		1100	998

资料来源：公司年报，中投证券研究所

以上产品中水痘麻腮风四联苗、宫颈癌疫苗国内暂时都还没有厂家生产、轮状病毒疫苗只有一家厂家；默沙东的宫颈癌疫苗在国内做临床 3 期试验、轮状病毒疫苗在国内做临床 2 期试验。

总结：我们认为，默沙东想抓住中国的市场需要智飞，智飞通过和默沙东的合作可以增强自己的产品开发选择能力。双赢的局面下，未来双方进一步深化合作

的可能性很大。23 价多糖疫苗的合作是第一步，将会在 12 年开始可以贡献较多业绩，未来可能的合作将会是后续长期的看点。

3.4 自主产品 AC+Hib：一个重磅品种的酝酿，13 年-15 年的看点

联合疫苗是疫苗行业发展的大趋势之一，公司的 AC+Hib 联合疫苗处于申报生产批件阶段，有望 12 年底 13 年初获得批文，将会是国内第一个 AC+Hib 产品：公司于 2011 年 3 月 9 日公告使用部分超募资金投入 AC-Hib 联合疫苗产业化项目，投资 3.6 亿，产能 3000 万剂/年，达产后年均收入 18.18 亿，利润总额 11.1 亿。

AC-Hib 联合疫苗简介：可以适用于 3 月龄以上婴幼儿，同时预防 A 群、C 群脑膜炎球菌引起的各种疾病、b 型流感嗜血杆菌引起的疾病。免疫接种程序类似，3 针基础免疫针，1 针加强免疫针，共 4 针。

AC-Hib 联合疫苗优势：可有效减少 3 月龄至 2 岁的婴幼儿接种疫苗的次数，相对于 AC 结合疫苗和 Hib 疫苗，联合疫苗可以减少接种次数 4 次，减少一半，在 3 月龄至 2 岁的儿童需要接种的疫苗非常多，减少接种次数，既减轻婴幼儿的痛苦，也减少家长的麻烦。

理论市场空间：替代 Hib 和 AC 结合疫苗，每人 4 剂，1600 万新生儿，理论空间 6400 万剂，但替代率不会达到 100%，下面我们会进行一个测算。

我们的观点——看好该品种将是一个大品种：

- 1、联合疫苗是发展趋势，AC-Hib 联合疫苗将会成为 Hib 成熟后的高端替代品种，公司作为第一个生产厂家，又有非常强的销售能力和 Hib50% 的市场占有率，AC-Hib 的市场推广不用担心；
- 2、AC-Hib 可以再造一个智飞：作为独家品种，AC-Hib 疫苗定位高端，我们假设出厂价 180 元/支，以下做一个测算：该产品销售 300 万支，净利润即可超过智飞目前的规模。

表 10 AC-Hib 效益测算表

项目	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
销售数量(百万支)	200	300	500	800
收入(百万)	36000	54000	90000	144000
净利润	18000	27000	45000	72000
EPS	0.45	0.675	1.125	1.8

资料来源：中投证券研究所

3.5 在研产品梯队丰富，公司是疫苗行业发展的弄潮儿，后续产品是长期的看点

公司一直坚持自主产品的研发，除了现在已有批文的产品和前述的 AC-Hib 以外，已经申报和即将申报临床的品种很丰富，而且新型疫苗多，看点有两方面：

- 1、已经申报临床和即将申报临床的产品数量多：**已经申报的有 23 价肺炎多糖、EV71 疫苗，即将要申报的有 ACYW135 四价结合疫苗、15 价肺炎结合、细菌性痢疾结合疫苗等，后续在研发的还有 HPV 等疫苗，数量多；
- 2、在研产品选择上以市场为导向，都是新型疫苗，市场竞争少，潜力大：**基于公司在终端的影响力，对于市场的敏感度很高，选择的疫苗都是新型疫苗和市场空间大的疫苗，品种好。比如肺炎疫苗系列的 15 价结合和 23 价多糖，肺炎疫苗是发展的一个方向；EV71 手足口疫苗是国家疫苗产业支持的重点品种，目前尚没有产品等。

表 11 公司已有和在研产品一览表

疫苗种类	状态	预计/上市时间
ACYW135 四价流脑疫苗	已获批文，在生产	2008 年 5 月
AC 多糖结合疫苗	已获批文，暂停生产	预计 2012 年底复产
Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)	已获生产批件，待 GMP 认证通过后可生产	2012 年 2-3 季度
AC 脑膜炎球菌多糖疫苗	已获生产批件，待 GMP 认证通过后可生产	2012 年上半年
AC 群脑膜炎球菌-Hib 多糖结合疫苗	申报生产批件	2013 年
23 价肺炎多糖疫苗	申报临床批件	2015 年后
手足口病疫苗(EV71)	申报临床批件	2015 年后
ABC 群脑膜炎球菌疫苗	实验室阶段	2015 年后
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	实验室阶段	2015 年后
15 价肺炎结合疫苗	实验室阶段	2015 年后
细菌性痢疾结合疫苗	实验室阶段	2015 年后
伤寒-副伤寒外膜蛋白疫苗	实验室阶段	2015 年后
水痘疫苗	实验室阶段	2015 年后
流感病毒裂解疫苗	实验室阶段	2015 年后

资料来源：公司公告、国家食品药品监督管理局、中投证券研究所

3.6 销售能力强是基础，强大的销售能力将与研发产生协同效应

销售能力强是公认和不争的事实，公司以疫苗销售业务起家，很多高管都是从疾控一线实战出身，从ACYW135 四价流脑和 Hib 疫苗的市场占有率即可看出。

销售能力的优势所在：

- 1、人员专业，黏性强：**公司很多高管和资深销售人员都是从疾控出来，专业性强，了解市场；很多资深销售跟随创业团队在公司工作多年，黏性很强。
- 2、覆盖面广，深入接种点终端：**公司目前销售团队已经扩充至 500 人，覆盖所有省市，覆盖深入到市县疾控、乡村卫生院、接种点，疫苗销售是需求开发导向型，深入终端可以抓住市场需求、引导和开发市场需求。
- 3、销售理念——服务为导向而非价格战：**疫苗最大的特点是防治疾病，针对对象是健康人群，因此安全是疾控中心考虑的第一要素，而非盈利；根据对疾控的调研，我们也发现，价格战不是疾控最关心的问题，安全和服务才是。公司的销售模式和销售理念，以服务为中心，处理问题及时，最贴近疾控中心的需求。

我们的观点：疫苗销售都是同一渠道，强大的疫苗销售能力和新产品的推出将产生协同效应，能推动公司业绩的持续上升。

四、投资建议：强烈推荐

“经历过风雨，即将见彩虹”：走过 2011 年的业绩低谷，新产品将助推公司 2012 年的反转：

1、2011 年是公司“内忧外患”的一年，AC 结合疫苗尚未复产、代理甲肝疫苗批签发减少、兰州所 Hib 上半年批签发速度较慢、研发销售投入均加大等，多重因素导致公司 11 年业绩预期将陷入低谷；

2、我们认为 2012 年开始，自产 Hib 上市、默沙东的 23 价肺炎多糖疫苗进入放量时期，将助推 12 年公司业绩出现反转的时刻：随着 1 月公司自产 hib 获批国药准字号(S20110024)，12 年业绩反转的确定性增强，后续还有新产品 AC-Hib 疫苗申请生产批件中，以及在研发的新型疫苗品种梯队丰富，和默沙东的合作深化可能性很大。

3、不必过于纠结估值：疫苗行业作为生物医药的子领域，技术壁垒高、研发周期长，行业增长和新药研发预期长期存在，因此享受高估值。

比较已经上市的 4 家疫苗企业，我们发现疫苗企业整体估值在医药股中处于中上的位置。主要原因为疫苗行业属于高技术壁垒，研发时间长，有新药研发预期存在，因此行业将长期享受高估值。

在个股中，我们认为，未来新药研发快、销售能力强的公司将会更快的体现到业绩上，在疫苗板块中享受更高的估值。

表 12 疫苗企业估值比较表

公司	股价	P/E				EPS			
		2010 年	2011E	2012E	2013E	2010 年	2011E	2012E	2013E
智飞生物	20.97	32.8	43.7	28.0	18.2	0.64	0.48	0.75	1.15
华兰生物	22.81	21.5	31.2	27.2	23.0	1.06	0.73	0.84	0.99
天坛生物	14.36	42.2	31.9	31.2	26.6	0.34	0.45	0.46	0.54
沃森生物	38.56	37.4	29.2	24.1	20.1	1.03	1.32	1.60	1.92

资料来源：中投证券研究所

我们看好公司的长期投资价值，“强销售、重研发”的模式，未来疫苗研发和销售一体化协同效应显现，经过上市一年多的沉淀和股价的调整，基本面向上趋势明确，是疫苗行业中可遇不可求的长的好公司，值得长期投资。预计 11-13 年 EPS 分别为 0.5、0.75、1.15 元，对应 11-13 年 PE44/28/18 倍，维持强烈推荐评级，建议中线配置。

表 13 智飞生物分类收入预测表

项目(单位: 百万)	2010 年	2011E	2012E	2013E
收入总计	737.31	693.06	984.62	1311.68
增长率		-2.1%	42.1%	33.2%
ACYW135 四价流脑疫苗	199.56	219.52	230.49	242.02
增长率		37.06%	10.00%	5.00%
微卡	36.64	40.30	46.35	55.62
增长率		11.0%	10.0%	15.0%
AC 多糖结合疫苗	27.55	0.0	0.0	0.0
AC 多糖疫苗	--	--	5	10
自产 Hib	--	--	110.00	302.50
自产 Hib(万支)			200	550
代理 Hib	415.24	374.17	280.63	202.39
代理 Hib(万支)	1,259.83	1,133.85	850.39	595.27
代理甲肝疫苗	29.15	14.58	29.15	29.15
23 价肺炎多糖疫苗		32.00	288.00	480.00
麻腮风三联疫苗		12.50	0.00	0.00

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010	2139	2403	2803
现金	1616	1763	1871	2107
应收账款	298	281	399	531
其他应收款	6	6	8	11
预付账款	13	13	19	23
存货	76	76	107	131
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	199	186	205	224
长期投资	0	0	0	0
固定资产	72	82	94	106
无形资产	69	73	77	81
其他非流动资产	58	31	35	36
资产总计	2209	2324	2608	3027
流动负债	52	60	62	65
短期借款	0	8	8	8
应付账款	1	1	1	2
其他流动负债	51	51	53	55
非流动负债	16	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	13	13	13
负债合计	68	73	75	78
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	400	400	400
资本公积	1408	1408	1408	1408
留存收益	334	444	725	1141
归属母公司股东权益	2142	2252	2533	2949
负债和股东权益	2209	2324	2608	3027

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	54	211	152	303
净利润	257	190	301	458
折旧摊销	17	9	10	11
财务费用	-5	-4	-4	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-222	17	-157	-164
其他经营现金流	8	-1	3	3
投资活动现金流	-39	4	-29	-29
资本支出	52	20	20	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	12	24	-9	-9
筹资活动现金流	1419	-68	-16	-37
短期借款	-8	8	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	1393	0	0	0
其他筹资现金流	-6	-76	-16	-37
现金净增加额	1434	147	107	236

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	737	693	985	1312
营业成本	269	267	376	463
营业税金及附加	11	10	15	20
营业费用	115	146	182	210
管理费用	50	55	67	89
财务费用	-5	-4	-4	-4
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	294	215	346	531
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	303	224	355	540
所得税	46	34	54	82
净利润	257	190	301	458
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	190	301	458
EBITDA	305	220	351	537
EPS (元)	0.64	0.48	0.75	1.15

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.1%	-6.0%	42.1%	33.2%
营业利润	14.1%	-26.8%	60.7%	53.7%
归属于母公司净利润	10.9%	-26.0%	58.2%	52.3%
获利能力				
毛利率	63.5%	61.4%	61.8%	64.7%
净利率	34.8%	27.4%	30.5%	34.9%
ROE	12.0%	8.4%	11.9%	15.5%
ROIC	44.5%	34.4%	41.8%	51.1%
偿债能力				
资产负债率	3.1%	3.1%	2.9%	2.6%
净负债比率	0.00%	11.00%	10.65	10.30%
流动比率	38.60	35.78	38.65	43.33
速动比率	37.13	34.51	36.94	41.30
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.31	0.40	0.47
应收账款周转率	4	2	3	3
应付账款周转率	255.95	250.26	293.65	277.32
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.48	0.75	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.53	0.38	0.76
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.63	6.33	7.37
估值比率				
P/E	32.67	44.14	27.89	18.31
P/B	3.92	3.73	3.31	2.84
EV/EBITDA	22	31	19	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉： 2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；
王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434