

生物制品III
署名人: 周锐

S0960207090141
0755-82026719
zhourui@cjis.cn

智飞生物 300122

推荐

二类疫苗行业的闪耀之星, 新产品将带来新增长

6 - 12 个月目标价: 54.5 元

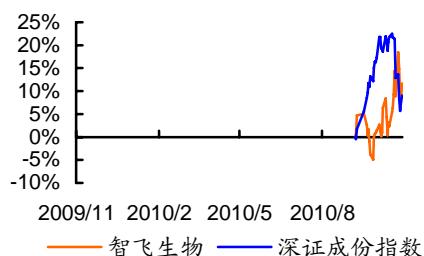
当前股价: 43.06 元
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12295.85
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	32
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.13
资产负债率	12.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	11.84	0.00	0.00
深证成份指数	-5.20	8.61	23.06



相关报告

近日我们对公司进行了调研, 同时走访了疾控中心, 就二类疫苗市场进行了调查研究。我们认为二类疫苗市场容量大、潜力大, 我国二类疫苗市场还处于供小于求的上升期, 有销售团队、有产品储备的龙头企业具有长期投资价值。

投资要点:

- **市场容量大+开发空间大, 我国二类疫苗市场处于供小于求的上升期:**
 - 市场容量大:** 每年 1600 万新生儿+补种人群, 决定了我国二类疫苗市场巨大的市场空间
 - 开发空间大:** 随着人民生活水平的提高, 对疾病防范意识的加强, 对疫苗的潜在需求将被逐步开发; 疾控中心为非盈利性机构, 但也有成本和开支, 需要有收入, 一类疫苗不给疾控中心贡献利润, 二类疫苗可为疾控中心产生利润, 来覆盖成本支出, 因此县市级疾控有动力推广二类疫苗, 促进市场增量的加速出现。
- **公司深入基层的销售团队有助产品打开市场:** 大部分家长对疫苗缺乏认识, 信息主要来源于疾控, 因此谁掌握了终端谁具有话语权。深入基层的销售优势将在新品推广时更快的体现出来。
- **主要产品竞争尚不激烈:** 目前公司自产的产品为 ACYW135 四价流脑疫苗有 3 家国内厂商生产, 代理的 hib 疫苗有 2 家国内厂商、2 家国外厂商生产, 竞争尚不激烈。
- **后续自主产品陆续上市将成为业绩增长新亮点, 未来业绩持续高速增长可期:** 预计公司 11 年自产 hib 苗将上市, 12-13 年 hib+AC 多糖结合联合疫苗将上市, 后续研发中的水痘苗、13 价肺炎疫苗等将陆续推出, 新品的推出保证公司的长期增长可期。
- **公司为二类疫苗龙头企业, 拥有销售+产品的优势, 11 年新产品有望上市, 业绩超预期可能性很大。** 我们预测公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.74、1.09、1.49 元, 首次给予推荐评级。

风险提示: 公司总股本为 4 亿, 流通股本仅 3,200 万, 有一定流动性风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	604	660	850	1108
同比(%)	2%	9%	29%	30%
归属母公司净利润(百万元)	232	296	436	595
同比(%)	22%	28%	48%	36%
毛利率(%)	68.8%	70.2%	74.0%	77.4%
ROE(%)	51.3%	13.5%	16.6%	18.5%
每股收益(元)	0.58	0.74	1.09	1.49
P/E	72.54	56.84	38.51	28.24
P/B	37.19	7.67	6.40	5.21
EV/EBITDA	65	57	41	29

资料来源: 中投证券研究所

一、市场容量大+开发空间大，我国二类疫苗市场处于供小于求的上升期

1、我国人口基数大，二类疫苗接种率不高，市场容量很大，增量市场大

按照我国每年 1600 万新生儿，暂不考虑补种人群来计算，对公司已有或即将拥有的产品的市场需求预计如下：

表 1：各疫苗市场容量预测(量单位：万人份)

疫苗种类	接种次数	理论需求量	空缺量	08 年批签发量	09 年批签发量	10 年 1-10 月批签发量
ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗	5	8,000	6,591	578	1,409	822
Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)	4	6400	3,714	2,002	2,686	1,898
AC 脑膜炎球菌多糖疫苗	2	3,200	975	3,602	2,225	2,033
AC 脑膜炎球菌多糖结合疫苗	4	6,400	6,082	2,151	318	392

资料来源：中投证券研究所，中国生物制品检定所

对需求预测的假设基础：

- 1) 每个年龄层 1,600 万人为基数；
- 2) ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗：针对 2-15 岁的人群以及青壮年人群，每隔三年需接种一针，理论需求为 $1600 \times 5 = 8000$ 万剂；
- 3) Hib 疫苗：1 岁以下婴幼儿基础免疫需接种 3 针，加强免疫 1 针，理论需求 $1600 \times 4 = 6400$ 万剂
- 4) AC 脑膜炎球菌多糖疫苗：3 岁、6 岁各接种一次，理论需求 $1600 \times 2 = 3200$ 万剂
- 5) AC 脑膜炎球菌多糖结合疫苗：从 3 月龄开始初种，每名儿童基础免疫 3 针，2 岁后加强免疫 1 针，理论需求 $1600 \times 4 = 6400$ 万剂

由以上需求预测，我们可以看到二类疫苗 ACYW135 四价流脑苗、Hib 疫苗、AC 脑膜炎球菌多糖结合疫苗的市场空缺量均超过目前的年批签发量，而一类疫苗 AC 脑膜炎球菌多糖疫苗市场空缺较小。我们认为二类疫苗的市场容量很大，市场潜力很大。

2、开发空间大：家长想接种+种得起；二类疫苗可为疾控中心产生主要利润，推广动力足

- 1) 随着人民生活水平的提高，家长的经济实力逐步允许他们有能力给自己的小孩接种二类疫苗；
- 2) 随着疾病的爆发、对疾病和疫苗的宣传，家长的疾病防范意识逐步提高，为小孩接种疫苗的意识也逐步加强；
- 3) 随着一类疫苗成为免费疫苗，二类疫苗可为疾控中心产生利润，因此疾控中心有动力推广二类疫苗。

由于疫苗不能公开广告，家长对疫苗的知识大多来源于疾控中心。同时，家长只能选择接种与不接种，接种进口的或者国产的，不能选择接种的具体品牌。因此，疫苗的销售与疾控中心的推广密不可分，尤其是与基层疾控中心的采购关系非常密切。

二、公司销售团队扎实，深入基层，在新品推广时将

有助产品快速打开市场

我们认为疾控中心采购二类疫苗主要有三点影响因素：

1) 利润：价格差如何？

价格差为出厂价和零售价差，主要由市场竞争度决定，目前几大二类疫苗厂家均不多仅2-4家，市场竞争尚不激烈，价格差基本维持稳定平衡的水平。厂家会尽量去争取增量市场，而不是在存量市场里打价格战。

2) 售后服务：当有接种出现不良反应时，厂家是否可以迅速处理？

售后服务则由销售团队的多少、销售深入不深入决定，售后服务和反馈的及时将增加疾控中心对公司产品的信任度，使公司和疾控中心维持长期较好的合作关系

3) 学术推广：为疾控中心医生提供及时的知识补充。

学术推广各大厂家均在做，差别性不大。

我们认为公司积累多年的销售网络，人员多，覆盖面广，销售深入基层，售后服务质量高且及时，公司和各级疾控中心尤其是基层疾控中心保持着非常好的合作和信任关系。这种销售力量和销售网络的作用，在新产品推出时尤其显著，有利于新产品迅速扩大销售范围和销售量。

公司销售网络强，且在募投项目建成后，网络将进一步加强：公司目前拥有营销人员366人，网络覆盖全国30个省市自治区，300多个地市，2300多个县区和12000多个乡镇、社区等基层接种点。募投项目中“智飞生物仓储物

流基地及营销网络建设项目”将在全国 25 个城市建立营销办事处，公司的营销办事处将由现在的 22 个增加至 47 个，营销人员由现在 366 人增加至 496 人，营销网络进一步扩大，营销实力进一步增强。

公司售后服务质量及时到位：1、公司有专职人员从事售后服务工作，设有 24 小时热线咨询电话，随时为客户提供和受种者提供咨询服务；2、各地销售人员负责向客户直接介绍疫苗接种过程中应该注意的事项，对于一些接种疫苗后产生的正常反应，及时准确地做好解释工作；3、对于接种过程中因个体差异产生的异常反应，在接到客户反映时，公司保证在 3 小时内立即到达现场。

我们看好公司营销网络作为公司新产品推广的“助推器”的作用，一旦新产品上市，公司业绩超预期可能性则很大。

三、自主新产品—未来业绩增长的亮点，已有产品+后

续产品，业绩持续高速增长有保证

1、主要产品竞争尚不激烈，增量市场是关键而非存量市场：

公司目前自主产品为 AC 脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗；独家买断代理产品为兰州所 Hib 疫苗、浙江普康的甲肝减毒活疫苗。而 Hib 和 ACYW135 四价流脑苗两者 09 年销售收入之和占比超过 74%。

表 2：已有主要产品在生产厂家(按照生物制品检定所近 3 年有批签发记录的厂家计算)注：北京绿竹为重庆智飞全资子公司

疫苗种类	生产厂家
ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗	3 家，浙江天元、华兰生物、北京绿竹
Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)	4 家(2 家国内、2 家国外)，兰州所、沃森生物、赛诺菲巴斯德、葛兰素史克
AC 脑膜炎球菌多糖疫苗	3 家，兰州所、浙江天元、赛诺菲巴斯德
AC 脑膜炎球菌多糖结合疫苗	3 家，北京绿竹、沃森生物、无锡罗益
甲肝减毒活疫苗	4 家，长春长生、长春所、中国医学科学院、浙江普康(由公司代理)

资料来源：中投证券研究所，中国生物制品检定所

主要产品生产厂家还不多，竞争尚不激烈。疫苗属于预防性药品，一个新的疫苗从研发、申请临床批件、临床试验、申请药品生产批件到上市销售平均需要 5-10 年的时间，申请生产批件到上市也需要 1.5-2 年的时间，我们认为在未来的 3-4 年之内，主要产品 ACYW135 四价流脑苗和 Hib 苗竞争均不会很激烈，增量市场是关键而不是存量市场。

2、后续新产品 Hib 疫苗、Hib+AC 多糖结合联合疫苗有望在 1-3 年内陆续上市，在研产品 ABC 群脑膜炎球菌疫苗、ACYW135 四价流脑结合疫苗、13 价肺炎疫苗、水痘疫苗、流感裂解疫苗等有望在 4-5 年后陆续上市，储备产品将作为业绩持续增长的强大支撑。

Hib 苗已于 2009 年 12 月开始申请药品批准文号，有望在 2011 年取得生产批文，上市销售；Hib+AC 多糖结合联合疫苗于 09 年 12 月开始进行Ⅲ期临床试验，后续还需申请药品批准文号，产品有望在 2012-13 年上市，实验室阶段研发的产品也将陆续进入临床申请等阶段。

表 3：公司储备产品一览表

疫苗种类	进度	预计上市时间
Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)	09 年 12 月开始申请生产批件	2011 年
AC 脑膜炎球菌多糖疫苗	09 年 6 月开始申请生产批件	2011 年
AC 群脑膜炎球菌-Hib 多糖结合疫苗	09 年 12 月开始Ⅲ期临床	2013 年
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
13 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：中投证券研究所，招股说明书

我们认为，公司自产 Hib 疫苗有望 2011 年获得生产批件开始生产销售。公司近几年代理 Hib 疫苗的销售业绩证明了该产品的销售实力，自产品上市有望快速打开市场。自产 Hib 疫苗为预充式，我们认为该产品定价和定位均应高于代理兰州所的 Hib 疫苗，未来自产预充式的 Hib 疫苗主要销往经济较发达地区的高端人群，和代理疫苗错位销售，而且主攻增量市场，该部分的竞争影响不大。我们预计 11 年 Hib 苗上市对收入的贡献可超过 5000 万元，12 年有望超过 2 亿元，业绩超预期的可能性很大。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	348	2071	2479	3048
应收账款	182	1894	2267	2789
其它应收款	72	79	101	132
预付账款	4	4	6	7
存货	60	63	71	80
其他	30	31	35	40
非流动资产				
长期投资	170	177	208	238
固定资产	66	73	83	96
无形资产	60	75	90	105
其他	44	30	35	37
资产总计	518	2248	2687	3286
流动负债				
短期借款	51	52	55	59
应付账款	8	8	8	8
其他	1	1	1	1
非流动负债				
长期借款	42	43	46	49
其他	15	5	5	5
负债合计	66	58	60	64
少数股东权益	0	0	0	0
股本	360	400	400	400
资本公积	15	1418	1418	1418
留存收益	77	373	809	1404
归属母公司股东权益	452	2191	2627	3222
负债和股东权益	518	2248	2687	3286

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流				
净利润	211	237	322	453
折旧摊销	232	296	436	595
财务费用	0	4	4	5
投资损失	-0	-42	-86	-104
营运资金变动	0	-12	-32	-43
其它	-21	-7	0	0
投资活动现金流				
资本支出	-43	-11	-35	-35
长期投资	12	20	20	20
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流				
短期借款	0	0	0	0
长期借款	340	40	0	0
普通股增加	15	1403	0	0
其他	-404	42	86	104
现金净增加额	120	1712	373	522

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	604	660	850	1108
营业成本	189	197	221	250
营业税金及附加	10	11	14	18
营业费用	106	119	153	199
管理费用	42	46	59	77
财务费用	-0	-42	-86	-104
资产减值损失	1	1	1	1
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	258	330	488	667
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	261	333	491	670
所得税	29	37	55	75
净利润	232	296	436	595
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	296	436	595
EBITDA	257	291	407	567
EPS（元）	0.64	0.74	1.09	1.49

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	2.3%	9.3%	28.7%	30.4%
营业利润	16.3%	28.0%	48.0%	36.6%
归属于母公司净利润	21.9%	27.6%	47.6%	36.4%
获利能力				
毛利率	68.8%	70.2%	74.0%	77.4%
净利率	38.3%	44.8%	51.3%	53.7%
ROE	51.3%	13.5%	16.6%	18.5%
ROIC	75.4%	79.1%	92.6%	109.0%
偿债能力				
资产负债率	12.8%	2.6%	2.2%	2.0%
净负债比率	12.06	13.89%	13.24	12.46%
流动比率	6.78	39.70	45.09	51.83
速动比率	6.20	39.11	44.45	51.16
营运能力				
总资产周转率	1.33	0.48	0.34	0.37
应收账款周转率	9	9	9	10
应付账款周转率	47.65	186.49	193.11	193.95
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.74	1.09	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.59	0.81	1.13
每股净资产(最新摊薄)	1.13	5.48	6.57	8.05
估值比率				
P/E	72.54	56.84	38.51	28.24
P/B	37.19	7.67	6.40	5.21
EV/EBITDA	65	57	41	29

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

周锐，中投证券研究所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，2006年、2007年和2009年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名，2008年新财富最佳分析师医药行业第3名；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，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，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究；

王威，医药行业研究助理，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，负责医疗器械行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2008年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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，但人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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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