

站在强大的营销的肩膀上，

自主产品发展前景广阔



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO.,LTD.

## 投资要点

**1. 疫苗行业未来保持快速增长。**国内疫苗供给不能满足国内确定而巨大的需求。我国疫苗行业的销售额占医药行业总销售收入不到1%，远低于全球2.5%的水平，我国的疫苗行业还有很大的成长空间，未来几年国内疫苗市场整体年均增长率将超过15%。

**2. 营销实力强大。**公司是国内二类疫苗的龙头企业，公司建设了一个行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系。募集资金后将继续健全市场网络体系、扩建办事处、增加营销人员。

**3. 自主研发产品的销售收入逐年增加，毛利率高。**公司目前上市的自主产品包括ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗和注射用母牛分枝杆菌3个品种，这3个品种2010年中期毛利率分别为96.74%、92.59%、86.51%。

**4. 公司研发实力强大，发展前景广阔。**公司已经完成 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 Hib 疫苗的临床研究，正在申请药品批准文号，未来这两个产品上市后，将极大丰富公司的自有产品线。已完成注射用母牛分枝杆菌辅助治疗支气管哮喘临床研究，临床结果良好，新药申请文件已获国家药监局受理。公司拥有专利数量 12 个，在研项目数量为 16 个，在国内同类上市公司中名列前茅。

**风险提示：**新产品获准生产晚于预期，在研项目进展缓慢，产能扩大低于预期，短期看公司估值相对偏高。

主要财务数据：

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	604.05	703.66	858.39	1158.00
增长率(%)	2.32	16.50	22.00	34.97
归属母公司股东净利润	231.59	275.15	358.28	488.49
增长率(%)	21.86	18.60	30.21	36.34
每股收益(EPS)	0.64	0.69	0.90	1.22
每股经营现金流	0.59	0.32	0.46	0.58
销售毛利率	68.79	68.28	66.88	68.08
销售净利率	38.34	39.10	41.74	42.18
净资产收益率(ROE)	51.27	13.40	17.48	23.46
市盈率(P/E)	54.45	50.51	38.72	28.57
市净率(P/B)	6.77	6.77	6.15	5.35

智飞生物 300122

2011-01-13

评级 推荐（首次）

目标价格	41.00 元
当前价格	34.85 元

### 基础数据

总市值(百万)	13940
总股本/流通股本 (百万)	400/40
流通市值 (百万)	1394
每股净资产	5.15 元
净资产收益率 (%)	13.40

### 交易数据

52 周内股价区间	46.11/34.20
09 年市盈率	54.45
市净率	6.77

### 一年期走势图



行业研究员： 张欣

联系人： 林兴秋

证书编号	S0820208030013
电话	021-32229888-3510
E-mail	<a href="mailto:linxingqiu@ajzq.com">linxingqiu@ajzq.com</a>

### 相关报告

## 公司研究

### 一、疫苗行业将保持快速增长

全球疫苗市场快速增长，2004 年至2008年，全球疫苗行业的年复合增长率约为28.40%，预计2008 年至2013 年，全球疫苗市场的复合增长率达13.1%，2008 年全球药品销售额为7,731 亿美元，疫苗市场仅占医药市场的2.5% 左右，疫苗行业仍有巨大的发展空间。2007 年我国疫苗市场规模超过50 亿元人民币，2008 年达到80 亿元人民币，2009 年国内疫苗市场整体规模达到90 亿元人民币。2008 年我国医药行业实现销售收入8,253.6 亿元，我国疫苗行业的销售额占医药行业总销售收入不到1%，远低于全球2.5%的水平，我国的疫苗行业还有很大的成长空间。据《中国医药报》预计未来几年，国内疫苗市场整体年均增长率将超过15%。

疫苗行业快速发展的原因有下列几点：随着全球气候不断变暖，导致热带传染病逐步向温带和寒带扩散。同时由于现代交通的发展，各地区人口流动日益频繁，客观上加快了疾病在传播和蔓延的速度，也增加了对预防控制传染性疾病疫苗的需求。接种疫苗是预防和控制传染病最经济最有效的方法之一。政府对疫苗行业高度重视，我国居民收入持续增长，群众的预防保健意识不断提高。生物技术的高速发展是疫苗产业的助推器，作为新兴产业，受政府政策扶持力度很大。我国人口基数大，二类疫苗供给不能满足巨大的需求。

### 二、公司营销实力强大，自主产品增长迅猛

#### （一）公司营销实力强大

公司目前从事二类疫苗的研发、生产、销售，公司通过多年的努力，建设了一个行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系。现有专业营销人员366 名，每名营销人员服务约330 万人口的市场，负责维护销售渠道、宣传普及疫苗知识。销售网络覆盖全国30 个省、自治区、直辖市，约300 多个地市、2300 多个县区。深入终端：多层贯通、深入终端，网络贯通省、市、县各级CDC，深入乡镇、社区等基层预防接种门诊。网点密集：服务网点密集，网络基础扎实，覆盖到约12000 个乡镇、社区等基层预防接种门诊。反应快速：销售网络反应速度快。最近三年公司二类疫苗产品销售量占我国二类疫苗市场10.99%、11.13%和10.78%的份额，在国内民营疫苗企业中排名第一。这是公司强大的销售网络和实力的体现。

公司于2010年9月底上市，将部分募集资金用于继续健全市场网络体系，面向基层和细分市场，在以省市为中心，地区为重点，县级为辐射点的三级营销体系基础上进一步加强乡镇一级的网络覆盖，将全国办事处从原有的22 个增加至47 个，由省一级扩展到市一级，预计通过三年努力，各级疾控机构和医院客户数量从现有约1000 家增加到1400 家。在扩建办事处的基础上，公司拟将营销团队人员配置将由现有的366 人增加至496人。公司战略非常清晰，通过扩展公司的销售渠道，使公司的自主产品获得更多的市场和利润。

#### （二）公司自主产品销售收入快速增长，毛利率高

公司以销售代理产品起家，通过销售代理产品获得资金以投入研发自主产品，近几年自主产品占毛利总额的比重快速提升，并已经超过代理产品。2007年、2008年、2009年、2010年中期自主产品毛利占毛利总额的比重分别为0%、23.84%、51.34%和53.66%，自2009 年起已经超过公司毛利总额的一半；独家买断代理产品毛利占毛利总额的比重分别为98.41%、72.85%、44.12%和40.11%。公司目前上市的自主产品包括A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗和微卡（注射用母牛分枝杆菌）3 个品种，另外Hib疫苗通过临床试验后向国家药监局申报药品生产文号，预计2011年底前能通过申请并进行规模生产。

#### ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗

该产品是采用先进的纳米滤膜工艺生产的新一代脑膜炎球菌多糖疫苗，每瓶含有免疫原性更好的高分子量A 群、C 群、Y 群和W135 群脑膜炎球菌多糖各50 微克，是能预防这几类血清群流脑的疫苗，ACYW135 群脑膜炎球菌请务必阅读正文之后的重要声明

## 公司研究

多糖疫苗于2008年5月上市，2008年占37.38%的份额，市场占有率达到第二，2009年上升到53.11%，市场占有率达到第一；该产品的营业收入迅速增长，2008年为5230万元，2009年为14570万元，2010年中期为8230万元。毛利率维持在高水平，为96%。目前国内能生产ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗的厂家只有本公司和浙江天元，该疫苗的接种对象为2岁以上的儿童及成人。该疫苗的接种程序为针对2-15岁的人群以及青壮年人群，每隔三年需接种一针，按我国每年新生儿1600万计算，ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗市场需求约8000万剂左右，2008年和2009年平均年批签量994万剂，供给缺口为7006万剂。公司上市募集资金后将用于该产品的产能扩大，预计将产能从目前的500万剂/年扩充到2013年的1200万剂/年。在强大而稳定的需求背景下，产能扩大将为公司带来盈利可预期的巨大增长。

图1：公司自主产品占毛利额比重（%）

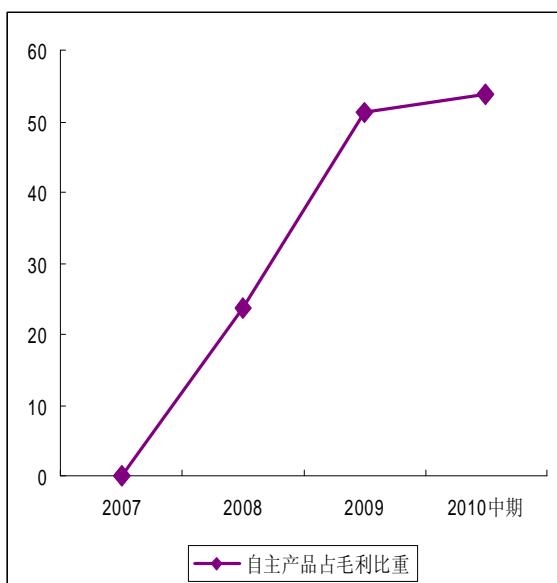
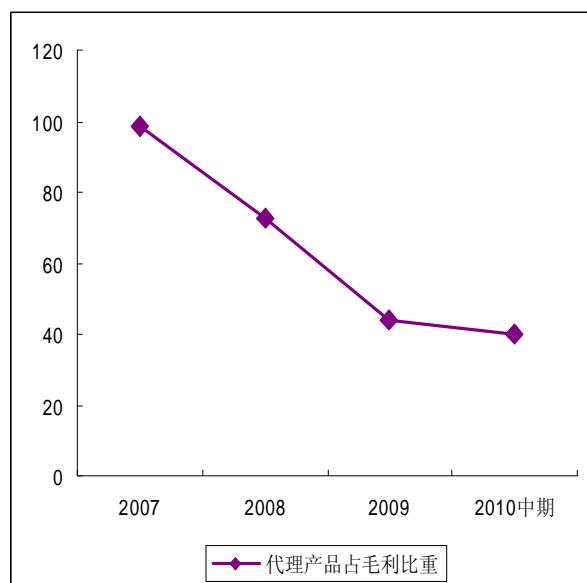


图2：公司代理产品占毛利额比重（%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

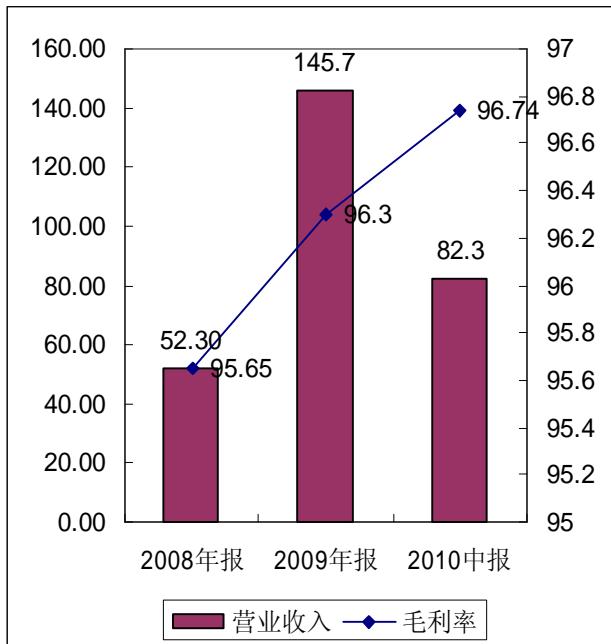
资料来源：公司招股说明书，爱建证券

### A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗

公司生产的A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗是第一个经国家药监局批准用于3月龄以上婴幼儿和儿童预防流脑的疫苗，用于预防A群、C群脑膜炎球菌引起的脑脊髓膜炎。目前国内能生产A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的厂家包括本公司、无锡罗益和云南沃森。无锡罗益产品的使用对象为6月龄以上的婴幼儿和儿童；云南沃森的产品于2009年8月上市，使用对象为3月龄以上的婴幼儿和儿童。A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗于2008年3月上市，2008年营业收入2170万元，2009年上升4510万元，2010年中期为2890万元，毛利率很高，超过92%。A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的接种程序为：每名儿童基础免疫3针，从3月龄开始初种，第2年每名儿童加强一针，共接种4针，每年按1600万新生儿计算，该疫苗3月龄-2岁的理论市场容量为6400万剂，而2008年和2009年平均年批签量1234万剂，供给缺口约为5100多万剂，目前的国内产品供应能力远不能满足市场需求，公司上市募集资金后将用于该产品的产能扩大，预计到2013年将产能从目前的500万剂/年扩充到1200万剂/年。

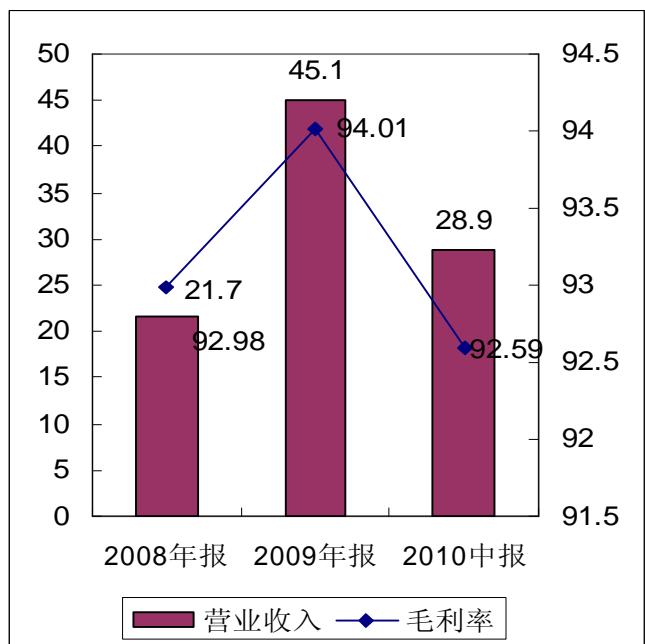
## 公司研究

图3：ACYW135群脑膜炎疫苗收入（百万元）及毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

图4：A群C群脑膜炎结合疫苗收入（百万元）及毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

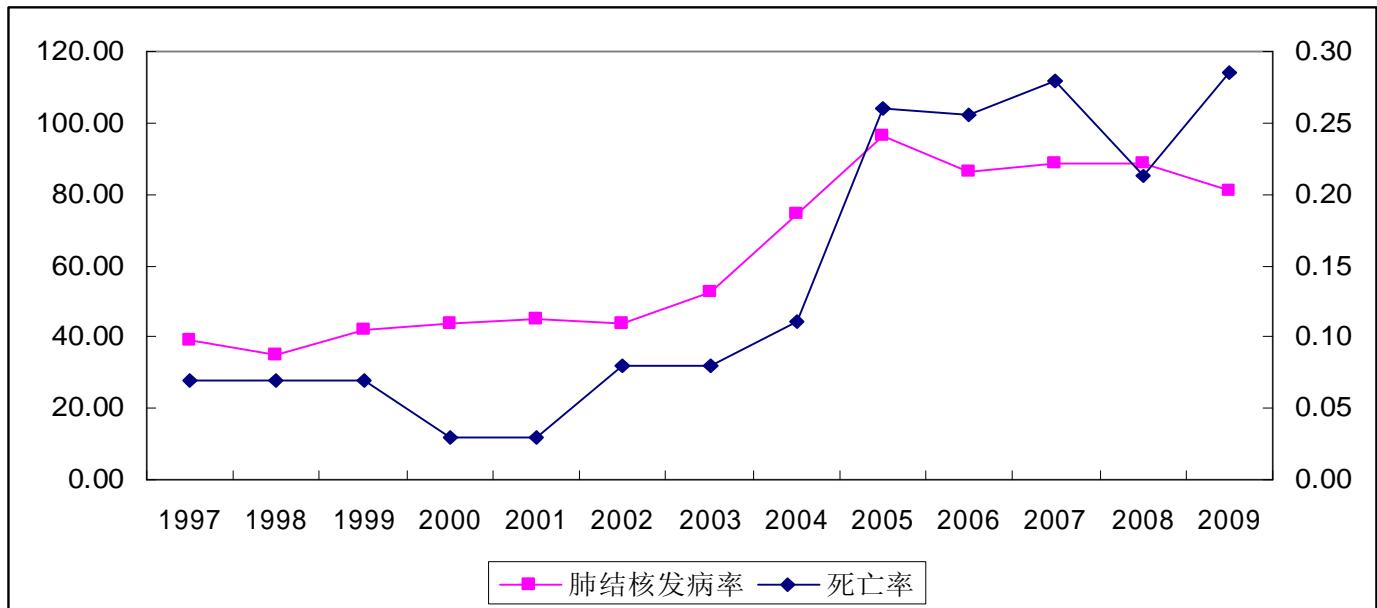
## 注射用母牛分枝杆菌

公司生产的注射用母牛分枝杆菌（微卡）为国内外独家产品，是WHO在结核病免疫治疗方案中唯一推荐的品种，为国家“十五”重大科研攻关课题用药，市场前景巨大；微卡是一种新型的双向免疫调节剂，能显著增强机体免疫功能，同时能阻断或减缓超敏反应，主要用于结核病等的免疫治疗，用于预防已感染结核菌者发病，还可以预防糖尿病患者、艾滋病患者、矽肺患者并发结核病。结核病在人口流动频繁的今天有死灰复燃的迹象，结核病的发病率和死亡率在最近十多年并未下降反而升高，我国人群中结核菌的感染率为44.5%，据此估计全国约有5.5亿人已受到结核菌的感染，全国有450万活动肺结核患者，因此我们可以看出预防5.5亿结核菌感染者发病，显得非常重要，作为预防已感染结核菌者发病的微卡市场前景广阔。

同时，微卡在支气管哮喘、过敏性鼻炎以及乙型肝炎等疾病的免疫治疗方面也显示了良好的应用前景，目前公司已完成微卡辅助治疗支气管哮喘临床研究，公司前期研究证明，该产品对哮喘病等疾病的治疗效果非常好，微卡增加适应症的新药申请文件已获国家药监局受理，预计年内可以生产。随着全球范围内的空气污染和环境恶化，哮喘的发病率和死亡率呈现逐年上升态势。我国有哮喘病患者2千多万人，每人需要12剂，其理论需求总量为2.4亿剂，按照10%的患者使用注射用母牛分枝杆菌计算，治疗哮喘病用的注射用母牛分枝杆菌的理论需求将超过2400万剂。公司募集资金后将注射用母牛分枝杆菌现有设计生产产能200万剂（实际产能100万剂）提高到每年500万剂的生产能力，以满足该产品应用范围的扩大。微卡应用范围及产能的扩大将为公司带来新的收入和利润增长，微卡2009年销售收入为3390万元，预计到2012年增加至1.5亿元。

## 公司研究

图5：我国肺结核的发病率和死亡率（单位：1/10万）



资料来源：卫生部，爱建证券

### Hib 疫苗

公司早自2005年即开始自主研发Hib 疫苗，并通过临床试验后向国家药监局申报药品生产文号，预计2011年底前能通过申请并进行规模生产。公司目前销售的是独家买断代理兰州所生产的Hib疫苗。研究表明Hib已成为我国儿童呼吸道的首位致病菌，主要引起下呼吸道感染，以肺炎为主，2岁以下婴幼儿感染率较高，而且难治易防。使用Hib疫苗是控制Hib 侵袭性疾病的有效措施。Hib疫苗的理论需求为：1岁以下婴幼儿基础免疫需接种3针，加强免疫1针，根据中国出生人口数稳定在每年1600万人，Hib疫苗的理论需求量在6400万剂，2008年和2009年平均年均批签量2344万剂，因此国内Hib 疫苗市场供给缺口非常大。公司拟自主生产的Hib 疫苗定位于高端产品，产品采取预充式包装方式，主要针对高端消费群体，产品上市后将与代理兰州所产品形成错位营销关系。目前国内生产Hib 疫苗的企业有兰州所和云南沃森，同时从国内供给不能满足需求来看，Hib 疫苗在现有市场规模的基础上尚有较大的成长空间。公司利用募集资金扩大生产能力，预计在2013年形成1200万剂/年的生产能力，同时Hib 疫苗销售收入可达1.6亿元。

### (三) 代理产品获取充足的现金流

公司目前代理的产品主要是 Hib 疫苗和甲型肝炎减毒活疫苗。公司销售的独家买断代理兰州所生产的 Hib 疫苗，在 2005 年-2009 年的 5 年间，其销售复合增长率达 89.94%，最近三年分别占 50.13%、56.68% 和 51.22% 的市场份额，连续三年市场占有率达到第一。2009 年 Hib 疫苗销售收入为 27022 万元，占公司收入的 44.74%。公司长期独家买断代理浙江普康的甲型肝炎减毒活疫苗，是出口国际市场唯一的国产甲肝减毒活疫苗，市场占有率达到前列，取得了良好的销售业绩。2009 年甲型肝炎减毒活疫苗销售收入为 7,132 万元，占公司收入的 11.81%。

### (四) 公司研发实力强大，发展前景广阔

公司已完成A 群C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和Hib 疫苗的临床研究，正在申请药品批准文号，未来这两个产品上市后，将极大丰富公司的自有产品线。公司拥有专利数量12个，而国内竞争对手专利数量如下：浙江天元6个，云南

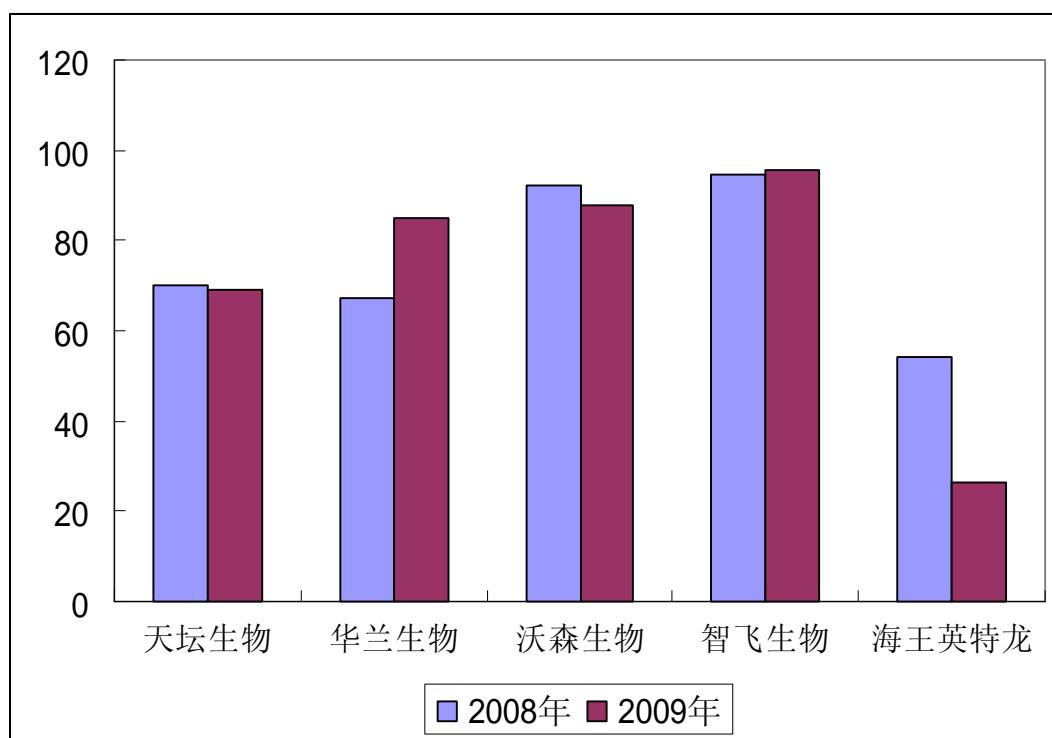
## 公司研究

沃森9个，无锡罗益3个；公司在研项目数量为16个，而浙江天元为11个。公司在研发方面投入巨大，此次募集资金投资建设高标准的疫苗研发中心，用于疫苗产品开发的基础平台。项目建成后，将主要从事以下项目的研究工作：AC 群脑膜炎球菌—b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗；ABC 群脑膜炎球菌疫苗等7个项目的研发。其中AC 群脑膜炎球菌—b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗属于国际领先的专利，是原始创新，目前完成I、II期临床，并于2009年12月获得III期临床试验批文，正在开展III期临床试验，我们预计该项目成功实现产业化的概率非常大。公司非常重视新技术、新产品的研发工作，每年投入的研发费用呈递增趋势。研发费占自主产品主营收入比例从2008到2010年中期分别为5.79%、7.05%、7.66%。公司强大的研发实力和巨大的研发投入必将为公司带来广阔的发展前景。

### 三、收入利润同步增长，毛利率维持在高水平

公司2010年第三季度实现营业收入4.72亿元，同比增长12.87%，归属于母公司所有者的净利润1.73亿元，同比增长12.77%。此次募集资金用于扩大产能，产能扩大之后，加上Hib 疫苗的即将投产、注射用母牛分枝杆菌治疗哮喘应用的开发，将为公司带来新的利润增长点。公司自主产品从2008年开始上市，上市之后毛利率一直维持在很高的水平，2008年为94.53%，2009年为95.44% 在国内同类疫苗公司中最高。

图6：国内主要疫苗类公司2008年、2009年自主产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，爱建证券

公司以营销见长，拥有行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系，现有专业营销人员数量多，销售的业绩突出。同时，公司的销售费用控制较好，在生物制品公司中相对较低，2007年到2009年分别为17.01%，18.77%，17.52%。

## 公司研究

表1:国内生物制品公司销售费用占营业收入比例(单位: %)

上市公司	2009年	2008年度	2007年度
天坛生物	10.64	12.74	10.33
安科生物	33.21	31.69	32.86
达安基因	16.57	22.49	17.96
智飞生物	17.52	18.77	17.01
沃森生物	25.55	38.34	20.31

资料来源: 公司公告, 爱建证券

## 四、公司盈利预测

公司是国内二类疫苗的龙头, 以营销见长, 研发实力强大, 自主产品比重逐年上升, 新产品Hib 疫苗的投产、注射用母牛分枝杆菌治疗哮喘应用的开发将在2012年带来业绩的快速增长, 预计2010-2012年营业收入为7.04亿元、8.58亿元、11.58亿元, 归属于母公司股东净利润为2.75亿元、3.58亿元、4.88亿元, EPS为0.69元、0.90元、1.22元, 给予推荐评级。

表2: 智飞生物利润预测表

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	604.05	703.66	858.39	1158.00
增长率(%)	2.32	16.50	22.00	34.97
营业总成本	346.53	389.60	438.50	583.78
营业成本	188.50	223.20	284.30	369.59
营业税费	9.91	10.5	12.5	17.50
销售费用	105.80	98.30	109.20	136.50
管理费用	42.03	42.60	43.50	52.50
财务费用	-0.36	-1.68	-13.00	-15.00
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	257.51	314.06	420.89	574.22
利润总额	260.69	319.06	421.50	576.60
母公司股东净利润	231.59	275.15	358.28	488.49
增长率(%)	21.86	18.60	30.21	36.34
每股收益(EPS)	0.64	0.69	0.90	1.22
每股经营现金流	0.59	0.32	0.46	0.58
销售毛利率	68.79	68.28	66.88	68.08
销售净利率	38.34	39.10	41.74	42.18
净资产收益率(ROE)	51.27	13.40	17.48	23.46
市盈率(P/E)	54.45	50.51	38.72	28.57
市净率(P/B)	6.77	6.77	6.15	5.35

资料来源: 公司公告, 爱建证券

## 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。