

2011 年 3 月 13 日

公司研究/年报点评

智飞生物 (300122)
主打产品快速增长，研发成果初显
评级：增持（维持）
■ 年报数据分析

报告期内，公司实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 22.06%；净利润 2.6 亿元，同比增长 10.88%。基本每股收益 0.69 元，略低于我们的预期。公司自有产品中，ACYW135 群疫苗是主要盈利品种，2010 实现营业收入 2 亿，同比大幅提高 37%；微卡实现收入 0.37 亿，同比提高 11%；A 群 C 群多糖结合疫苗收入同比大幅下滑 39%，A 群 C 群多糖疫苗收入小幅增长 7.7%，后三者毛利率均不同程度下滑。公司独家代理的两个品种：Hib 实现放量增长，营业收入较 09 年大幅提高 54%，甲肝疫苗实现收入 0.29 亿，收入较 09 年锐减 59%，毛利率小幅降低。总体而言，自有产品收入达到 2.7 亿，同比增长 17%、代理品种收入达到 4.4 亿，同比增长 38%，但代理产品毛利率低于自有产品。

■ 期间费用率小幅降低，管理费用增长明显

公司 2010 年期间费用率为 22%，较 09 年降低了 2 个百分点：主要是销售费用率有所降低；管理费用比上年同期增长 19.47%，其中研发费用 2478 万元，占营业收入比从 09 年的 2.6% 上升到 3.2%。

■ 研发成效初显，新产品将陆续上市

报告期内，公司新增自主和合作研发项目 4 项，今年预计申报临床的项目有 4 个。预计 2011 年-2013 年，将有 3 个疫苗品种获得药品批准文号和上市销售，分别是 AC 群流脑多糖疫苗、Hib 疫苗和 AC-Hib 三联结合疫苗。

■ 耕耘市场，优化营销模式

2010 年，公司优化和创新营销推广模式，加强终端网点的开发与维护，保持市场竞争优势。公司不断对“规范化定点接种”、“常规门诊接种”及“小定点+常规门诊”等推广模式进行优化；同时积极消除市场开发盲区，扩大终端网点建设。

■ 盈利预测和投资评级：

预测公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益为 0.86 元、1.18 元、1.52 元，我们认为，进入 2011 年，新版药典、GMP 规范及国家加强疫苗安全监管的举动进一步强化了疫苗产业优胜劣汰的趋势，提升公司作为领先的民营疫苗公司地位；公司具有经过时间检验的营销模式和策略，为新产品推向市场提供平台；公司多个二类疫苗由于对一类疫苗良好的替代作用，存在进入国家收储一类疫苗行列的预期，从而扩大接种人群范围；公司账面现金充沛，具有收购其他公司，扩充产品线的可能性；长期看来，给予“增持”评级。

盈利预测与估值

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	737.31	951.13	1260.25	1626.99
同比（%）	22.06%	29.00%	32.50%	29.10%
净利润（百万元）	256.79	343.81	470.22	608.75
同比（%）	10.88%	33.89%	36.77%	29.46%
毛利率（%）	63.47%	62.80%	65.50%	66.20%
每股收益（元）	0.642	0.860	1.176	1.522
P/E	56.61	42.28	30.91	23.88

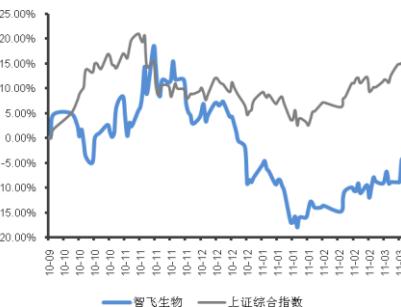
分析师：徐青

执业证书编号 S0600210080006

联系电话 0512-62938652

 邮箱 xuq@gsjq.com.cn
联系人：李雅娜

联系电话 021-63122950

 邮箱 liyn@gsjq.com.cn
智飞生物上市以来市场表现

2011 年 3 月 13 日

收盘价 (元)	36.34
52 周内高 (元)	46.11
52 周内低 (元)	31.36
总市值(百万元)	14772.00
流通市值(百万元)	1477.20
总股本(百万股)	400.00

1. 年报数据分析

报告期内，公司实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 22.06%；营业利润 2.9 亿元，同比增长 14.13%；归属于母公司的净利润 2.6 亿元，同比增长 10.88%。经营活动产生的现金流量净额为 5419 万元。基本每股收益 0.69 元，扣非后每股收益 0.67 元，略低于我们的预期。

1.1. 主营产品情况

➤ 自有产品：ACYW135 群脑炎疫苗收入大幅增长，其余产品毛利率不同程度降低：

公司自有产品中，ACYW135 群脑膜炎球菌疫苗是主要盈利品种，2010 实现营业收入 2 亿，同比大幅提高 37%，占总收入的 28%，毛利率达到 96.6%，较去年小幅增加 0.3 个百分点；注射用母牛分枝杆菌（微卡）实现收入 0.37 亿，同比提高 11%，毛利率从 09 年的 90% 下降到 85%；A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗收入同比大幅下滑 39%，仅收入 0.28 亿，毛利率下降 1 个百分点；A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗收入小幅增长 7.7%，收入 0.01 亿，毛利率大幅下降了 6 个百分点。总体来说，由于 ACYW135 群脑膜炎球菌疫苗的快速增长，公司自有产品收入达到 2.7 亿，较 09 年同比增长 17%，同时其坚挺的毛利水平从一定程度上补偿了其他品种毛利率下降的状况，成为公司利润来源的有力保障。

➤ 代理产品：Hib 放量增长，甲肝疫苗收入锐减：

公司目前代理了两个品种，都为独家代理：一是兰州生物制品研究所的 b 型流感嗜血杆菌疫苗（Hib），二是浙江普康的甲肝减毒活疫苗，2010 年 Hib 实现放量增长，营业收入较 09 年大幅提高 54%，共收入 4.15 亿元，占总收入的 59%，成为公司收入的主要来源。甲肝疫苗实现收入 0.29 亿，收入较 09 年锐减 59%，毛利率小幅降低。总体而言，代理品种收入达到 4.4 亿，同比增长 38%，但代理产品毛利率低于自有产品，代理产品综合毛利率为 30%。因此，虽然自有产品营业收入只是代理品种的 60%，但凭借高毛利率，对利润贡献约是代理品种的 1.3 倍。但随着公司自建的 Hib 疫苗生产线投入使用并逐渐达产，未来 Hib 疫苗毛利率有望恢复上升趋势。

➤ 子公司经营情况：

全资子公司北京绿竹生物制药，主要经营产品为 A 群 C 群流脑多糖结合疫苗和 ACYW135 群流脑多糖疫苗。未来作为募投项目“产业化基地”及“智飞研发中心”的实施主体。2010 年实现营业收入 2.27 亿元，净利润 1.4 亿元。

全资子公司安徽龙科马生物制药，主要经营注射用母牛分枝杆菌（微卡），未来作为募投项目“注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造”的实施主体。报告期内，实现营业收入 3629 万元，净利润 1356 万元。

全资子公司重庆智仁生物主要业务是 Hib 疫苗的买断代理销售，报告期内实现营业收入 2.9 亿元，净利润 1661 万元。

1.2. 财务数据

公司 2010 年期间费用率为 22%，较 09 年降低了 2 个百分点：主要是销售费用率有所降低：报告期内销售费用 1.1 亿元，比上年同期增长 8.92%，同时销售规模增长更快，导致销售费用率同比降低；由于研发支出扩大，管理费用上升到 5021 万元，比上年同期增长 19.47%，其中研发费用 2478 万元，占营业收入比从 09 年的 2.6% 上升到 3.2%。

另外，所得税费用 4613.73 万元，比上年同期增长 58.52%，主要是本期子公司北京绿竹企业所得税税率减半征收优惠结束，税率恢复到 15%。

应收账款大幅增加 315%，主要原因是销售增加，同时 2010 年下半年由于全国麻疹强化免疫，疫苗销售受到一定影响，为保持市场份额，对部分信用较好的客户适当延长了结算周期所致。

存货期末余额比上年增加 155.93%，主要原因是采购数量增加。在建工程投入开始加大，主要原因是本期募投项目陆续开工，导致在建工程期末余额增加。预计未来 1-2 年仍将保持较高水平。

1.3. 产品研发进展

报告期内，公司新增自主研发项目 2 项：分别是 ACYW135-Hib 五联多糖结合疫苗和 23 价肺炎多糖疫苗；新增合作研发项目 2 项：分别是人戊型肝炎疫苗和人乳头瘤病毒疫苗，均为针对较大潜力市场设立的项目。

根据对疫苗供求状况和市场趋势的判断，公司重新评估了在

研项目的市场前景，放缓了水痘疫苗、伤寒副伤寒外膜蛋白疫苗 2 项自主研发项目的研发进度。

由于疫苗研究毒理试验项目的内容增加，11 项自主研发项目中，有 4 项未能如期申报临床，处于实验室研究阶段，分别为“流感病毒裂解疫苗”、“细菌性痢疾结合疫苗”、“13 价肺炎结合疫苗”和“ABC 群脑膜炎球菌疫苗”，9 项合作研发项目中，有 4 项未能如期申报临床，处于实验室研究阶段，分别为“结核诊断试剂”、“新型结核病疫苗”、“治疗性乙肝疫苗基础性试验研究”和“HPV 疫苗基础试验研究”。今年预计申报临床的项目有 4 个。

预计 2011 年-2013 年，将有 3 个疫苗品种获得药品批准文号和上市销售，分别是 AC 群流脑多糖疫苗、Hib 疫苗和 AC-Hib 三联结合疫苗。公司拟使用 3.6 亿元超募资金建设 AC-Hib 三联结合疫苗产业化项目，设计产能 3000 万剂/年，达产后预计年均营业收入 181800 万元，年均利润总额将达 11.1 亿元。

公司通过 10 年的努力和积淀，建立了科学高效的研发体系，拥有一流的多糖和多糖蛋白结合疫苗技术平台，建立完善了病毒疫苗研发平台。未来公司将逐步形成以流脑疫苗产品系列、Hib 疫苗及其联合疫苗系列、肺炎多糖及多糖结合疫苗系列、流感等病毒类疫苗系列等产品群，随着未来新产品的推出，产品结构的搭建完善，公司产品的协同效应将日渐突显，产品优势将进一步增强。

表 1：公司在研产品线情况(蓝色表示已进行阶段)

	实验室阶段	申报临床	临床获批	临床阶段			完成注册现场检查	获得批准文号	预期生产上市时间
				I	II	III			
自主产品									
AC 群流脑多糖疫苗								2011	2011
b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗							2011	2012	2012
AC 群-Hib 多糖结合疫苗							2011	2012	2013
ACYW135 群多糖结合疫苗		2012	2013	2013					
流感病毒裂解疫苗	2011	2012	2012	2012	2013				
细菌性痢疾结合疫苗		2011	2013						
23 价肺炎多糖疫苗		2011	2013						
13 价肺炎结合疫苗		2012	2013						
ABC 群脑膜炎球菌疫苗		2012	2014						
ACYW135-Hib 五联多糖结合		2012	2014						
水痘疫苗		放缓							
伤寒副伤寒外膜蛋白疫苗		放缓							
合作研发									
结核诊断试剂		2011	2012	2013					
手足口病疫苗（EV71 疫苗）		2012	2013						
新型结核病疫苗		2012							

治疗性乙肝疫苗基础性试验研究	2012
HPV 疫苗基础研究	2012 2013
初免-加强型结核疫苗	2012 2013
人戊型肝炎疫苗（新增）	2013
混合型乙型肝炎治疗性疫苗	2013
人乳头瘤病毒疫苗（新增）	

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

1.4. 耕耘市场，优化营销模式

与多数疫苗公司只注重生产不同，公司代理起家的背景赋予了公司业内健全有效的营销网络及管理服务体系，现有专职营销及管理人员 435 名，保障了公司产品市场份额的持续稳定和快速增长，同时为公司研发立项、管理决策等提供了准确、全面、及时的信息支持。

2010 年，公司优化和创新营销推广模式，加强终端网点的开发与维护，保持市场竞争优势。由于公司疫苗品种二类疫苗居多，为居民自愿接种，那么终端的宣传和教育就显得尤为重要。公司不断对“规范化定点接种”、“常规门诊接种”及“小定点+常规门诊”等推广模式进行优化；同时积极消除市场开发盲区，扩大终端网点建设；拓展营销渠道，将县级结防所、皮防院(所)、乡镇卫生所（防疫站）、社区卫生服务站等纳入服务对象。随着居民健康意识增强和国家扶持县级医院、卫生站（所）等第三终端建设，公司不断拓宽和拓深渠道的战略有望受益。

不过，还是应该注意到：公司地处西部重要城市重庆，为了吸引东部地带的高级技术及管理人才，需要优化人才引进政策和措施，同时，区域市场发展不平衡，华东和华中地区销售占比高，西北、东北地区相对薄弱。

2. 公司数据一览

图 1：主营业务和净利润收入及增速

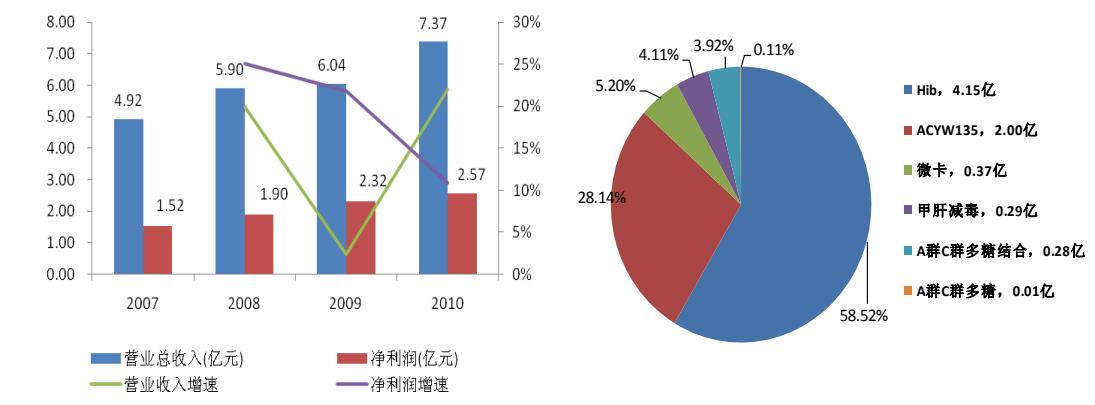
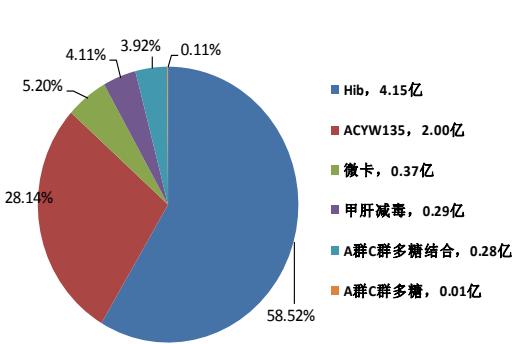


图 2：主要产品收入构成



资料来源：东吴证券研究所

图 3：公司主要产品毛利率变化

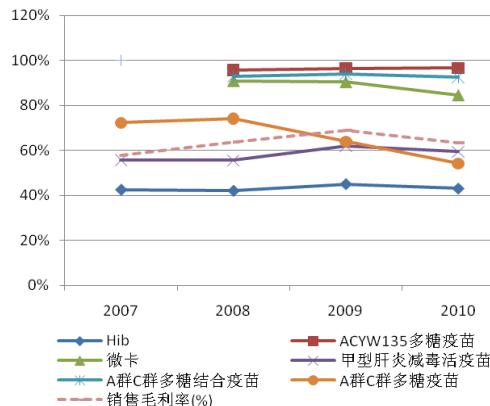
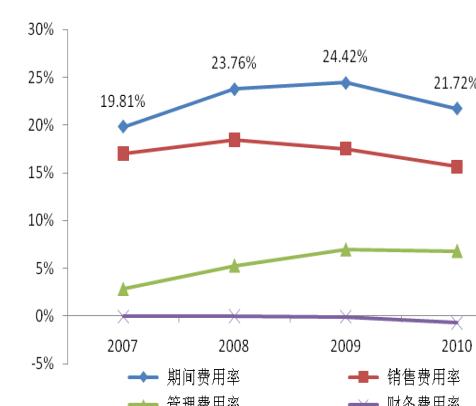


图 4：公司三项费用率变化情况



资料来源：东吴证券研究所

3. 盈利预测及估值

核心假设：自有品种 ACYW135 群脑膜炎球菌疫苗依然保持 30%以上的高速增长，A 群 C 群多糖结合疫苗稳定增长，A 群 C 群多糖疫苗和微卡增速较缓。2011-2013 年起逐渐新上市 AC 群流脑多糖结合疫苗、自产 Hib 疫苗和 AC-Hib 三联结合疫苗。

代理品种 Hib 保持较高速度增长，甲肝疫苗平稳增长。

预测公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益为 0.86 元、1.18 元、1.52 元，截止到 3 月 13 日 36.34 元收盘价对应 2011 年动态市盈率 43 倍，我们认为，进入 2011 年，新版药典、GMP 规范及国家加强疫苗安全监管的举动进一步强化了疫苗产业优胜劣汰的趋势，提升公司作为领先的民营疫苗公司地位；公司具有经过时间检验的营销模式和策略，为新产品推向市场提供平台；公司多个二类疫苗由于对一类疫苗良好的替代作用，存在进入国家收储一类疫苗行列的预期，从而扩大接种人群范围；公司账面现金充沛，具有收购其他公司、扩充产品系列的可能性；长期看来，给予“增持”评级。

4. 风险提示

4.1. 产品质量风险

疫苗产品的质量风险存在于研发、生产、流通、接种等各个环节，同时也无法避免疫苗质量合格且正常使用情况下出现的异常反应等情况，存在因产品出现质量事故而影响公司声誉和正常生产经营的风险。

4.2. 行业政策、免疫规划政策调整风险

疫苗行业的生产、销售、使用等环节受政策影响较大。免疫规划政策则依据疾病流行状况与控制对策制定。

4.3. 新产品不能按期获批风险

产品线的充实和产品结构的优化是公司可持续发展的有力保障，如新产品不能按期获得生产批文，公司的持续成长会受到一定影响。

4.4. 原材料供应商变化风险

AC 群流脑多糖结合疫苗因破伤风类毒素原料供应商的变化暂缓生产，初步预计今年底可恢复正常生产，对公司的经营业绩影响不大。其他原材料供应充足，无变化风险。

智飞生物财务报表预测：

财务报表预测 (单位: 百万元)						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	590.34	604.05	737.31	951.13	1260.25	1626.99
减: 营业成本	214.85	188.50	269.31	353.82	434.79	549.92
营业税金及附加	9.40	9.91	10.78	14.88	19.72	25.46
营业费用	108.94	105.80	115.24	163.60	216.76	279.84
管理费用	31.23	42.03	50.22	69.43	92.00	118.77
财务费用	0.08	-0.36	-5.34	-52.85	-53.99	-60.95
资产减值损失	4.46	0.64	3.20	2.77	2.77	2.77
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	221.38	257.51	293.91	399.48	548.20	711.18
加: 其他非经营损益	0.76	3.18	9.02	5.00	5.00	5.00
利润总额	222.14	260.69	302.93	404.48	553.20	716.18
减: 所得税	32.09	29.10	46.14	60.67	82.98	107.43
净利润	190.05	231.59	256.79	343.81	470.22	608.75
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	190.05	231.59	256.79	343.81	470.22	608.75
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	16.06	153.24	1576.49	1964.46	1658.38	2435.49
应收和预付款项	162.72	135.99	318.02	43.61	426.26	177.23
存货	30.54	29.83	76.35	17.59	97.84	48.15
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	1.52	1.43	1.24	1.05	0.86
固定资产和在建工程	69.57	66.29	78.77	364.20	649.64	755.07
无形资产和开发支出	64.37	84.54	102.24	101.91	100.58	98.24
其他非流动资产	0.00	15.99	14.26	7.13	0.00	0.00
资产总计	343.25	487.39	2167.55	2500.12	2933.73	3515.04
短期借款	5.00	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	65.62	18.11	15.34	27.35	22.52	36.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.57	9.60	10.52	10.52	10.52	10.52
负债合计	76.19	35.70	25.87	37.87	33.04	46.74
股本	20.00	360.00	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	0.00	14.76	1407.96	1407.96	1407.96	1407.96
留存收益	247.06	76.93	333.72	654.29	1092.73	1660.33
归属母公司股东权益	267.06	451.69	2141.68	2462.25	2900.69	3468.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	267.06	451.69	2141.68	2462.25	2900.69	3468.30
负债和股东权益合计	343.25	487.39	2167.55	2500.12	2933.73	3515.04
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	141.75	210.79	54.39	663.84	-22.89	912.59
投资性现金净流量	-136.24	-43.49	-39.46	-305.75	-305.75	-155.75
筹资性现金净流量	-81.31	-46.70	1419.19	29.88	22.56	20.26
现金流量净额	-75.80	120.60	1434.12	387.96	-306.08	777.11

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：(0512) 62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>