

暂不评级

智飞生物（300122）

2010年9月9日

民营企业中的二类疫苗龙头

发行价：暂无（9月13日网下和网上申购）

医药行业分析师：江维娜
SAC 执业证书编号：S0850210040012
jiangwn@htsec.com
021-23219610

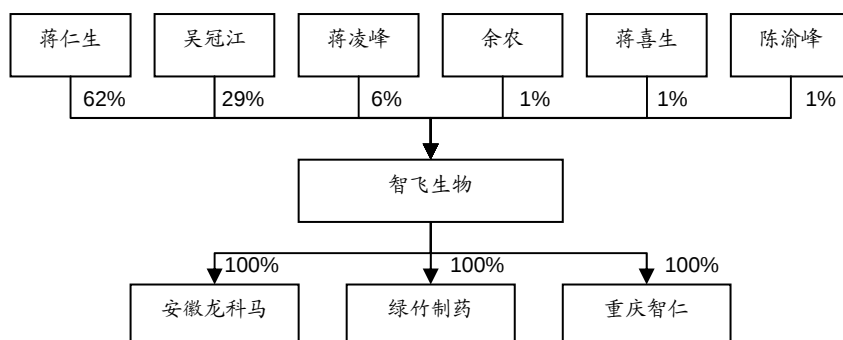
投资建议：我们预测 2010-2012 年公司 EPS（摊薄）分别为 0.72 元、1.01 元和 1.41 元。参照生物制药行业和创业板的估值水平，我们认为公司的合理估值应为 2011 年 30-35 倍的 PE，公司的合理股价为 30.30-35.35 元。

1. 二类疫苗龙头，民营体制支持

公司是我国本土综合实力最强的民营生物疫苗企业，主要从事疫苗、生物制品的研发、生产和销售。2007-2009 年公司疫苗销售量分别占我国二类疫苗市场份额的 10.99%，11.13%和 10.78%，在国内民营疫苗企业中稳居第一位。

公司作为民营企业，体制灵活，激励充分。股东蒋仁生、吴冠江和蒋凌峰分别持有公司 62%、29%和 6%的股份，其中蒋仁生为公司的实际控制人。公司此次 IPO 发行 4000 万股，发行后总股本为 40000 万股。

图 1 本次发行前公司股权结构

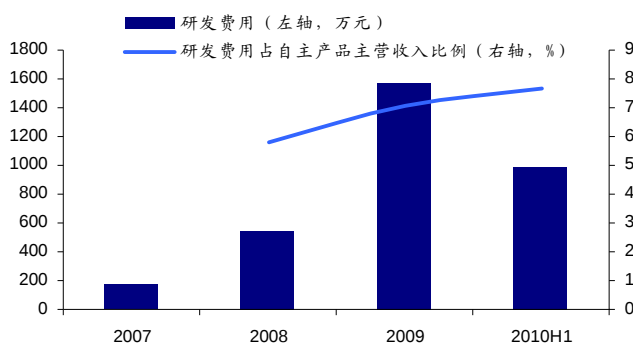


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

2. 研发推动产品结构转型，改善公司收入结构

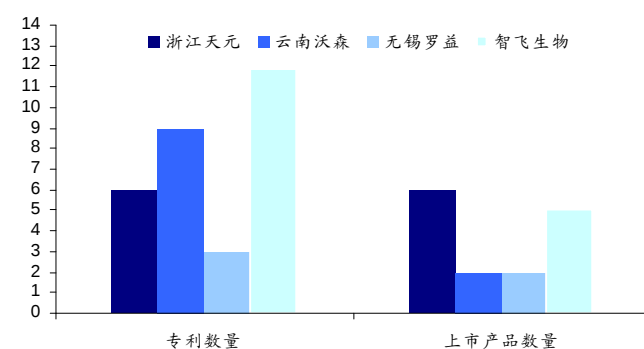
公司重视新技术和新产品的研发工作，每年投入的研发费用呈现递增趋势。公司研发团队有国内一流的技术专家，核心研发人员多次承担国家“863”项目、科技部重大专项等，曾获“国家科技进步二等奖”，“科技部杜邦创新奖”等。目前公司拥有专利 12 个，在研项目 16 个，在国内民营疫苗企业中名列前茅。

图 2 公司 2007-2010 年研发投入变化



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 3 公司主要竞争对手拥有专利数量和上市产品数量（个）



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

研发推动公司产品结构转型。2007 年之前公司主要从事疫苗产品代理业务，进入 2008 年之后公司的自主产品在收入结构中所占的比例逐年上升，目前公司已从纯粹的疫苗代理商转型为具有研发、生产能力的二类疫苗龙头企业。

公司主要产品的市场份额在细分产品市场中排名靠前。目前拥有的自主产品包括：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、注射用母牛分枝杆菌等；独家买断代理产品包括：Hib 疫苗、甲肝减毒活疫苗等。

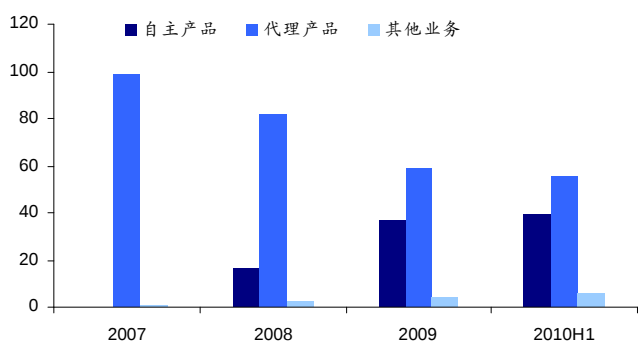
表 1 公司主要产品在细分产品市场中的地位

产品名称	性质	用途	2009 年市场份额 (%)	细分市场排名
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	自主产品	用于预防 A、C、Y、W135 四个血清群引起的脑膜炎球菌感染的疫苗，主要用于 2 岁以上的人群	53.11	第一
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	自主产品	用于预防 A 群和 C 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎的疫苗，适用于 2 周岁以上儿童及成人，2008 年起 3 岁和 6 岁两个年龄组纳入一类疫苗	28.87	第二
注射用母牛分枝杆菌（微卡）	国内外独家产品	双向免疫调节剂，用于结核病的辅助治疗	-	-
HIB 疫苗	独家买断代理	用于预防 3 月龄以上人群 b 型流感嗜血杆菌感染	51.22	第一
甲肝减毒活疫苗	独家买断代理	用于预防 1 岁半以上人群的甲型肝炎病毒感染	26.85	前列

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

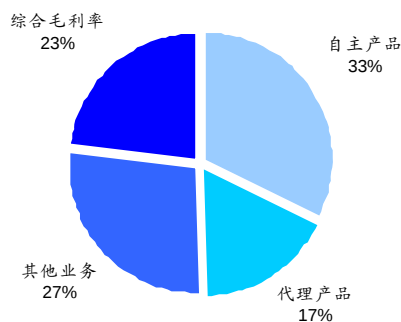
研发改善公司收入结构。在大量研发投入的支持下，公司的自主产品在收入占比中逐年提升，与公司的代理产品业务互相补充。公司自主产品业务毛利率比代理产品业务高出将近 90%，该业务较大地提升了公司的盈利能力。

图 4 公司 2007-2010 年营业收入构成变化 (%)



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 5 公司 2009 年各业务毛利率情况



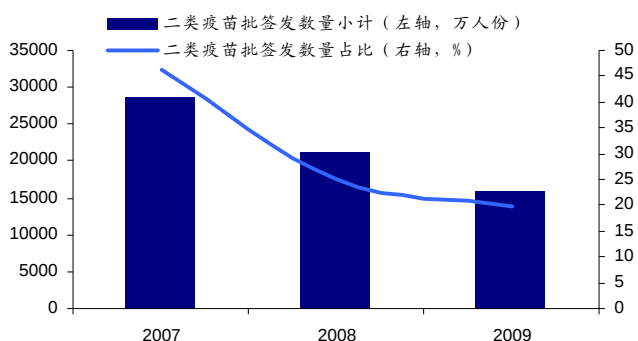
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

3. 公司盈利能力在“逆境”中稳步提升

近年来,我国二类疫苗行业的批签发数量逐年减少,一方面是因为 2008 年国家扩大免疫规划疫苗品种的范围,将原来属于二类疫苗的 8 个品种转化为一类疫苗。另一方面是因为 2009 年甲型 H1N1 疫苗的大幅增长占用了疫苗生产企业的产能和资源。

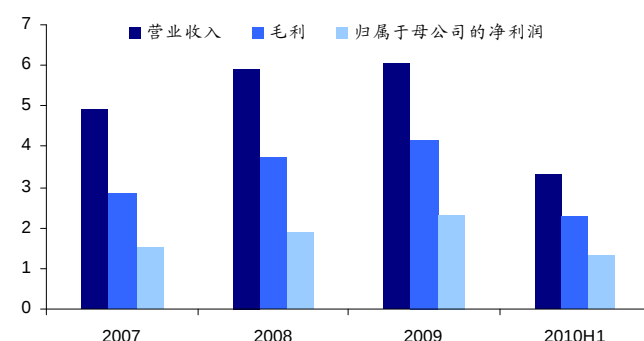
公司盈利能力稳步提升。公司 2007-2009 年实现营业收入分别为: 4.92 亿元、5.90 亿元和 6.04 亿元; 实现归属于母公司净利润分别为: 1.52 亿元、1.90 亿元和 2.32 亿元。我们认为,公司在行业整体形势不好的背景下,依然实现了盈利能力的稳步提升,体现了公司的竞争力。

图 6 2007-2009 年二类疫苗批签发情况



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

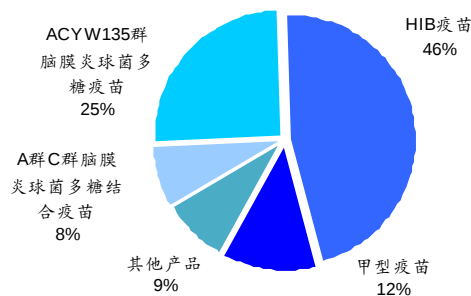
图 7 公司 2007-2010 年收入和利润 (亿元)



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

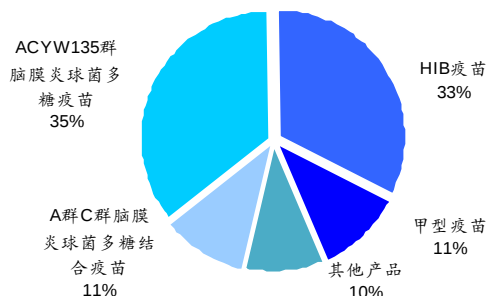
在各细分产品方面, HIB 疫苗和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗分别构成了公司最大的收入和毛利来源, 前者是公司的代理产品, 而后者则是公司的自主产品, 毛利率相对较高。

图 8 公司 2009 年主营收入构成



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

图 9 公司 2009 年毛利构成



资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

4. 公司募投项目

公司本次拟公开发行人民币普通股 4000 万股, 占发行后总股本的 10%。本次募集资金投资项目建成达产后, A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的每年的产能将从目前的 500 万剂扩张到 1200 万剂, Hib 疫苗每年的产能将扩张到 1200 万剂, 注射母牛分支杆菌疫苗每年的产能将从目前的 100 万剂扩张到 500 万剂。

生物疫苗研发中心项目的建设将改变公司现有研发中心租赁的现状, 完善公司产品结构, 增强公司的持续盈利能力。仓储物流基地及营销网络项目的建设将进一步深化和广化公司的营销网络, 有助于消化公司不断扩张的产能。

表 2 公司募投项目（万元）

序号	项目名称	投资金额
1	北京绿竹生物制药有限公司产业化基地项目	38593.19
2	注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目	11336.22
3	智飞生物疫苗研发中心建设项目	7659.50
4	智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目	4949.25
5	其它与主营业务相关的营运资金项目	-
	合计	62538.16

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预测 2010-2012 年公司 EPS（摊薄）分别为 0.72 元、1.01 元和 1.41 元。参照生物制药行业和创业板的估值水平，我们认为公司的合理估值应为 2011 年 30-35 倍的 PE，公司的合理股价为 30.30-35.35 元。

表 3 公司盈利预测表（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	590.34	604.05	751.94	990.31	1327.23
营业成本	214.85	188.50	241.44	295.91	370.36
销售费用	108.94	105.80	131.71	173.46	232.48
管理费用	31.23	42.03	52.33	68.91	92.36
财务费用	0.08	-0.36	-8.42	-16.68	-20.61
营业利润	221.38	257.51	323.67	454.14	633.13
利润总额	222.14	260.69	323.67	454.14	633.13
归属于母公司净利润	190.05	231.59	287.53	403.44	562.44
摊薄每股收益（元）	0.48	0.58	0.72	1.01	1.41

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

6. 风险提示

- （1）市场竞争加剧风险，国外医药巨头进入国内疫苗市场加剧市场竞争；
- （2）产品质量事故风险，疫苗的接种存在带来不良反应等风险；
- （3）新产品研发失败风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：乐普医疗、康美药业、康芝药业、科华生物、达安基因、东阿阿胶、千金药业、天士力、丽珠集团、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。