

新股分析(首次)

智飞生物：二类疫苗龙头生产商

发行价格:37.98 元/股

报告摘要:

市场数据

医药生物指数	3778.01
三个月涨跌幅	5.19%
上证综合指数	2656.35
沪深 300 指数	2926.46

基础数据

发行前总股本(万股)	36000
本次发行股本(万股)	4000
发行后总股本(万股)	40000
社会公众股占比	10%

相对股价表现

相关研究

公司简介: 智飞生物是二类疫苗企业生产商。公司从疫苗代理起步逐步走向疫苗的自主研发和销售。公司目前自主研发的产品有 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, 微卡(注射用母牛分支杆菌)等, 独家买断代理产品包括: Hib 疫苗, 甲肝减毒活疫苗等。

投资看点: 公司兼具了天时, 地利和人和的优势。公司所处的生物疫苗行业是国家重点扶持的行业, 具有“天然优越”的宏观政策环境。中国人口基数大, 疫苗市场还刚起步, 和发达国家差距较大, 广阔的市场容量等待开发, 这为公司的高速成长提供了优厚的土壤。公司从代理疫苗起步, 拥有一支优秀的营销团队, 这为公司未来新产品的市场推广奠定了坚实的基础。

公司主要风险: 公司目前主要营业收入大部分还依靠代理收入, 使公司的主动性受限, 虽然公司在向自主产品转型, 但还有待时间。公司的疫苗产品生产要求严格, 易污染, 因此产品质量的长期严格把控对公司是一个考验。由于公司生产的是医药产品, 研发风险较大, 公司还存在新产品不能如期上市的风险。公司所处二类疫苗行业还面临竞争加剧的风险。

盈利预测及估值分析: 预计公司 2010-2012 年公司的 EPS 分别为 0.72 元/1.01 元/1.42 元。给予智飞生物首发市盈率 75.00~80.00 倍 PE, 按 2009 年摊薄 EPS0.58 元计算, 则公司估值区间在 43.50~46.40 元之间, 对应 2010 年 PE 为 60.42-64.44 倍。

医药研究小组:

郑一宁(联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

单位:百万元

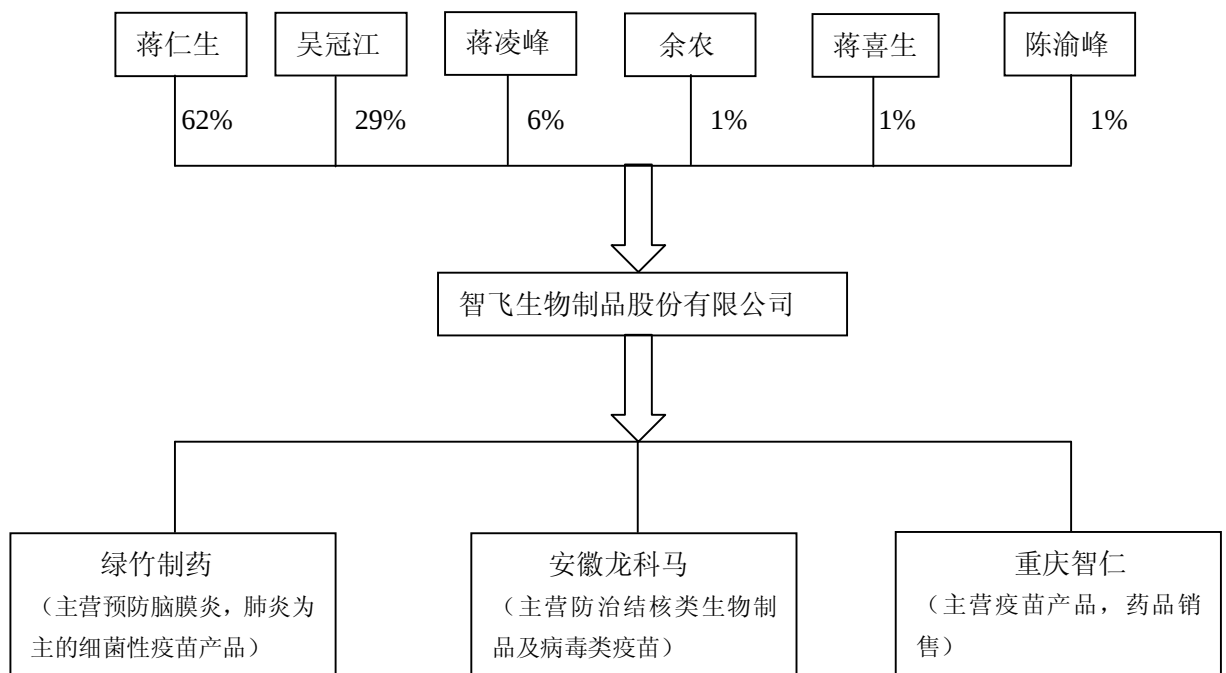
主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	492.43	590.34	604.05	751.13	943.57	1267.79
收入增幅(%)	N/A	19.88%	2.32%	24.35%	25.62%	34.36%
净利润	152.01	190.05	231.59	287.72	401.66	569.48
净利增幅(%)	N/A	25.03%	21.86%	24.24%	39.60%	41.78%
毛利率(%)	57.89%	63.60%	68.79%	69.48%	71.39%	72.77%
ROE(%)	80.84%	71.16%	51.27%	39.96%	36.70%	35.03%
摊薄 EPS(元)	N/A	0.48	0.58	0.72	1.01	1.42

1. 公司简介

智飞生物是由重庆智飞生物有限公司整体变更而来。公司主营业务为二类疫苗疫苗，生物制品的研发、生产和销售。公司下属三个全资子公司。全资子公司之一绿竹制药主要从事以预防脑膜炎，肺炎为主的细菌性疫苗产品的研发，生产和销售；全资子公司之二安徽龙科马主要从事防治结核病类生物制品及病毒类疫苗的研发、生产和销售。全资子公司之三重庆智仁主要从事疫苗产品，药品的销售。

公司此次拟发行 4000 万股，发行后总股本为 40000 万股。发行后的实际控制人为公司董事长蒋仁生，发行人的股权结构图如下。

图 1 智飞生物制品股份有限公司发行人股权结构图



资料来源：招股说明书，德邦研究

公司此次募集资金的主要用途是扩大公司产能，主要用于 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，Hib 疫苗及微卡的产能扩张。产能的扩张可以满足突发疫情的发生，同时提高公司厂房及生产设施的质量标准，适应新版 GMP 认证，提高产品盈利能力。其次此次募集资金还将用于研发中心，仓储物流，营销网络建设项目等。

2. 公司优势分析

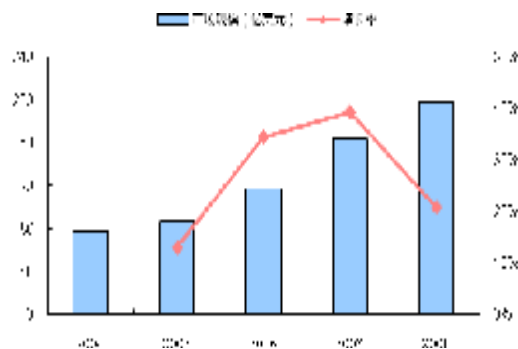
2.1 天时：政策的扶持

生物产业是国家重点扶持的产业之一。国家陆续出台了多项政策对生物产业进行扶持。国务院在《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》中明确指出：生物技术和生命科学将成为 21 世纪引发新科技革命的重要推动力量，基因组学和蛋白质组学研究正在引领生物技术向系统化研究方向发展。在国家发改委下发的医药行业“十一五”发展指导意见也明确指出：在重大，急性传染性疾病和慢性严重疾病领域，争取有 10~15 个拥有我国自主知识产权的创新药物和新型疫苗实现产业化，投放市场。另外在国务院办公厅发布的生物产业“十一五”规划中，针对生物制药发展方向，提出根据防治重大疾病和传染病的需要，重点发展新型疫苗，诊断试剂，创新药物和新型医疗器械。诸如此类各种生物产业扶持政策的出台，为生物制药企业提供了极好的产业发展环境。在税收政策方面，国家也制定了税收优惠政策，支持现代生物产业的发展。目前，产业界都在期待生物产业发展“十二五”规划的出台，该规划的出台将又是对产业界的一个利好刺激

2.2 地利：巨大的市场

随着人们对健康的重新认识和重视，人们在医药上的消费呈逐渐上升的趋势，同时“预防为主”的卫生健康观念的倡导，疫苗作为目前人类预防疾病最经济，最有效的武器，也被市场采纳和认同。据统计，自 1980 年以来的二十多年时间里，全球疫苗市场增长了十多倍，至 2007 年底全球疫苗市场规模达到 160 多亿美元，复合增长率为 12.2%，而同期药品市场增长仅为 5 倍左右，复合增长率为 8.4%，疫苗市场的增长远高于普通药品。预计 2008-2013 年，全球疫苗市场的复合增长率达 13.1%，2013 年全球疫苗市场规模将超过 340 亿美元。虽然全球疫苗市场增长迅速，但和全球药品销售额 7731 亿(2008 年)相比，疫苗市场仅占医药市场的 2.5%左右，疫苗行业的发展空间巨大。

图 1：2004-2008 全球疫苗市场规模和增长率

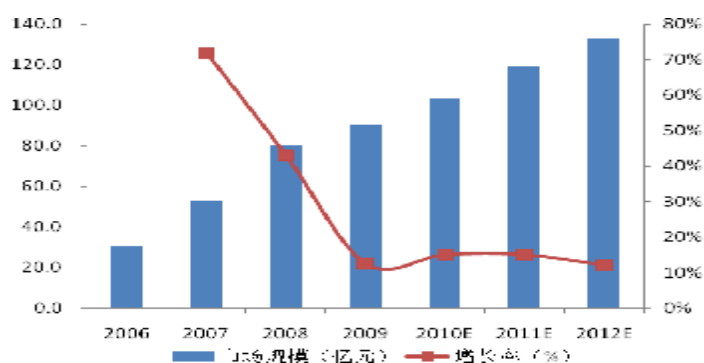


资料来源：招股说明书，德邦研究

中国是全球人口最多的国家，庞大的人口基数决定了疫苗市场的发展潜力，尤其是近几年的传染病的流行，从 SARS 到 H1N1，从猪流感到禽流感，人们对疫苗接种的重视程度有了较大的提高，主动接种成为疫苗市场增长的助推力之一。据中国医药报的统计，2007 年我国疫苗市场超过 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（数据来源：工信部），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%。

我国疫苗分为一类疫苗（民意规划）和二类疫苗（自费疫苗）。一类疫苗主要为政府招标采购，利润不高，主要市场对象是儿童。二类疫苗的消费群体庞大，虽然还需教育，但随着经济水平的发展，市场容量的增长是值得期待的。以流感疫苗为例，我国的接种率不到 2%，而欧美发达国家接种率普遍达到了 20%~30%，加拿大更是达到了 45% 的接种率。近年来，我国二类疫苗市场增速明显，其市场规模从 2006 年的 27.7 亿元增长到 2009 年的 57.95 亿元，年复合增长率达到 28%。

图 2：2006-2012（E）中国疫苗市场规模和增长率



资料来源：招股说明书，德邦研究

2.3 人和：优秀的团队

智飞生物主要从事的二类疫苗的生产。二类疫苗属于公民自愿自费接种的疫苗，营销是保障销售收入的重要手段。公司最早是从代理起步，公司的发展历史赋予了公司在营销网络和能力上的优势。公司拥有行业内规模最大，覆盖最全，深入终端的营销网络体系，专业营销人员 360 多名，覆盖全国 300 多个地市，2300 多个区县。作为从草根成长起来的民营企业，其营销网络终端的渗透和控制能力不可小觑。

公司的董事长蒋仁生在疫苗行业浸染多年，对疫苗行业具有相当的敏感度和经验，这也是企业发展不可缺少的一笔财富。公司的发展方向和定位明确。在发展初期，公司主要代理国产疫苗，结合疫苗的特点公司走了从农村包围城市的营销策略，并安排专职人员在乡卫生院驻点服务，有效地打开了市场。公司目前正在努力从代理向自主研发转型，争取更多的市场主动权。公司目前有主要产品三个：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，微卡（注射用母牛分支杆菌）。公司在进行自主研发的同时还积极寻求合作，已和香港科大等院校科研结构建立了科研关系。公司拥有发明专利 6 项，正在申请的发明专利 6 项，非专利技术 19 项，正在从事的研发项目 16 个等。种种业绩表明，公司正在向高速发展的方向进军。

3. 公司经营分析

3.1 产品现状分析：市场份额居前

公司的自主产品包括：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，微卡（注射用母牛分支杆菌）等，独家买断代理产品包括：Hib 疫苗，甲肝减毒活疫苗等。

公司的产品最近三年来在市场占有率方面来看表现稳定。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稳居市场排名第一。

表 1：公司最近三年市场份额（万人份）

销售量	2007	2008	2009
智飞公司销售量（1）	3144.86	2366.39	1708.92
二类疫苗批签发数量（2）	28622.80	21270.09	15851.20
智飞生物市场份额=（1）/（2）	10.99%	11.13%	10.78%

资料来源：招股说明书，德邦研究

从细分市场来看，公司自主产品 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗于 2008 年 5 月上市，2008 年占 37.38%的份额，市场占有率排名第二，2009 年上升到 53.11%，市场占有率排名第一；A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗于 2008 年 3 月上市，2008 年占 12.46%的份额，市场占有率排名第二，2009 年上升到 28.87%，市场占有率排名第二；注射用母牛分枝杆菌（微卡）为国内外独家产品，；独家买断代理产品 Hib 疫苗最近三年分别占据 50.13%、56.68%和 51.22%的市场份额，连续三年市场占有率排名第一；独家买断代理产品甲肝减毒活疫苗最近三年分别占据 22.59%、23.63%和 26.85%的市场份额，市场占有率排名居于前列。

表 2：公司自主产品和代理产品三年市场份额（万份）

自主产品	项目	2007	2008	2009
ACYW135 群 脑膜炎球菌多 糖疫苗	本公司销量	N/A	114	380.88
	细分市场销售总量	N/A	305	717.2
	占比	N/A	37.38%	53.11%
A 群 C 群脑膜 炎球菌多糖结 合疫苗	本公司销量	N/A	78.5	197.05
	细分市场销售总量	N/A	630	682.5
	占比	N/A	12.46%	28.87%

代理产品	项目	2007	2008	2009
Hib 疫苗	本公司销量	513.76	869.85	799.49
	细分市场销售总量	1024.8	1534.6	1560.9
	占比	50.13%	56.68%	51.22%
甲肝减毒活疫苗疫苗	本公司销量	340.44	366.87	389.45
	细分市场销售总量	1507.30	1552.80	1450.23
	占比	22.59%	23.63%	26.85%

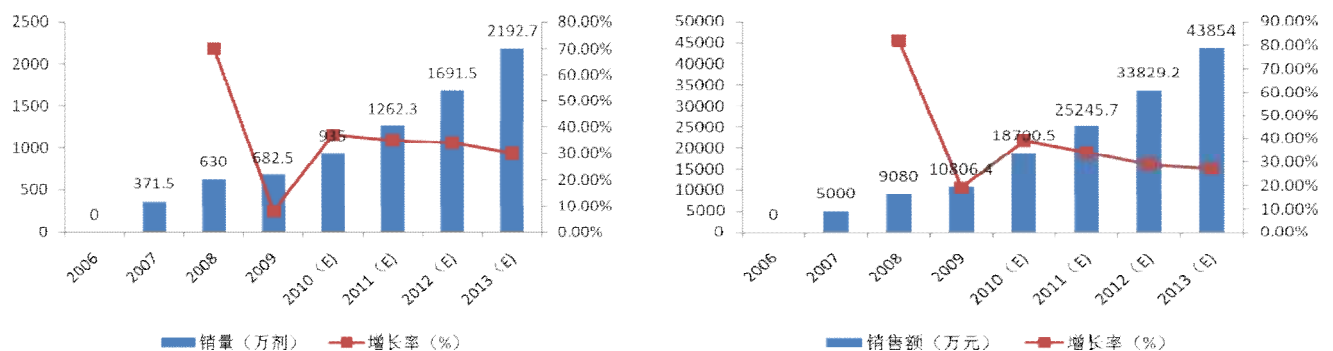
资料来源:招股说明书,德邦研究

3.2 产品前景分析：自主产品空间大，代理产品稳定增长

(1) 自主产品 1：A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗

从公司自主产品未来发展潜力大。A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗 2007 年上市，规模为 371.5 万剂，2008 年有增长较快，达到 630 万剂，到 2009 年销量为达到 682.5 万剂。以 2009 年为基数，预计该疫苗将以 34% 左右的复合增长率增长，到 2013 年市场规模达到 2200 万剂左右。

图 3：2006-2013 (E) A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗市场规模和增长率



资料来源:中国医药经济信息网,德邦研究

目前国内生产 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的企业有无锡罗益、北京绿竹（智飞生物全资子公司）和云南沃森，2009 年该疫苗的产量为 263.67 万剂，而理论需求在 6400 万剂以上，在未来几年其供需缺口较大。

公司生产的该疫苗在市场有具有一定的技术优势，可以适用于 3 月龄以上的人群，和竞争对手相比（无锡罗益生产的适用于 6 月龄以上），适用面更广，售价也相对高。

表 3：2006 -2013（E）国内 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗产能、产量（单位：万剂）

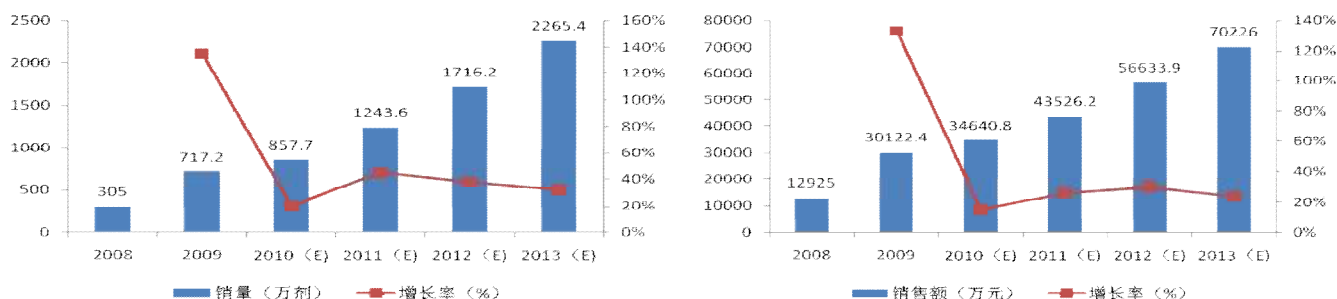
年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产能	0	1500	2500	2500	2500	2500	2500	3200
产量	0	610.84	2151.05	263.67	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：中国医药经济信息网，德邦研究

（2）自主产品 2：ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗

ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗 2008 年上市，当年销量为 300 万剂左右，09 年销量为 717.2 万剂。考虑到 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗对 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗的替代性，以及二类疫苗的复合增长率，预计该疫苗今后将以很快速度增长，以 09 年为基数的复合增长率为 33%左右。

图 4：2008-2013（E）ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗市场规模和增长率



资料来源：中国医药经济信息网，德邦研究

目前国内有浙江天元和北京绿竹（智飞生物全资子公司）两家公司生产 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗，这两家企业的产品均在 08 年开始上市。此外华兰生物已于 2009 年 7 月取得生产批件，8 月份接受了 GMP 现场核查，预计其产能为 1000 万剂。

表 4：2006 -2013（E）国内 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗产能、产量（单位：万剂）

年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产能	0	0	1500	1500	1500	2500	2500	3200
产量	0	0	577.83	1287.28	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：中国医药经济信息网，德邦研究

（3）自主产品 3：注射用母牛分枝杆菌疫苗（微卡）

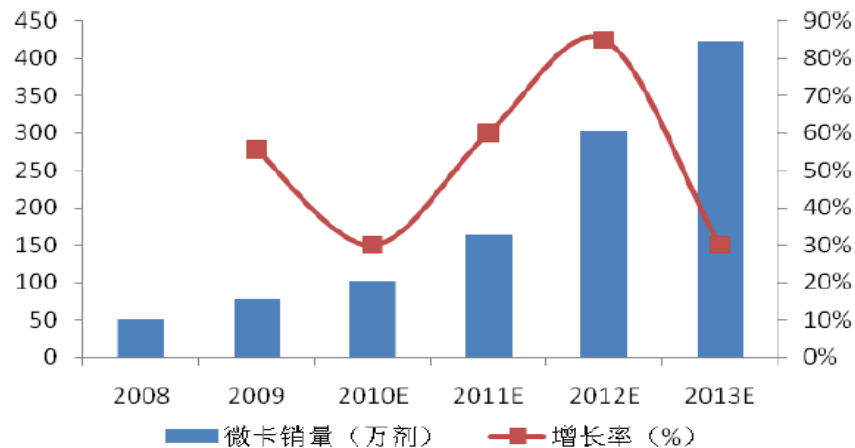
微卡是一种新型的双向免疫调节剂，是 WHO 在结核病免疫治疗方案中唯一推荐的品种，为国家“十五”重大科研攻关课题用药。公司目前已经完成了该疫苗辅助治疗支气管哮喘的临床试验，其适应症增加的新药申请已被药监局受理。

据世界卫生组织报道，全球已有近 1/3 的人口已经感染了结核菌，每年新发生结核病人 870 万例，每年死于结核病达 200 万例。全球目前有结核病病人 2000 万例。目前我国结核病仍然是威胁人们生命健康的主要疾病，约有患病人数 450 万人。我国是全球 22 个结核病高负担国家之一，结核病人数量位居世界第二位，我国还是世界卫生组织(WHO)认定的 27 个耐多药/广泛耐药结核病高负担国家之一。

哮喘是世界上最常见的慢性疾病之一，也是一种比较顽固的慢性支气管疾病，病因较为复杂，同时受到遗传因素和环境因素的双重影响。不同的病人诱发的原因不同，而且同一个人在不同的时期内诱发原因也可能不同，有些人可能几种诱发因素同时起作用。全球目前大约有 1.6 亿患者，患病率从 1%~13%不等，我国的患病率为 1%~4%，儿童的发病率高于成人，约 40%的患者有家族史。

在这两个病种的疫苗市场上，治疗结核病的免疫制剂主要有卡提素注射液，乌体林斯注射液，治疗哮喘病的免疫制剂主要有斯奇康注射液。根据预测，国内注射用母牛分枝杆菌的理论市场需求为 3000 万剂左右，公司在未来三年，考虑该药品新适应症的增加，销量能达到 300 万剂。

图 5：2008-2013（E）公司注射用母牛分支杆菌销量和增长率

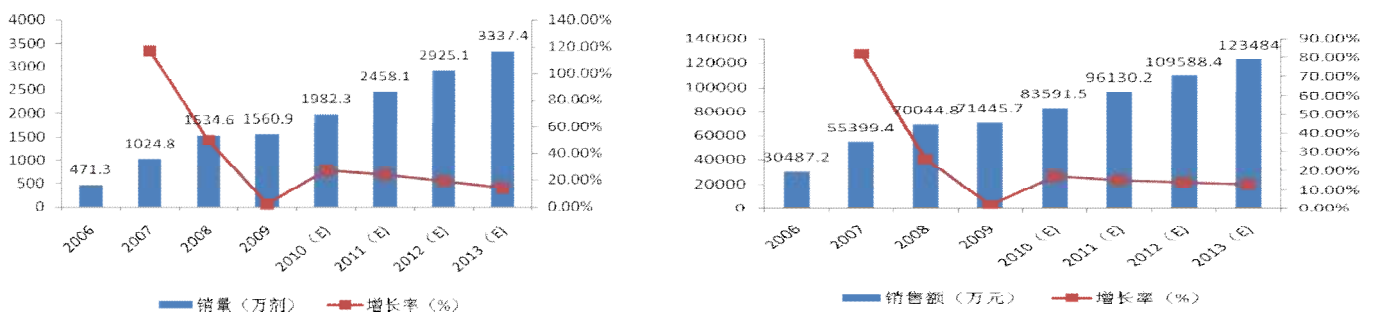


资料来源：招股说明书，德邦研究

(4) 主要代理产品 1：b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib 疫苗）

自从 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗上市后，其产销量以较高的速度增长，2007 年增长率超过 100%，2008 年增长率为 49.7%，2008 年该疫苗销量为 1534.6 万剂，2009 年销量约为 1560.9 万剂。考虑到国内产能的限制和进口产品份额的降低，以 2009 年销量为基数，预计该疫苗未来将以 20% 以上的复合增长率增长，2013 年时其规模将达到 3300 万剂左右。国外很多国家已将该疫苗纳入免疫规划，若我国该疫苗未来被纳入免疫规划，则其规模会迅速上升。

图 6：2006-2013（E）Hib 疫苗市场规模和增长率



资料来源：中国医药经济信息网，德邦研究

目前 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗生产企业有兰州生物制品研究所、玉溪沃森、赛诺菲-巴斯德、葛兰素-史克和默克。北京绿竹研发的 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗目前已完成三期临床。2009 年，b 型流感嗜血杆菌结合疫苗批签发总量为 2462.25 万剂，较 08 年增长 23%。该疫苗的理论需求量为 6400 万剂，国内企业总产能不足，而进口疫苗价格又很高，其供需缺口很大。

表 5：2006 -2013（E）国内 Hib 疫苗产能、产量（单位：万剂）

年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产能	2000	2500	2500	2500	2500	2500	2500	3700
产量	463.06	1464.96	2001.57	1290.41	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：中国医药经济信息网，德邦研究

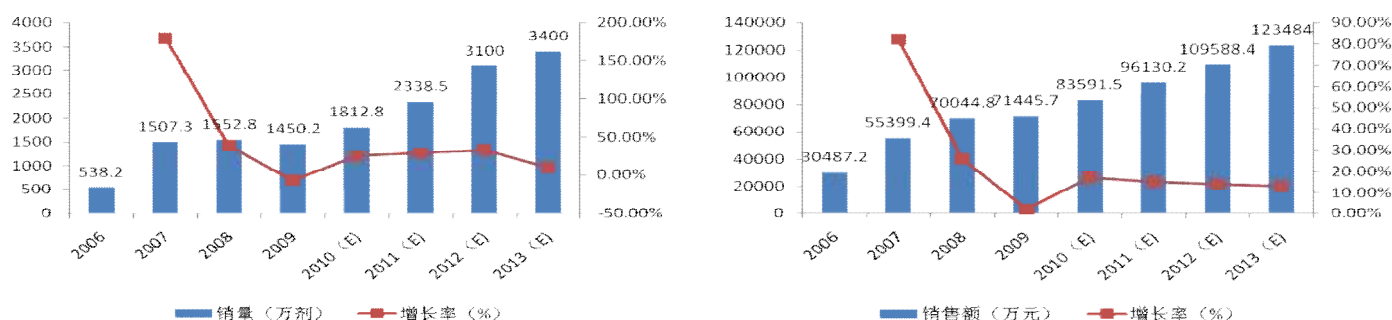
公司代理的主要是兰州所生产的 Hib 疫苗，还自行研发了预充式 Hib 疫苗，并完成三期临床。公司产品和兰州所的产品定位不同，公司自主研发的产品更为高端，是公司着力打造的产品之一。今后公司在代理 Hib 疫苗的发展战略是保持稳定，全力推广自主 Hib 疫苗产品。

（5）主要代理产品 2：甲肝疫苗

甲型肝炎是一种强传染病，曾在中国有过爆发性流行史。每年估计有 140 万甲型肝炎新发病例。预防甲型肝炎的疫苗有甲肝减毒活疫苗和甲肝灭活疫苗两种。由于制备原理的不同，在有效性和安全性上存在一定差异，相对于减毒活疫苗，灭活疫苗具有更好的稳定性，而甲肝减毒活疫苗的接种程序简单、价格相对便宜。甲肝减毒活疫苗是世界卫生组织推荐使用的甲肝疫苗。

甲肝疫苗原为二类疫苗，随着 2008 年扩大国家免疫规划，纳入一类疫苗。用于 1.5 周岁儿童接种的甲肝疫苗作为一类疫苗由国家采购，其他年龄组接种的甲肝疫苗则以二类销售。根据每年新生儿 1600 万人，每人接种 1 针计算，每年作为一类疫苗采购的甲肝疫苗数量为 1600 万剂。除了新生儿外，其他成年人群也有甲肝疫苗需求，因此，甲肝疫苗的理论需求远大于 1600 万剂。2008 年甲肝疫苗被纳入国家免疫规划，08 年招标量为 800 万剂左右，由于国家招标价格低于市场价格，08 年甲肝疫苗销售收入降低，2009 年销量提高至 1890 万剂。

图 7：2006-2013（E）甲肝疫苗市场规模和增长率



资料来源:中国医药经济信息网,德邦研究

我国生产甲型肝炎减毒活疫苗的企业有长春长生生物科技股份有限公司、长春生物制品研究所、浙江普康生物技术股份有限公司、中国医学科学院医学生物学研究所；生产甲型肝炎灭活疫苗的企业有 GlaxoSmithKline Biologicals s.a.、Berna Biotech Ltd、北京科兴生物制品有限公司、中国医学科学院医学生物学研究所。

表 6：2006 -2013（E）国内甲肝疫苗产能、产量（单位：万剂）

年份	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产能	1500	3000	4000	4500	5000	5000	5000	5000
产量	888.5	2461.02	1543.67	1364.51	N/A	N/A	N/A	N/A

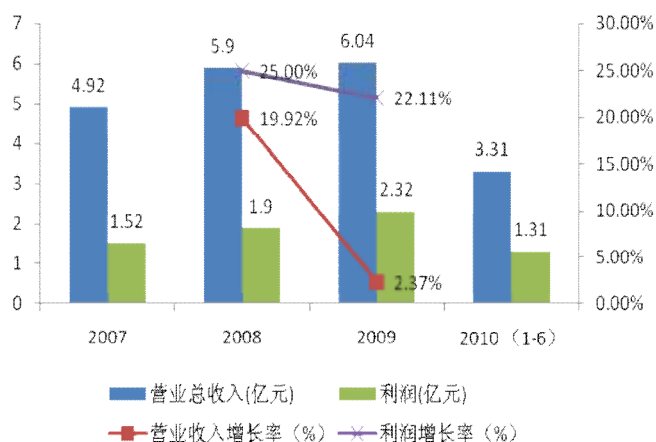
资料来源:中国医药经济信息网,德邦研究

公司独家代理浙江普康的甲肝疫苗，销量一直处于稳定状态，预计在未来三年还将保持稳定。

3.3 公司财务分析：从代理向自主研发转型，盈利能力强

公司的近三年的营业收入的增长率维持在 20%以上，营业利润在 2009 年达到 2.32 亿元。截止今年上半年，公司完成利润 1.31 亿元。公司三年净利润复合增长率为 23.43%

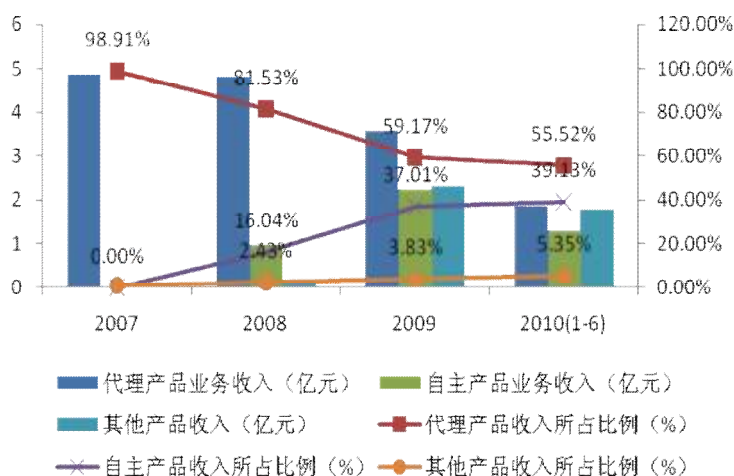
图 8：2007-2010（1-6）公司营业收入和利润增长情况



资料来源：招股说明书,德邦研究

从公司营业收入构成来看，公司自主产品收入占比逐渐增大，截止今年上半年，自主产品的收入已占营业收入的 39.13%。在今后的发展中，公司自主产品的比重会逐年增大。

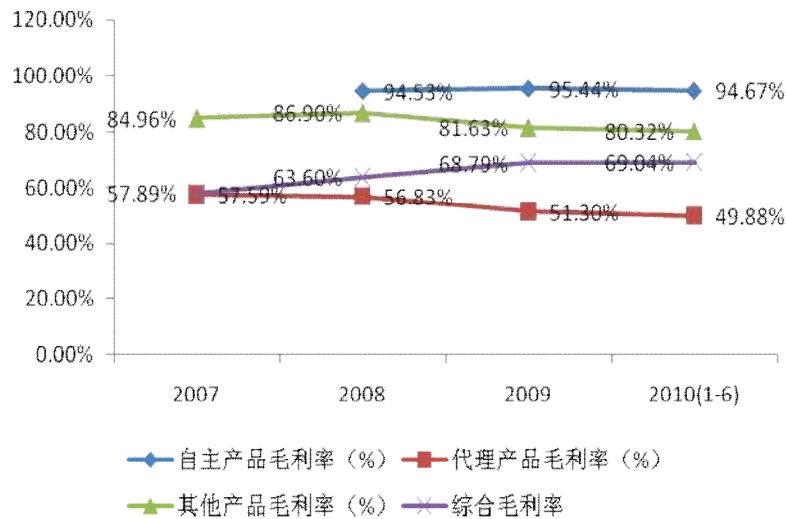
图 9：2007-2010（1-6）公司营业收入构成情况



资料来源：招股说明书,德邦研究

从公司毛利率看，公司自主产品毛利率高，在 95% 左右，代理产品毛利率逐年降低，目前约在 50% 左右，公司综合毛利率随着自主产品收入比重的增加呈上升态势，2010 年上半年约在 70% 左右。

图 10：2007-2010（1-6）公司毛利率变化情况



资料来源：招股说明书, 德邦研究

4. 公司风险分析

公司存在以下几个风险。首先是公司目前收入结构中，代理还占了较大的比重，因此对于供应商有一定的依赖性。虽然公司正在努力从代理向自主研发产品转型并取得了一定的成绩，但还需时间。其次生物制品的生产要求严格，产品容易受污染，受污染的药品流入市场，后果比较严重，因此公司产品质量的长期严格把关对公司也是一个考验。另外公司在研产品较多，也形成了产品梯队，但是产品研发，尤其是药品研发过程中风险较大，产品的成功上市也存在不确定性。

公司所处的二类疫苗细分行业虽然受国家扶持，但竞争对手也多，既有华兰生物这样的国内龙头，更多的是跨国疫苗巨头。虽然公司不断加大新产品研发的力度，同时拥有强大的营销能力、具有丰富的行业经验，生产、销售的疫苗质量安全、可靠，客户忠诚度较高，但随着新的竞争对手的不断加入，同类产品的不断推出，行业竞争日趋激烈，公司面临市场竞争不断加剧的风险。

5.公司盈利预测

假设 1：公司 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗未来三年的增长率为 25%，30%和 30%，毛利率维持 94.01%；

假设 2：公司 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗未来三年的增长率保持 40%，毛利率维持 96.50%；

假设 3：公司注射用母牛分支杆菌(微卡)未来三年的增长率均为 30%，60%，80%，毛利率维持 93%；

假设 4：公司代理 B 型流感嗜血杆菌产品未来三年的增长率均为 25%，20%，35%，毛利率维持 48%；

假设 4：公司代理甲型肝炎减毒活疫苗产品，其他代理产品收入，其他业务收入未来三年的营业收入和毛利率和 2009 年持平；

假设 5：公司未来三年销售费用率为 17%，15%，15%；

假设 6：公司未来三年管理费用率为 6.5%，6%，5%；

假设 7：公司未来三年利率保持不变。

经测算，公司 2010-2012 的净利润预测为 2.88，4.02，5.69 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.72, 1.01 和 1.42 元。

表 7 2010-2012 年度公司盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗(亿元)	0.22	0.45	0.56	0.73	0.95
增长率	N/A	104.55%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	92.98%	94.01%	94.01%	94.01%	94.01%
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗(亿元)	0.52	1.46	2.04	2.86	4.01
增长率	N/A	180.77%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	96.40%	96.50%	96.50%	96.50%	96.50%
注射用母牛分支杆菌(微卡)(亿元)	0.22	0.34	0.44	0.71	1.27
增长率	N/A	54.55%	30.00%	60.00%	80.00%
毛利率	90.85%	92.80%	93.00%	93.00%	93.00%
B 型流感嗜血杆菌(亿元)	3.00	2.69	3.36	4.04	5.45
增长率	68.54%	-10.33%	25%	20.00%	35.00%
毛利率	54.20%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%
甲型肝炎减毒活疫苗(亿元)	1.04	0.71	0.71	0.71	0.42
增长率	-25.18%	-31.73%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	55.60%	62.00%	62.00%	62.00%	62.00%
其他代理产品收入(亿元)	0.77	0.16	0.16	0.16	0.16
增长率	-25.18%	-79.22%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	69.72%	70.80%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务收入(亿元)	0.14	0.23	0.23	0.23	0.42
增长率	-25.18%	64.29%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	86.90%	81.63%	81.63%	81.63%	81.63%
营业收入合计(亿元)	5.91	6.04	7.51	9.44	12.68
增长率	20.12%	2.20%	24.35%	25.62%	34.36%
毛利率	63.60%	68.79%	69.48%	71.39%	72.77%
净利润(亿元)	1.90	2.32	2.88	4.02	5.69
每股收益(摊薄)(元)	0.48	0.58	0.72	1.01	1.42

资料来源:公司公告, 德邦研究

给予智飞生物首发市盈率 75.00~80.00 倍 PE，按 2009 年摊薄 EPS0.58 元计算，则公司估值区间在 43.50~46.40 元之间，对应 2010 年 PE 为 60.42-64.44 倍。

表 8 公司财务报表预测 （单位：百万元）

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	492.43	590.34	604.05	751.13	943.57	1267.79
减：营业成本	207.38	214.85	188.50	229.25	269.96	345.22
营业税金及附加	7.23	9.40	9.91	12.33	15.48	20.81
营业费用	83.75	108.94	105.80	127.69	141.54	190.17
管理费用	14.07	31.23	42.03	48.82	56.61	63.39
财务费用	-0.26	0.08	-0.36	-6.09	-13.20	-22.41
资产减值损失	0.25	4.46	0.64	0.64	0.64	0.64
加：投资收益	5.56	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	185.57	221.38	257.51	338.49	472.54	669.98
加：其他非经营损益	-0.08	0.76	3.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	185.49	222.14	260.69	338.49	472.54	669.98
减：所得税	33.48	32.09	29.10	50.77	70.88	100.50
净利润	152.01	190.05	231.59	287.72	401.66	569.48
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	152.01	190.05	231.59	287.72	401.66	569.48

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	49.72	16.06	153.24	426.51	771.12	1254.22
应收和预付款项	141.01	162.72	135.99	180.48	206.43	303.10
存货	7.55	30.54	29.83	22.49	39.12	39.66
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	0.00	1.52	1.33	1.14	0.95
固定资产和在建工程	40.53	69.57	66.29	56.06	45.84	35.61
无形资产和开发支出	4.59	64.37	84.54	76.48	68.42	60.36
其他非流动资产	0.43	0.00	15.99	8.00	0.00	0.00
资产总计	243.84	343.25	487.39	771.34	1132.06	1693.90
短期借款	0.00	5.00	8.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	53.71	65.62	18.11	41.77	27.99	58.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.10	5.57	9.60	9.60	9.60	9.60
负债合计	55.81	76.19	35.70	51.37	37.59	68.43
股本	2.78	20.00	360.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	10.50	0.00	14.76	14.76	14.76	14.76
留存收益	174.75	247.06	76.93	345.20	719.71	1250.70

归属母公司股东权益	188.03	267.06	451.69	719.96	1094.47	1625.47
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	188.03	267.06	451.69	719.96	1094.47	1625.47
负债和股东权益合计	243.84	343.25	487.39	771.34	1132.06	1693.90
来						
现金流量表 源	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	111.78	141.75	210.79	294.40	358.29	498.80
投资性现金净流量	-34.76	-136.24	-43.49	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-13.16	-81.31	-46.70	-21.14	-13.67	-15.70
现金流量净额	63.86	-75.80	120.60	273.26	344.61	483.10

资料来源:公司公告, 德邦研究

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
 增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
 中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
 减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“德邦证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。