



医药/必需消费

智飞生物 (300122)

专注二类疫苗品种的营销专家

	易镜明	张一甫
	021-38676779	021-38674755
	yijingming@gtjas.com	zhangyifu008741@gtjas.com
	S0880208080357	S0880110090086

本报告导读:

- 营销网络及优质疫苗品种是核心资源

投资要点:

- 公司专注于二类疫苗的研发、生产和销售,是国内规模最大的二类疫苗供应商之一。实际控制人蒋仁生先生目前持有 62% 的股份,高管余农先生、副总陈渝峰先生分别持有 1% 的股份。
- **07-09 年公司业绩稳步增长。**营业收入从 07 年的 4.9 亿增至 09 年的 6.05 亿, CAGR 11%。净利润增速高于收入, CAGR 23.4%。
- **强大的营销网络和优良的疫苗产品线是公司的核心资源。**公司拥有业内规模最大、覆盖最全、深入终端的疫苗营销网络体系,终端推广的执行力出色。同时公司拥有优质的自产及代理疫苗品种,自有产品储备和外部收购的疫苗品种注入到公司的营销网络,将成为持续成长的基础。
- **自有产品:以品种先进性扩大市场,存在进入计划免疫预期。**公司自有产品包括流脑疫苗 AC 结合和 ACYW135,将逐步替代目前的两个相对落后的一类疫苗品种,增长能力看好。公司 11 年将推出的 Hib 疫苗定位于中高端,与目前国内主要的两类供应商差异化开,发展前景可观。同时,这三个品种存在进入计划免疫的预期,有望给业绩带来爆发式增长的机会。
- **代理品种:**目前公司主要代理兰州所的 Hib 疫苗,从 05-09 年收入 CAGR 达 90%。预计未来仍将稳步增长。
- **募投项目:**所募资金主要用于生产线质量标准的提高和产能的扩大,以及研发及物流的投入。
- **风险因素:**公司产品未被纳入计划免疫;质量风险;研发风险。
- **投资建议:**强大的营销网络和优良的疫苗产品线是公司的核心资源。自有产品储备和收购优质疫苗品种注入到公司的营销体系将是公司未来持续成长的基础。我们预计 10、11 年 EPS 0.72 元、0.93 元,我们预计上市首日价格在 37.8-42 元,42 元相当于 11 年 45 倍 PE。

上市首日定价区间

37.80-42.00

2010.09.17

发行上市资料

总股本 (万股)	36,000
发行量 (万股)	4,000
发行日期	2010.09.10
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	宏源证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.62
净资产收益率 (%)	22.5%
资产负债率 (%)	8.8%

主要股东和持股比例

蒋仁生	62%
吴冠江	29%
蒋凌峰	6%
蒋喜生	1%
余农	1%
陈渝峰	1%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	590	604	744	951	1,105
(+/-)%	19.9%	2.3%	23.1%	27.8%	16.2%
经营利润 (EBIT)	221	257	323	439	522
(+/-)%	19.5%	16.1%	25.8%	35.8%	18.9%
净利润	190	232	288	371	441
(+/-)%	25.0%	21.9%	24.4%	28.8%	18.8%
每股净收益 (元)	0.48	0.58	0.72	0.93	1.10
每股股利 (元)	-	-	0.07	0.09	0.11

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介

1.1. 公司专注二类疫苗的生产销售

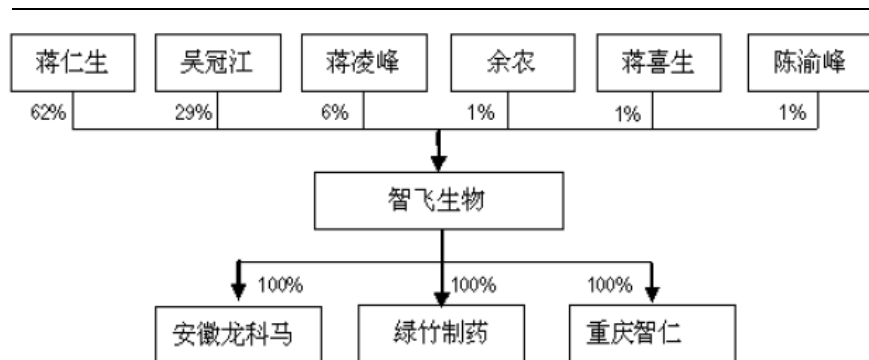
公司由重庆智飞生物制品有限公司整体变更设立的民营股份公司，注册资本 3.6 亿元。公司专注于二类疫苗的研发、生产和销售，是国内规模最大的二类疫苗供应商之一。

1.2. 公司是自然人持股的民营企业

公司是自然人持股的民营企业，实际控制人蒋仁生先生目前持有公司 62% 的股份，公司高管余农先生、副总陈渝峰先生分别持有 1% 的股份。

公司拥有 3 个全资子公司，其中绿竹制药和安徽龙科马是公司自有疫苗研发、生产销售的主体，重庆智仁是代理疫苗销售的主体。如下表。

图 1：公司股权结构及子公司



数据来源：公司招股书，国泰君安证券

表 1：子公司业务概况

子公司名称	主营业务及产品
重庆智仁	疫苗代理业务主体，主营业务为疫苗的买断代理销售，主要品种是兰州所的 b 型流感（Hib）疫苗
绿竹制药	公司疫苗研发和生产的主体，已上市产品包括：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；另有多项在研品种，包括 Hib 疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、吸附破伤风疫苗、伤寒 Vi 多糖疫苗等
安徽龙科马	主营注射用母牛分枝杆菌，正在申请药品批准文号的产品为增加支气管哮喘适应症；另有 7 个品种处于实验室阶段

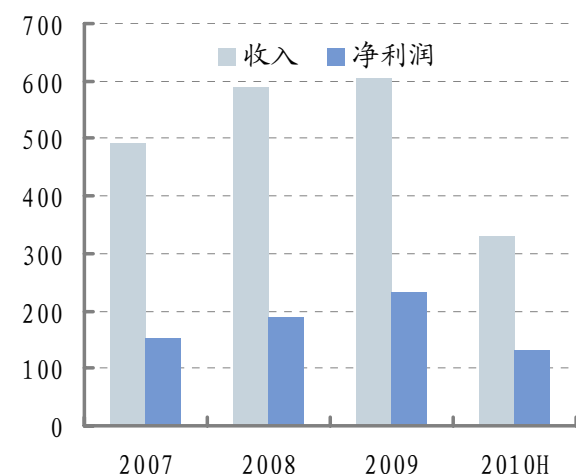
数据来源：公司招股书，国泰君安证券

2. 业绩概述

07-09 年公司业绩稳步增长。营业收入从 07 年的 4.9 亿增至 09 年的 6.05 亿，CAGR 11%。净利润增速高于收入，CAGR 23.4%。

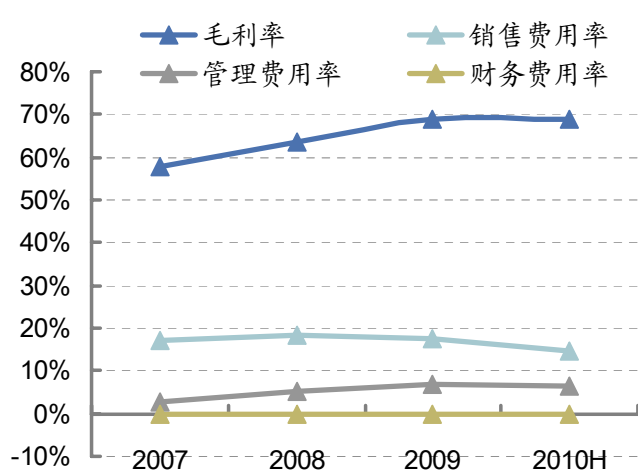
利润率和费用率呈良性表现。利润增速较快源于毛利率的持续上升和费用率的控制。毛利率从 07 年的 59% 大幅提升至 09 年的 68%，10H 维持在 69% 的水平。毛利率攀升的动因是收入结构的变动，高毛利率的自产疫苗占比提高，代理销售收入比重降低。公司销售费用率控制良好，小幅降低 2.5 个百分点。管理费用的增量主要由于研发力度加大。

图 2: 公司业绩 (百万元)



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券

图 3: 毛利率及费用率变动 (%)



3. 业务分析

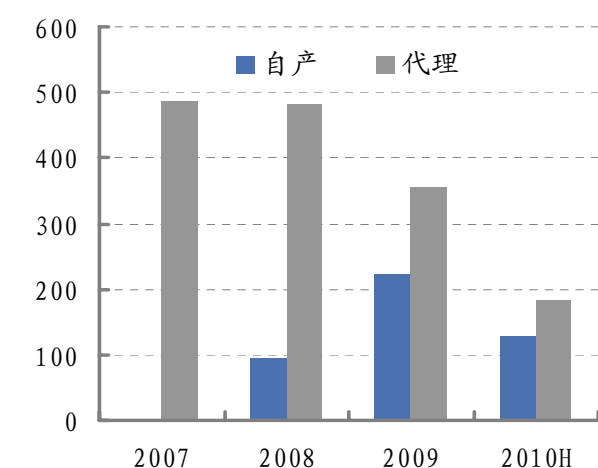
3.1. 代理销售掌握终端, 并购扩大自有品种

公司 07 年以前以代理疫苗为主业: 07 年公司代理业务做到 4.9 亿的收入规模, 毛利率高达 45%。拥有行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系。

08 年通过收购建立自有产品线: 08 年公司将同一控制的北京绿竹纳入麾下, 把 ACYW135 四价流脑疫和 AC 流脑结合疫苗接入公司的营销体系运作; 又并入了有独家品种微卡的安徽龙科马。公司自产疫苗业务建成气候。

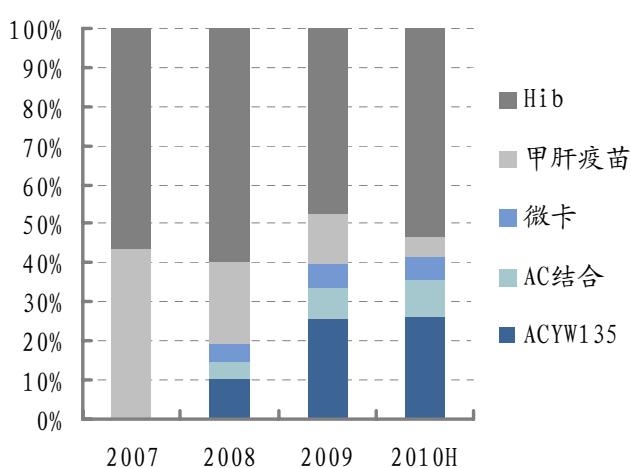
目前公司的自产的流脑疫苗和结核病辅助用药收入占比达到 46%: 其中绿竹的 AC 流脑结合疫苗和 ACYW135 四价流脑疫苗收入占比分别为 7% 和 24%, 龙科马的结核病辅助用药微卡收入占比 5%。代理部分 09 年收入下降, 主要由于原来代理的麻风二联、三联疫苗被纳入计划免疫体系, 公司不再继续这部分业务。10H 主要代理品种 Hib 收入占比 45%。

图 4: 自产及代理疫苗收入 (百万元)



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券

图 5: 各品种占收入比重 (%)



3.2. 流脑疫苗：需求稳定，品种升级是长期趋势

年需求量 6000-7000 万，基本稳定：流脑疫苗主要针对 15 岁以下人群，属于国家计划免疫范畴，适应人群的覆盖面广，接种率高。按每年新增人口 1600 万算，需接种 4 剂，流脑疫苗整体需求量在 6-7000 万，相对稳定。

6000-7000 万的需求中，我们认为品种的升级是大趋势。升级体现在两方面：1、单剂疫苗覆盖更多的流脑球菌的亚群（A、C、Y、W135）；2、诱导新生儿产生免疫的时间提前（新生儿免疫系统不成熟，疫苗诱导不一定能产生抵抗力，尽早诱导免疫反应可以降低被感染的风险）。

目前国内预防流脑的主流疫苗品种有 4 个：1、A 群脑膜炎球菌多糖疫苗；2、A 群 C 群脑膜炎多糖疫苗；3、A 群 C 群脑膜炎多糖结合疫苗；4、ACYW135 群脑膜炎多糖疫苗。前两者为一类疫苗，后两者为二类疫苗，也是公司两个最主要的产品。

这 4 个品种中后两者在覆盖亚群上和免疫诱导的时间上更先进：

- **A 群多糖疫苗：**仅预防国内患病率最高的 A 群脑膜炎球菌，6 月龄婴儿可以接种。
- **AC 群多糖疫苗：**预防 A、C 群球菌，3 周岁、6 周岁各接种 1 剂。
- **AC 群多糖结合疫苗：**预防 A、C 群球菌，与 AC 多糖疫苗相同；优势在于 AC 结合疫苗可在 3-6 个月诱导免疫反应，比 AC 多糖疫苗提早 2 年。
- **ACYW135 多糖：**预防 4 个流脑亚群，在主流品种中覆盖范围最广，免疫诱导时期为 2 岁幼儿，与 AC 群多糖疫苗接近。

因此，我们认为公司产品 AC 结合疫苗和 ACYW135 逐步替代现有两种一类疫苗是大趋势。作为自费二类疫苗，AC 结合疫苗和 ACYW135 会先在东部沿海地区逐步拓展，之后至少有一种被纳入一类疫苗。其中，**AC 结合疫苗作为早期基础免疫品种替代 A 群疫苗，ACYW135 作为第二阶段扩大免疫亚群的品种替代 AC 多糖疫苗。**

表 2:流脑疫苗 4 品种对比

	定位	覆盖亚群	接种时间	计划免疫
A 群多糖疫苗	第一阶段早期基础免疫	A	6-18 月，两次	是
AC 多糖疫苗	第二阶段扩大免疫亚群	A, C	3-6 岁，两次	是
AC 结合疫苗	第一阶段早期基础免疫	A, C	3-12 月，两次	否
ACYW135 多糖疫苗	第二阶段扩大免疫亚群	A, C, Y, W135	2-15 岁，四次	否

数据来源：公司招股书，国泰君安证券

3.3. ACYW135：AC 多糖疫苗替代品

ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗为 2008 年国内新上市的覆盖四种血清群的流脑疫苗品种，有望替代目前 2 岁后儿童接种的 AC 多糖疫苗。

Y、W135 群的患病风险加大：Y 群和 W135 群流脑未曾在我国大规模流行，患病风险不大，故之前不在国家计划免疫范畴内。但随着国际间交

流日趋频繁，Y 和 W135 的患病风险加大，广西、广东等省已经发现了由 W135 群引起的病例，广西曾从 1 例病人脑脊液和 16 例密切接触者的咽拭子中检出 W135 群脑膜炎球菌。我们认为全国性接种 ACYW135 的动力较强。

如进入计划免疫将使市场容量激增：ACYW135 如果进入计划免疫，将替代 AC 多糖的接种，但 ACYW135 需接种 4 次，理论年需求量在 6000 万剂左右。09 年国内 ACYW135 销售量仅 700 万剂，因此这一业务的弹性非常可观。

市场扩容迅速，公司成长力充足：细分市场来看，08、09 年市场销售量分别为 305 万剂和 717 万剂，市场扩容迅速。公司销售量分别为 114 万剂和 381 万剂，分别实现收入 0.52 亿和 1.46 亿元，市场份额从 37% 提升至 53%。

目前市场上除公司外仅有浙江天元和华兰生物两个竞争者。其中，华兰生物是今年的新进入者，08、09 年公司和浙江天元分享市场。

- 对浙江天元，公司在 08、09 年的表现可以看出，公司营销网络的优势明显，预计未来公司至少可以保持现有的相对低位。
- 华兰生物作为新进入者，颇有雄心壮志，今年截至 7 月份已批签发 230 万剂 ACYW135 疫苗，上半年销售量估计在 100 万剂左右，市场占有率估计接近 20%。我们认为华兰的进入会使得公司的市场占有率下降，但由于市场的高速扩容及公司在中低端医疗机构的渗透率，ACYW135 的业绩表现仍会呈现高增长态势。

图 6: ACYW135 疫苗收入及市场份额

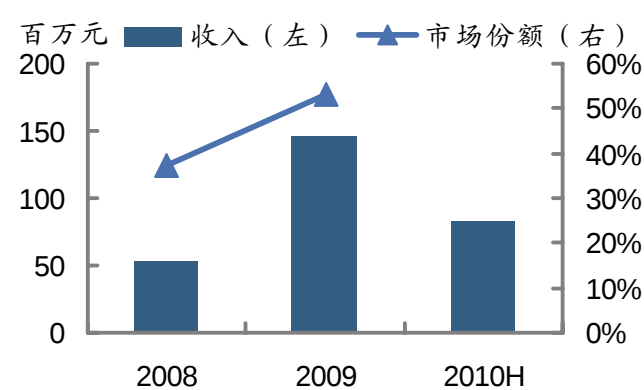
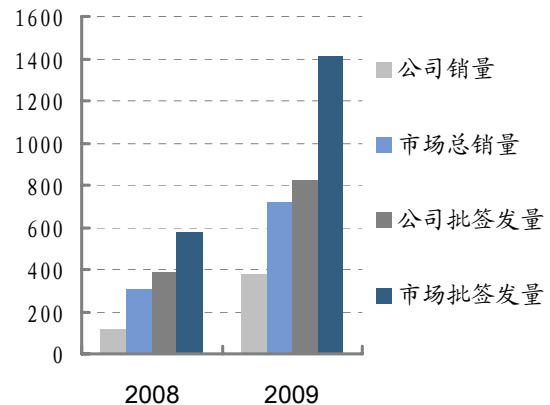


图 7: 公司及细分市场批签发、销售量 (万剂)



数据来源：公司招股书，中检所，国泰君安证券

3.4. AC 结合疫苗：A 群多糖疫苗的替代品

我们认为 AC 结合疫苗将有望逐步替代 A 群多糖疫苗，成为 1 岁以内的新生儿主要接种的流脑疫苗。

替代 A 群多糖疫苗的必要性：据 2005/2006 年度全国流脑疫情资料显示，2006 年 3-12 月龄婴儿发病率最高，并且主要是由 C 群引起。目前国家计划免疫采用的 A 群多糖疫苗已经不足以保障新生儿免受流脑侵袭，推广 A+C 二价疫苗势在必行。

借助营销网络优势，在二类疫苗市场攻城掠地

08 到 09 公司 AC 结合疫苗的市场份额倍增至 29%，收入 4500 万元，10H 实现收入 2900 万，由于流脑秋季接种密集，全年收入预计 6000 万以上。

目前国内 AC 结合疫苗主要的供应商包括：兰州所、智飞生物（北京绿竹）、罗益生物、浙江天元和玉溪沃森。由于 AC 结合这种二类疫苗由消费者自愿选择，自费接种，理论上讲各级医疗机构有自主选择品种和采购的权利。这使得二类疫苗生产企业的营销队伍和网络覆盖能力成为关键因素，也赋予了公司独特的竞争优势。公司覆盖大量中小城市、乡镇的医疗机构，直接进行推广宣传，有效扩大公司在中低端市场的渗透程度。公司未来 2-3 年计划将覆盖的基础医疗机构扩大一倍，市场份额保持在 30% 的水平有较大保障。

从批签发和销售数据看，市场的批签发量大约是销售量的 4-5 倍，主要是疫苗产品为应对突发疫情，一般会有大量储备。公司 08 年批签发 443 万剂后没有新的批签发产品，目前储备水平较低，下半年会有产品新的产品储备出来。

图 8: AC 结合疫苗收入及市场份额

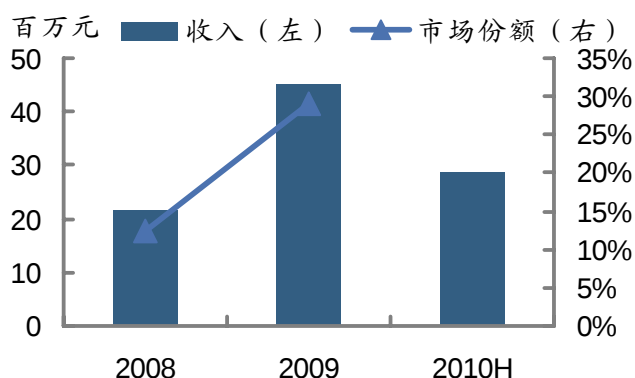
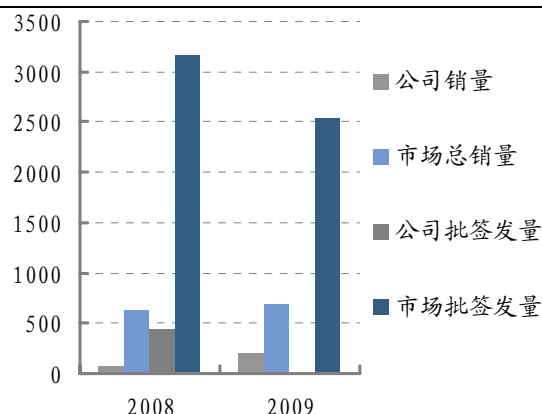


图 9: 公司及细分市场批签发、销售量 (万剂)



数据来源：公司招股书，中检所，国泰君安证券

3.5. 微卡：成长相对平稳，不乏想象空间

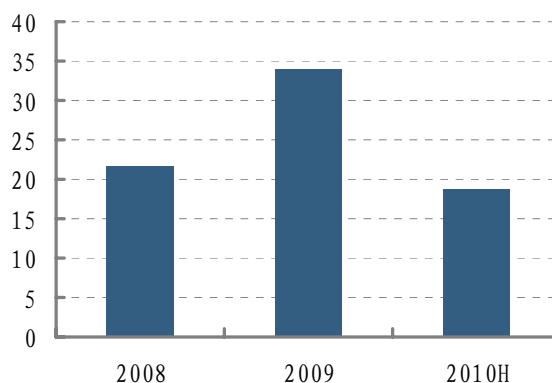
微卡（母牛分枝杆菌）是公司自主研发产品，是 WHO 在其制定的《结核病研究与发展战略规划》中推荐的唯一免疫制剂。目前，微卡已在国内广泛用于辅助治疗各类结核病。

患者基数大，理论需求量大：我国是全球 22 个结核病高负担国家之一，发病率排名世界第二，占全球所有结核病例的 15% 左右。病患人数为 450 万人，其中初治肺结核患者大约有 160 万人，理论需求量约为 1280-1920 万剂；复治肺结核、难治多耐药结核病人 290 万人，国内理论需求量分别约为 3030 万剂、900 万剂，由此可得国内注射用母牛分枝杆菌治疗结核病的理论总需求在 5210-5850 万剂。

双向免疫调节具有优势：与其他同类结核病免疫制剂相比较，微卡属于双向免疫调节剂，能够促进外周血 T 淋巴细胞增殖反应，提高细胞免疫，激活巨噬细胞免疫功能，不良反应少。

微卡新增适应症，业绩增量取决于营销力度：微卡将新增辅助治疗支气管哮喘的适应症，目前已完成临床研究，新药申请文件已获国家药监局受理，预计明年能面市。由于公司疫苗推广的网络和哮喘治疗药的终端不完全重合，带来的成长动力如何主要取决于公司营销推广的力度。

图 10: 08-10H 微卡收入增长 (百万元)



数据来源：公司招股书，国泰君安证券

3.6. Hib 疫苗：市场扩容明确，公司营销到位

Hib 疫苗被纳入计划免疫的预期强烈

Hib (b 型流感嗜血杆菌) 是我国小儿化脓性脑膜炎的首要原因，同时是小儿肺炎的主要病因之一。近年来的研究表明，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。

WHO 在 1998 年就建议将该疫苗纳入常规儿童免疫服务，截至 2007 年底全球已有 115 个国家和地区已将 Hib 疫苗列入免疫规划，国内将其纳入计划免疫的预期较强。按每年 1600 万新增人口算，理论市场需求为每年 6400 万剂。如果成为一类疫苗，实际需求将扩容到 6000 万剂。

代理销售业绩出色，显示营销网络的推进力

公司自 2004 年起就独家买断代理兰州所的 Hib 疫苗，取得了良好的销售业绩，05-09 年销售量复合增长率 90%，市场占有率稳步提升，份额达到 50% 以上，显示出公司营销网络对接种实施的推进力。预计未来代理 Hib 疫苗总体保持平稳，年销售量在 800-1000 万剂。

自产 Hib 疫苗明年面市，定位+营销带来大发展

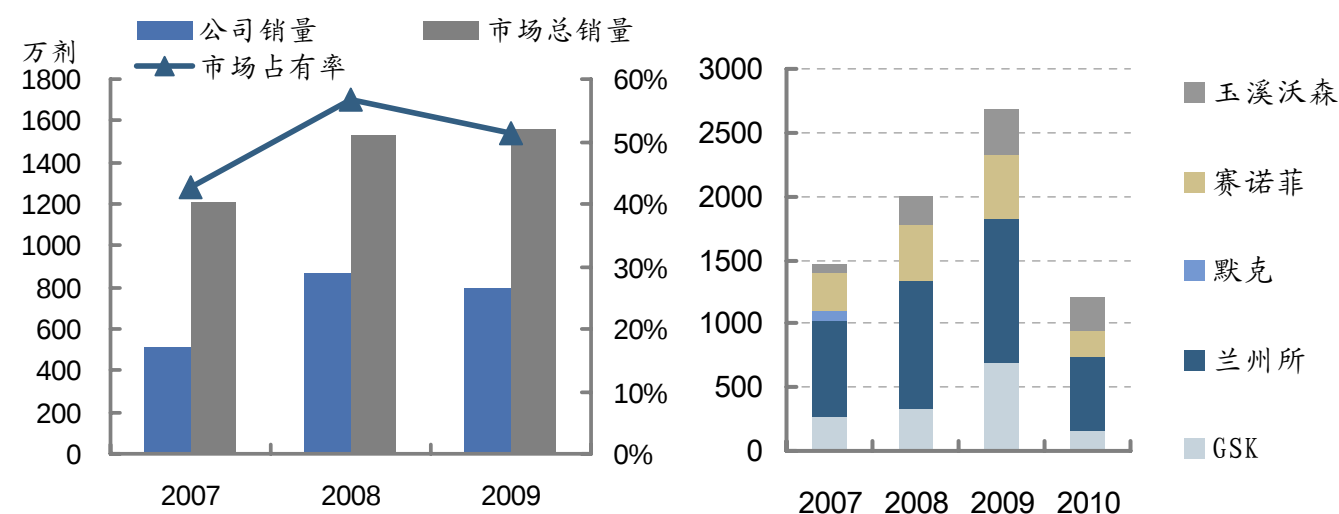
公司拟自主生产的 Hib 疫苗目前正等待生产线现场核查，预计明年可以拿到药证开始推广。公司将自产 Hib 疫苗定位于中高端产品，与代理的兰州所产品在制备工艺、性能、价格、消费人群、使用方式等方面均存在差异，产品上市后将与代理产品形成错位营销关系。

Hib 疫苗产销率较高，因此批签发数据可以作为市场份额的衡量指标。目前细分市场的供应商有赛诺菲-巴斯德和 GSK 两家外资企业，以及兰

州所和玉溪沃森两家国内企业。从量上看，兰州所份额较高，占据了近一半市场；另外三家销售量接近。公司产品定位介于现有两类供应商之间，借助自有的营销体系，12年之后将为公司带来业绩的大发展。

图 11: 代理产品销量（万剂）及占有率呈上升趋势

图 12: 各供应商 Hib 疫苗批签发量（万剂）



数据来源：公司招股书，中检所，国泰君安证券

3.7. 其他代理品种

公司其他代理的品种包括甲肝减毒活疫苗、水痘疫苗等。由于甲肝疫苗被纳入计划免疫内，公司将推出这一品种。公司将寻找新的理想代理品种，目前在考虑流感疫苗的代理。

4. 在研产品丰富，期待注入新动力

三大品种即将上市：b 型流感嗜血杆菌结合疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、注射用母牛分枝杆菌增加支气管哮喘适应症均已完成全部 I、II、III 期临床试验并通过临床现场核查，处于国家药监局药品审评中心评审阶段，预计将在年底或明年陆续推向市场。

另外，公司还有多个专利产品处于研发阶段，上市后将注入到公司成熟的营销网络，为持续发展提供新动力。

表 3: 公司在研产品梯队

产品名称	用途	技术先进性	创新类型	研发进展或阶段
AC 群脑膜炎球菌 - b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗	同时预防 A、C 群脑膜炎球菌和 Hib 的感染	国际领先/ 专利产品	原始创新	完成 I、II 期临床，正开展 III 期临床
ABC 群脑膜炎球菌疫苗	同时预防 A、B、C 群脑膜炎球菌感染	国际领先/ 专利产品	原始创新	实验室阶段
A、C、Y、W135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	同时预防 A、C、Y、W135 群脑膜炎球菌感染	国内领先	原始创新	实验室阶段
13 价肺炎结合疫苗	同时预防 13 种血清型肺炎链球菌感染	国内领先	原始创新	实验室阶段
水痘疫苗	预防水痘	国内领先	集成创新	实验室阶段

伤寒-副伤寒外膜蛋白疫苗	同时预防伤寒和副伤寒感染	国际领先/ 专利产品	原始创新	实验室阶段
细菌性痢疾结合疫苗	同时预防细菌性痢疾感染	国际领先/ 专利产品	原始创新	实验室阶段

数据来源：公司招股书，国泰君安证券

5. 募集资金项目分析

公司计划的募投项目包括：

- 北京绿竹制药产业化基地项目：拟投资建设符合国家新版 GMP 和 WHO 标准的疫苗生产基地，提升现有两个主导产品 AC 结合疫苗、ACYW135 疫苗的生产质量控制体系；同时为公司自主研发的两个新疫苗产品 Hib 疫苗、AC 多糖疫苗提供生产基地。
- 母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目：建设符合国家新版 GMP 标准和 WHO 认证的生产线。将现有设计生产产能 200 万剂（实际产能 100 万剂）提高至 500 万剂，以满足未来市场需求。
- 疫苗研发中心项目：用于疫苗产品开发的基础平台，完成在研产品的开发。
- 仓储物流基地及营销网络建设项目。

表 4：募投项目及建设周期

项目名称	投资金额	周期
北京绿竹生物制药有限公司产业化基地项目	38,593.19	36 个月
注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目	11,336.22	24 个月
智飞生物疫苗研发中心项目	7,659.50	12 个月
智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目	4,949.25	15 个月

数据来源：公司招股书，国泰君安证券

超募资金使用：计划利用超募资金充实公司产品线。具体路径一是通过收购具有成熟疫苗品种的企业，如 08 年纳入的安徽龙科马；二是加大研发投入。

6. 风险提示

- 主要品种未能进入一类疫苗的风险：公司主要品种存在较强的被纳入计划免疫的预期，即存在业绩爆发式增长的想象空间，对应的是估值的合理溢价。如果这些品种未能转为一类疫苗，高估值的延续存在风险。
- 新产品研发失败风险：由于疫苗产品研发具有周期长、技术难度大、风险高的特点，研究结果存在较大的不确定性，公司可能面临新产品研发失败的风险。

7. 盈利预测及投资建议

关键假设:

- 代理产品: Hib 疫苗保持缓慢增长, 其他品种 10 年持平, 11 年增长 20%, 毛利率平稳。
- 自有疫苗: ACYW135 增长较好, 10、11 年分别增长 25%、35%; AC 结合相对平稳, 保持 20%增速。暂不考虑进入计划免疫的影响。微卡 10 年增长 15%, 11 年由于适应症拓宽后市场推广的到位, 增长 35%。
- 期间费用率整体不变, 研发费用率维持在 7%以上的高水平。
- 11 年起北京绿竹税率可能从 7.5%恢复到 15%, 综合所得税率提高约 5pp。

表 9: 利润表的关键假设 (百万元)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
Hib 疫苗	299.2	269.0	322.80	355.08
增长	68.09%	-10.09%	20.00%	10.00%
毛利	54.21%	48.22%	50.00%	52.00%
ACYW135	52.3	145.7	182.13	245.87
增长	-	178.59%	25.00%	35.00%
毛利	95.60%	96.29%	96.50%	96.50%
AC 结合	21.7	45.1	56.38	67.65
增长	-	107.83%	25.00%	20.00%
毛利	93.09%	94.01%	93.00%	93.00%
微卡	21.70	33.90	38.99	52.63
增长	-	56.22%	15.00%	35.00%
毛利	90.78%	90.27%	88.00%	90.00%
其他	195.44	110.35	143.45	229.52
增长	-37.84%	-43.54%	30.00%	60.00%
毛利	63.13%	65.74%	65.00%	67.00%

数据来源: 国泰君安证券

表 10: 利润表 (百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	604	744	951	1105
营业成本	189	227	265	293
营业税金及附加	10	12	15	17
营业费用	106	126	164	193
管理费用	42	56	67	77
财务费用	-0	-4	-7	-8
资产减值损失	1	0	2	2
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	327	446	530
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	261	327	446	530
所得税	29	39	76	90
净利润	232	288	371	440
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	288	371	440
EBITDA	257	332	456	547
EPS (元)	0.58	0.72	0.93	1.10

数据来源: 国泰君安证券

投资建议: 强大的营销网络和优良的疫苗产品线是公司的核心资源。自有产品储备和收购优质疫苗品种注入到公司的营销体系将是公司未来持续成长的基础。我们预计 10、11 年 EPS 0.72 元、0.93 元, 参比目前生物制品企业的估值水平, 我们预计上市首日价格在 37.8-42 元, 高限相当于 11 年 45 倍 PE。

作者简介：**易镜明：**

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

张一甫：

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责中药、生物药等子行业。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		