

智飞生物(300122.sz)

质地不错的疫苗企业，有待资本市场的检验

李平祝 研究员 吴晓雯 研究助理

电话: 010-68058790

eMail: lpz@gf.com.cn

公司在民营生物疫苗企业中处于领先地位

公司是我国本土综合实力最强的民营生物疫苗企业。最近三年公司疫苗产品销售量分别占我国二类疫苗市场 10.99%、11.13%和 10.78%的份额，在民营疫苗企业中排名第一。

将扩张产品线，以进一步增加利润增长点

公司目前主要有 3 个自主产品和 2 个代理产品，在研品种有 17 个，未来还计划增加 2-3 个新的代理疫苗产品，产品线将得到进一步的扩充，有望创造更多的利润增长点。

募投资金将完善现有营销网络，增强营销实力

公司将增加 25 个办事处，由省一级扩展到重点地市一级；覆盖广度上向大城市和西部地区扩张，深度上向现有基础较好市场的二、三级城市扩展，扩大目标疾控中心的数量，提高产品的覆盖率。营销团队人员将增至 496 人，达到平均约 230 万人配备一位业务经理。

盈利预测和上市定价

我们预计公司 2010-2012 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.73 元、1.01 元和 1.38 元。考虑到公司领先的市场地位、逐步丰富的产品线和日益成熟的网络，我们给以公司 2011 年 45×PE，对应股价为 45.5 元。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(万元)	59,033.57	60,404.75	74,482.60	104,328.31	148,671.54
EBITDA(万元)	23,120.86	27,407.98	34,759.74	47,505.55	66,998.20
净利润(万元)	19,005.13	23,158.97	29,199.82	40,275.60	55,179.55
净利润增长率	25.03%	21.86%	29.76%	40.98%	39.11%
每股收益(元)	0.53	0.64	0.73	1.01	1.38
市盈率	0.00	0.00	52.03	37.72	27.53
市净率	0.00	0.00	6.77	5.80	4.85
EV/EBITDA	0.00	0.00	38.55	28.26	19.52
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	37.98 元
上市价格	45.50 元

股票数据

总股本(万股)	40,000
流通股本(万股)	3,200
主要股东:	
	蒋仁生
主要股东持股比例	55.8%
流通 A 股比例	8%

财务比率

ROE	51.27%
ROA	53.38%
资产负债率	7.33%
每股净资产(元)	1.13

2009 年报数据

发行信息:

发行价格(元)	37.98
主承销商:	
	宏源证券股份有限公司
发行市盈率	66.63

目录索引

一、三大支柱托起公司的未来	4
二、家族式疫苗企业，自主产品比重逐年上升	4
（一）公司为家族式企业，控股权集中	4
（二）主营疫苗产品，自主产品占比逐步上升	5
三、疫苗消费市场潜力较大，发展空间广阔	7
四、二类疫苗实行市场定价，市场竞争充分	7
五、民营疫苗企业中排名第一，主要产品市场占有率位居前列	8
六、在研和代理产品目标明确，欲扩充产品线	10
（一）在研产品储备丰富	10
（二）新增代理疫苗品种增加利润来源	12
七、营销网络广又深，提供坚实的营销保障	12
八、募投项目将进一步提升公司核心竞争力	13
九、盈利预测和上市定价	14
（一）盈利预测前提	14
（二）上市定价	16
十、风险提示	16

图表索引

图 1: 智飞生物股权结构图（发行后）	5
图 2: 公司收入构成比例	6
图 3: 公司各主要产品占营业收入比例	6
图 4: 公司毛利润构成比例	6
图 5: 公司各主要产品占综合毛利润比例	6
图 6: 公司分业务毛利率	6
图 7: 公司分产品毛利率	6
图 8: 2007 年-2010 年上半年公司直销和经销占营业收入比情况	13
表 1: 发行前后股权结构	5
表 2: 2007-2009 年我国一二类疫苗批签发数量及金额	8
表 3: 2007-2009 年国内市场主要企业市场份额（按批签发数量）	8
表 4: 公司研发中心未来 5 年项目发展规划	10
表 5: 公司募集资金投向	13
表 6: 募投项目产能扩建规划（万剂/年）	14
表 7: 产品销售收入和毛利状况预测	15

一、三大支柱托起公司的未来

公司未来发展的三大支柱是领先的市场地位、扩张的产品线和日益成熟的营销网络。

公司是我国本土综合实力最强的民营生物疫苗企业。最近三年公司疫苗产品销售量分别占我国二类疫苗市场10.99%、11.13%和10.78%的份额，在民营疫苗企业中排名第一。

公司未来将继续围绕自主和代理两大业务方向，在适当地增加代理疫苗品种的同时推出更多拥有自主知识产权的疫苗产品，以扩充公司的产品线。目前，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。在此基础上，公司还有17种新疫苗产品在研，未来公司还计划在明后两年再选择适销对路的2-3个疫苗产品，公司目前正在进行谈判或规划中的代理品种有水痘疫苗、人用狂犬病疫苗（二倍体细胞）、流感病毒裂解疫苗。

募投资金到位后，公司将完善现有仓储物流基地和营销网络，建成后进一步增强公司的营销网络优势。未来计划将办事处从现有的22个增加至47个，由省一级扩展到重点地市级；覆盖广度上向大城市和西部地区扩张，深度上向现有基础较好市场的二、三级城市扩展，扩大目标疾控中心的数量，提高产品的覆盖率。营销团队人员配置将由现有的366人增加至496人；在全国30个省由现有的平均约330万人配备一名业务经理，达到平均约230万人配备一名业务经理。

盈利预测与上市定价。我们预计公司2010-2012年实现摊薄后EPS分别为0.73元、1.01元和1.38元。考虑到公司领先的市场地位、逐步丰富的产品线和日益成熟的网络，我们给以公司2011年45倍的合理PE，对应股价为45.50元。

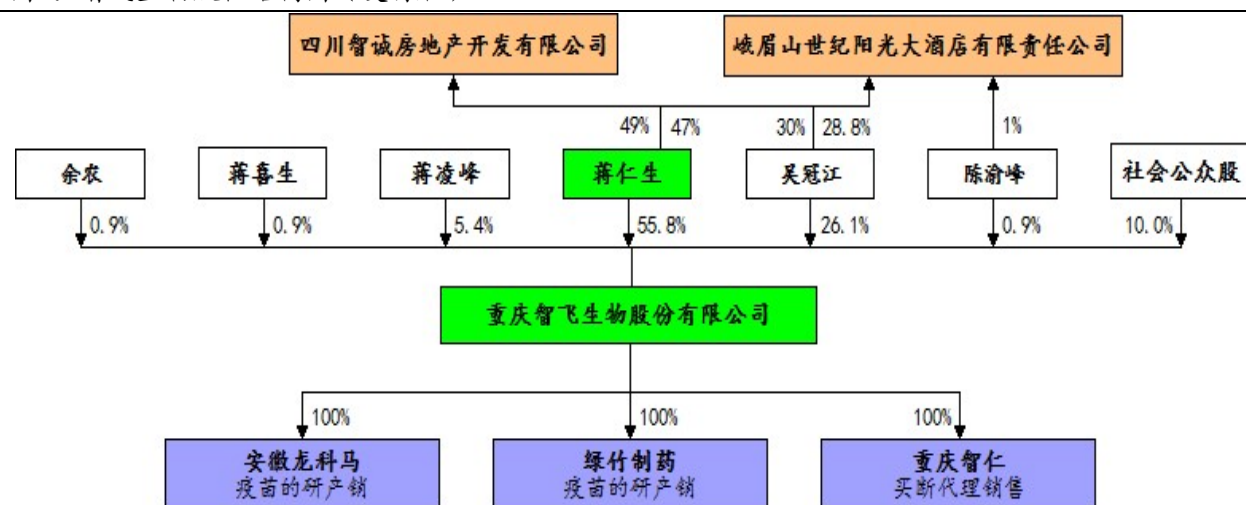
二、家族式疫苗企业，自主产品比重逐年上升

（一）公司为家族式企业，控股权集中

重庆智飞生物制品股份有限公司于2009年9月7日由其前身重庆智飞生物制品有限公司整体变更而来。变更后，公司的注册资本是36,000万元，股数为36,000万股，实际控制人为蒋仁生。蒋仁生及其关联股东（子蒋凌峰，弟蒋喜生）合计持有公司24,840万股，占公司总股本的69%。

公司本次为首次在创业板上公开发行上市，拟发行4,000万股，占发行后总股本的10%。发行后，公司的实际控制人仍为蒋仁生，且蒋仁生及其关联股东合计持股62.1%。公司是家族式企业，股权控制比较集中。

图1: 智飞生物股权结构图（发行后）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表1: 发行前后股权结构

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
蒋仁生	22,320.00	62.00	22,320.00	55.0
吴冠江	10,440.00	29.00	10,440.00	26.10
蒋凌峰	2,160.00	6.00	2,160.00	5.40
蒋喜生	360.00	1.00	360.00	0.90
余农	360.00	1.00	360.00	0.90
陈渝峰	360.00	1.00	360.00	0.90
社会公众股	-	-	4,000.00	10.00
总股本	36,000.00	100.00	40,000.00	100.00

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）主营疫苗产品，自主产品占比逐步上升

公司属于生物制品行业，主营业务为疫苗的研发、生产和销售，具体而言包括自主产品的研发生产和销售和代理产品的销售。公司现自产的或代理的疫苗基本都是二类疫苗。目前自主产品包括：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。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。

2007年至2010年上半年，虽然代理产品的销售为公司贡献了绝大部分收入和毛利润，但是其所占的相应比重呈现逐年下降趋势；相反，自主产品的销售收入和毛利润呈现逐年上升趋势，这主要是因为公司把自主产品的研产销作为其未来的发展方向。毛利率方面，自主产品的毛利率稳定在94%以上而代理产品的毛利率呈逐年下降趋势，2010年上半年更下滑到接近50%。不过，总体而言公司的综合毛利率比较高且呈逐年增加趋势，2010年上半年高达69.04%。

图2：公司收入构成比例

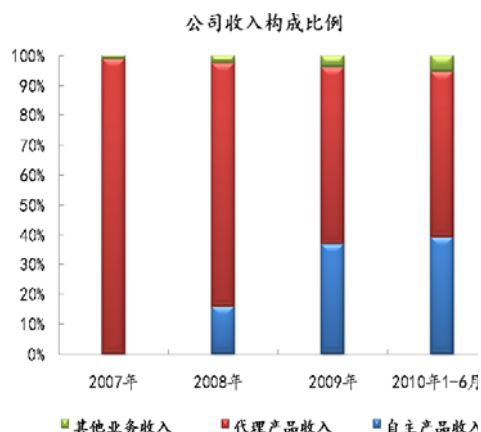
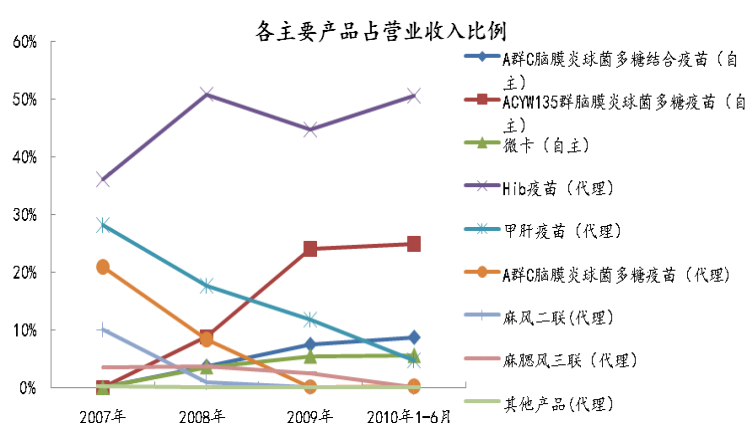


图3：公司各主要产品占营业收入比例



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图4：公司毛利润构成比例

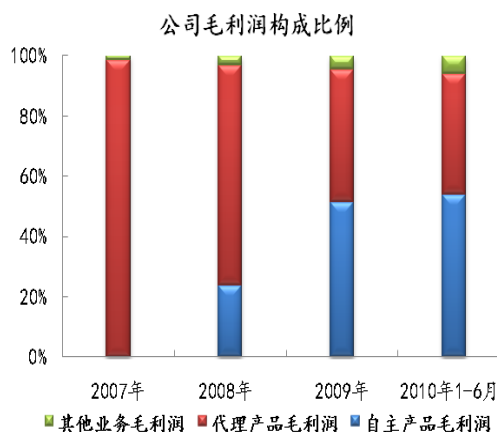
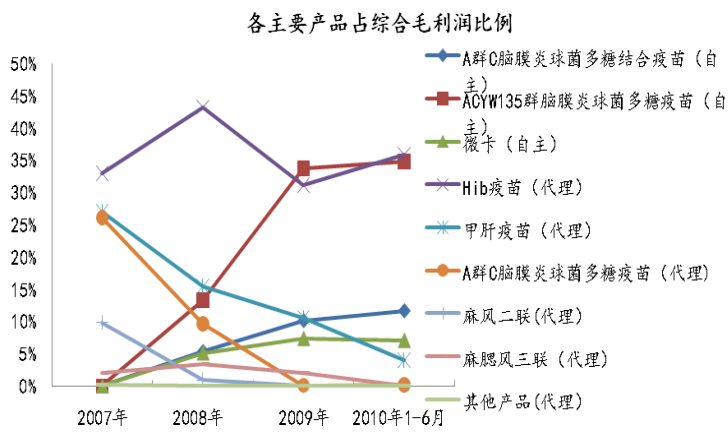


图5：公司各主要产品占综合毛利润比例



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图6：公司分业务毛利率

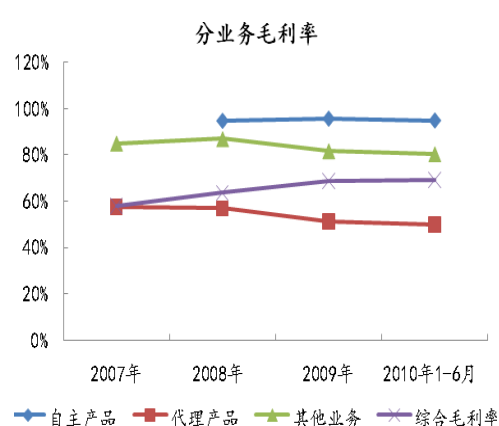
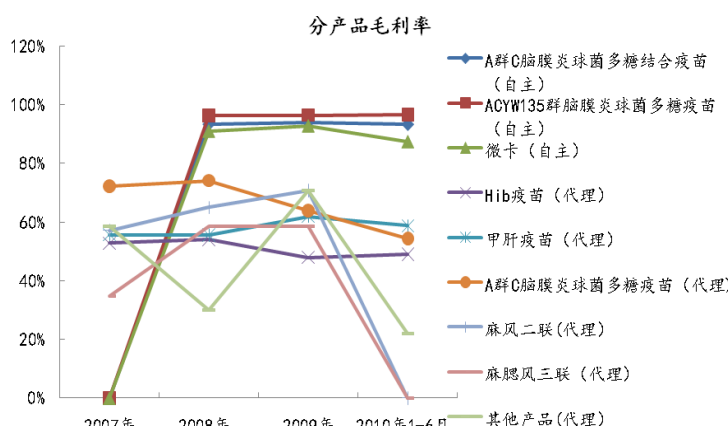


图7：公司分产品毛利率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

三、疫苗消费市场潜力较大，发展空间广阔

我国是全球最大的疫苗生产国之一，从中检所批签发资料看，我国现有疫苗生产企业30多家，是世界上疫苗产品生产企业最多的国家，年产疫苗超过8亿人份，是世界第三大疫苗市场。我国疫苗市场由一类疫苗（免疫规划）市场和二类疫苗（自费）市场两部分构成，一类疫苗由政府采购，价格低廉，利润不高，主要针对儿童，由国家免费提供，市场规模稳定；二类疫苗是指未列入国家免疫范畴的、由消费者自愿选择，自费接种的疫苗，该类疫苗价格相对较高，利润也较高。

我国疫苗消费市场潜力较大，发展空间广阔

我国人口二类疫苗的接种率远低于发达国家水平，疫苗市场发展潜力巨大。我国人口的二类疫苗接种率低，以流感疫苗为例，我国易感人群的接种率不到2%，而欧美发达国家和加拿大的接种率分别达到20%-30%和45%，远低于发达国家的接种率，疫苗市场潜力巨大。

巨大的人口基数为疫苗市场的发展奠定了基础。一方面，我国拥有超过13.28亿的总人口和每年约1,600万的新生儿，新生儿是现有大部分疫苗接种的主力军。另一方面，截至2008年底，我国60岁以上老年人口已接近16,000万人，占总人口的12%，未来我国老年人口还将以年均约3%的速度增长，预计2020年将达到2.3亿。老年人抵抗力弱，是疾病的高发人群，但我国老年人疫苗接种率非常低，以流感疫苗为例，我国老年人群流感疫苗的接种率不足1%，与WHO推荐的老年人50%的接种率相差甚远，未来增长空间巨大。

国家政策重点扶持生物产业，未来前景明朗。国务院总理温家宝于2010年9月8日主持召开国务院常务会议，审议并通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》。会议确定了战略性新兴产业发展的重点方向、主要任务和扶持政策，而生物产业便是这七大产业之一。相信有国家政策对生物产业的大力扶持，公司作为生物制品行业的一分子，未来前景值得期待。

四、二类疫苗实行市场定价，市场竞争充分

目前我国共有疫苗生产企业30多家，包括中生集团下属的六大生物制品研究所和近些年来蓬勃发展的民营企业 and 外资企业，新兴的疫苗企业除本公司外，主要有浙江天元、华兰生物、云南沃森、无锡罗益等。我国主要生产疫苗品种达40多种，可以预防26种传染病，其中一类疫苗有14种，可预防15种传染病。

从批签发数量和金额来看，2007-2009年，一类疫苗批签发数量和金额占比逐年大幅上升，这主要是因为2008年国家扩大了免疫规划疫苗的品种，将原属于二类疫苗的7个品种转为一类疫苗，2009年甲型H1N1疫苗（属一类疫苗）爆发性增长，其研发与生产占用了疫苗生产企业现有的

产能和资源，导致二类疫苗的批签发数量和金额有所下降。

但是单从批签发金额来看，2007-2009年二类疫苗批签发金额占比远超过一类疫苗，主要系二类疫苗实行市场定价，销售价格相对较高所致。

表2：2007-2009年我国一二类疫苗批签发数量及金额

疫苗类别	项目	2009 年	2008 年	2007 年
一类疫苗	批签发数量小计（万人份）	64,842.61	64,283.00	33,106.91
	批签发数量占总体批签发数量的比重	80.36%	75.14%	53.63%
二类疫苗	批签发数量小计（万人份）	15, 51.20	21,270.09	28,622.80
	批签发数量占总体批签发数量的比重	9.64%	24.86%	46.37%
批签发总量（万人份）		80,693.82	85,553.08	61,729.71
一类疫苗	批签发金额（万元）	460,478.42	200,894.49	72,983.11
	金额占疫苗总批签发金额的比重	38.87%	19.51%	10.61%
二类疫苗	批签发金额（万元）	724,317.60	829,066.86	614,7 2.22
	金额占疫苗总批签发金额的比重	61.13%	80.49%	89.39%
批签发金额合计（万元）		1,184,7 6.02	1,029,961.35	687,715.33

数据来源：招股说明书 注：批签发金额=各类批签发数量*各省疾控中心采购各类疫苗价格

从市场格局来看，国有企业在我国一类疫苗市场中处于绝对垄断地位，而发展中的民营企业正在快速崛起，迅速抢占一类疫苗市场份额，尤其是2009年的甲型H1N1 疫苗主要被民营企业所占据；在二类疫苗市场，民营企业的市场份额已经超过国有企业。

表3：2007-2009年国内市场主要企业市场份额（按批签发数量）

疫苗类别	主要企业	2009 年	2008 年	2007 年	市场化程度
一类疫苗	国有企业（六大所+昆明所）	83%	95%	95%	基本为中生集团垄断
	民营企业	16%	4%	5%	
	外资企业	1%	1%	0%	
	批签发数量占批签发总量百分比	80%	75%	54%	
二类疫苗	国有企业（六大所+昆明所）	35%	39%	71%	充分竞争
	民营企业	49%	41%	17%	
	外资企业	17%	20%	11%	
	批签发数量占批签发总量百分比	20%	25%	46%	

数据来源：招股说明书

五、民营疫苗企业中排名第一，主要产品市场占有率位居前列

公司是我国本土综合实力最强的民营生物疫苗企业。最近三年公司疫苗产品销售量分别占我国二类疫苗市场10.99%、11.13%和10.78%的份额，在民营疫苗企业中排名第一。

公司的主要产品包括自主生产的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）以及独

家买断销售的Hib疫苗和甲肝减毒活疫苗等。在细分产品市场上，公司各主要产品的市场占有率位居前列。

自主产品1—A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗

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公司、无锡罗益和云南沃森。公司的产品是全世界第一个经III期临床研究证实能用于3月龄以上婴幼儿和儿童，预防A群和C群脑膜炎球菌感染的疫苗；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。

公司产的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。

自主产品2—ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗

目前国内能生产ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗的厂家只有公司和浙江天元，该疫苗的接种对象为2岁以上的儿童及成人。

公司产的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。

自主产品3—微卡（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，对复治、难治性结核病有显著疗效，是WHO在结核病免疫治疗方案中唯一推荐的生物制剂，为国家“十五”重大科研攻关课题用药。同时，注射用母牛分枝杆菌在支气管哮喘、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，目前公司正在积极拓宽注射用母牛分枝杆菌的适应症。

独家买断代理产品1—Hib疫苗

目前国内生产Hib疫苗的企业有兰州所和云南沃森，其中兰州所生产的Hib疫苗全部由公司独家买断代理，2007年-2009年，公司买断代理的Hib疫苗分别占据全国50.13%、56.68%、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2—甲肝减毒活疫苗

目前国内生产甲肝减毒活疫苗的企业主要有长春长生生物科技股份有限公司、长春生物制品研究所、浙江普康和中国医学科学院医学生物学研究所，其中浙江普康生产的甲肝减毒活疫苗全部由公司独家买断代理，是出口国际市场唯一的国产甲肝减毒活疫苗。2007年-2009年，公司独家买断代理的甲肝减毒活疫苗（H2毒株）分别占据全国22.59%、23.63%、26.85%的市场份额，市场占有率排名居于前列。

总体而言，公司各主要产品所在的细分市场竞争对手比较少，且市场占有率比较高。公司在各主要产品的细分市场上已经建立了初步市场壁垒和优势。

六、在研和代理产品目标明确，欲扩充产品线

未来，公司将继续围绕自主和代理两大业务方向，在适当地增加代理疫苗品种的同时推出更多拥有自主知识产权的疫苗产品，以扩充公司的产品线。

（一）在研产品储备丰富

未来5年时间里，研发中心在研的多个项目中，预计2个疫苗品种将获得药品批准文号并能够批量生产和上市销售；4个疫苗品种将完成3期临床并申报药品批准文号；2个疫苗品种将获得临床试验批件并完成3期临床；6个疫苗品种将获得临床批件并完成2期临床；2个疫苗品种将获得临床批复。另外，公司还将根据生物制药行业的发展动态，适时新增3-5项研发项目，保持公司研发产品不断向前推进，增强公司核心竞争力。

表4：公司研发中心未来5年项目发展规划

项目名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hib 疫苗	项目启动								批量生产	批量生产
AC 群脑膜炎球菌 - b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗	项目启动	-	获得临床批复	完成 I、II 期临床	申请 III 期临床	完成 III 期临床	取得药品批准文号	批量生产	批量生产	批量生产
ABC 脑膜炎球菌疫苗	-	-	-	项目启动	临床前	申报临床	获得临床批复	I、II 期临床	III 期临床	申报文号
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	-	-	项目启动	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复	I、II 期临床	III 期临床	申报文号
13 价肺炎结合疫苗	-	-	项目启动	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复	I、II 期临床	III 期临床	申报文号
水痘疫苗	-	-	-	项目启动	临床前	申报临床	I、II、III 期临床	申报文号	取得药品批准文号	批量生产

伤寒-副伤寒外膜蛋白疫苗	-	项目启动	临床前	临床前	临床前	临床前	申报临床	I 期临床	II 期临床	III 期临床
细菌性痢疾结合疫苗	-	-	-	-	项目启动	申报临床	获得临床批复	I、II 期临床	III 期临床	III 期临床
流感病毒裂解疫苗						项目启动申报临床	获得临床批复	I、II 期临床	III 期临床	申报文号
新型结核病疫苗	-	-	项目启动	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复	I 期临床	II 期临床	II 期临床
人乳头瘤病毒疫苗	-	-	项目启动	临床前	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复	I 期临床	II 期临床
初免-加强型结合疫苗	-	-	项目启动	临床前	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复	I 期临床	II 期临床
治疗用乙肝疫苗基础实验研究	-	-	项目启动	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复	I 期临床	II 期临床	II 期临床
重组结核杆菌 CFP10-ESAT6 融合蛋白基础实验研究 (体内诊断试剂)	-	-	项目启动	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复	I 期临床	II 期临床	II 期临床
混合型乙型肝炎治疗性疫苗	-	-	-	-	项目启动	临床前	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复

手足口病疫苗	-	-	-	-	项目启动	临床前	申报临床	获得临床批复	I 期临床	II 期临床
人戊型肝炎病毒的表达研究						项目启动	临床前	临床前	申报临床	获得临床批复

数据来源：招股说明书

（二）新增代理疫苗品种增加利润来源

今后三年，公司将充分利用自身强大的营销系统，除继续开展好现有 Hib 疫苗、甲肝疫苗代理业务外，并计划在明后两年再选择适销对路的 2-3 个疫苗产品，力争在 2012 年新增代理业务收入 2 亿元，为公司提供更多利润来源。

公司目前正在进行谈判或规划中的代理品种有**水痘疫苗、人用狂犬病疫苗（二倍体细胞）、流感病毒裂解疫苗**。

水痘疫苗目前国内技术比较成熟，质量稳定可靠，国内市场需求量大且比较稳定，目前已有葛兰素史克、上海生物制品研究所等数家生产厂家，国产水痘疫苗销售价格 70 元/剂左右。该产品供应商竞争比较充分，占领市场的关键在于强大的营销力量，未来该产品市场具有较大的开拓空间。

目前国内**狂犬病疫苗**年需求量约 2000 万人份，供应量约 600-800 万人份。我国狂犬病疫苗种类有：人用狂犬病纯化疫苗（地鼠肾细胞）、人用狂犬病纯化疫苗（Vero 细胞），5 剂/人份，销售价格 100-200 元/人份，进口厂家鸡胚细胞狂犬病疫苗在国内销售价格约为 400 元/人份左右。二倍体细胞狂犬病疫苗比前述产品安全性和免疫效果更好，国内有少数厂家正在研发中，尚未上市销售。浙江普康自主研发生产的**二倍体细胞狂犬病疫苗**预计将于 2011 年投产，根据公司与浙江普康签订的《长期战略合作协议》，浙江普康二倍体狂犬病疫苗上市后将交由公司全国独家买断代理。

流感疫苗包括全病毒灭活疫苗、裂解疫苗和亚单位疫苗等品种，国产和进口产品均有销售。这三种疫苗的免疫原性和副作用相差不大。流感疫苗年销售额高达数十亿美元，潜在市场空间巨大。目前全球流感灭活疫苗产量约为每年 3~4 亿剂，仅能满足全球 5-6% 人口的需求，而我国季节性流感疫苗接种率还不到 2%，由此可见，未来流感疫苗市场具有非常广阔的发展空间。作为三种流感疫苗之一，公司产的**流感病毒裂解疫苗**还是比较有竞争力的。

七、营销网络广又深，提供坚实的营销保障

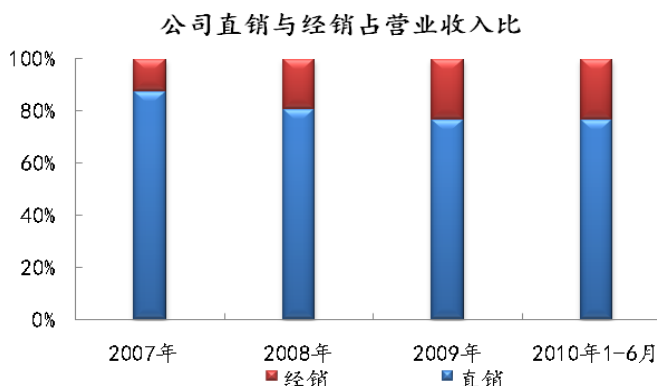
公司通过多年的努力，建设了一个行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系。主要特点如下：（1）专业营销：现有专业营销人员 366 名，每名营销人员服务约 330 万人口的市场，80% 以上营销人员具

有3年以上的疫苗营销和管理经验，负责维护销售渠道、宣传普及疫苗知识；（2）覆盖面广：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；（3）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；（4）网点密集：服务网点密集，网络基础扎实，覆盖到约12,000个乡镇、社区等基层预防接种门诊；（5）反应快速：网络反应速度快、执行力强，产品一旦投入市场便能迅速在全国各级疾控中心及接种网点铺开。

公司未来计划将办事处从现有的22个增加至47个，由省一级扩展到重点地市一级；覆盖广度上向大城市和西部地区扩张，深度上向现有基础较好市场的二、三级城市扩展，扩大目标疾控中心的数量，提高产品的覆盖率。营销团队人员配置将由现有的366人增加至496人；在全国30个省由现有的平均约330万人配备一名业务经理，达到平均约230万人配备一名业务经理。

具体到销售模式，公司是以直销为主，经销为辅。公司产品主要采用专业化推广的直销模式，即公司直接向各级疾控中心或医院供货。对于经销模式，公司与经销商签订合同，根据协商收取一定的保证金后，将公司的产品交由其经销。公司疫苗产品80%左右采取专业化推广的直销模式，营销渠道和客户资源由公司自身把控，营销优势非常明显。另外公司为扩大市场占有率，充分借助有资质和有实力的疫苗经营批发企业的销售网络拓展公司产品销售的覆盖范围，近年来经销的比重有所上升。

图8：2007年-2010年上半年公司直销和经销占营业收入比情况



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

八、募投项目将进一步提升公司核心竞争力

此次募集资金投资项目具体如下：

表5：公司募集资金投向

项目名称	投资金额	具体内容
北京绿竹生物制药有限公司产业化基地项目	38593.19万元	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 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、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗提供生产基地

注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目	11336.22 万元	拟购置先进机器设备、扩大生产场地条件投建符合国家新版 GMP 标准和 WHO 认证的注射用母牛分枝杆菌生产线。将注射用母牛分枝杆菌现有设计产能 200 万剂（实际产能 100 万剂）提高到技改后每年 500 万剂的生产能力，以满足产品应用范围由结核病的辅助治疗外扩大到哮喘等其他适应证的需要，项目建设周期为两年。
智飞生物疫苗研发中心项目	7659.5 万元	拟投建高标准的疫苗研发中心，建设用于疫苗产品开发的基础平台。建成后，将主要从事以下研发工作：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；ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗；13 价肺炎多糖蛋白结合疫苗；水痘疫苗；伤寒-副伤寒外膜蛋白疫苗；细菌性痢疾结合疫苗。
智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目	4949.25 万元	拟完善现有仓储物流基地和营销网络，主要包括：在全国 25 个城市建立营销办事处，将公司的营销办事处由现在的 22 个增至 47 个，营销人员由现在的 366 人增加至 496 人；建立智能化的企业信息化管理系统（ERP）；建设符合 GSP 标准的现代化疫苗仓储和物流基地；疫苗冷链运输系统。
其它与主营业务相关的营运资金项目	-	

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

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、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、Hib 疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗将各形成 1,200 万剂/年的生产能力，总产能 4800 万剂；微卡（注射用母牛分枝杆菌）产能将扩充到 500 万剂/年。

表 6：募投项目产能扩建规划（万剂/年）

主要产品	现有产能	新增产能
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	500	700
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	500	700
微卡	100	400
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗		1200
Hib 疫苗		1200
合计	1100	4200

数据来源：招股说明书

九、盈利预测和上市定价

（一）盈利预测前提

1. 2010 年公司及子公司重庆智仁减按 15% 的税率征收企业所得税；子公司绿竹制药 2009 年按 7.5% 的税率征收企业所得税，2010 年起按 15% 征收；安徽龙科马 2009-2011 年按 15% 征收所得税。

2. AC 群脑膜炎球菌 - b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗于 2012 年开始批量生产。

表7: 产品销售收入和毛利状况预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	58,092.89	71,477.20	101,022.36	145,035.00
增长率	0.86%	23.04%	41.34%	43.57%
毛利率	68.28%	69.89%	69.22%	68.64%
自主产品	22,353.54	31,281.18	44,331.23	63,659.96
增长率	136.10%	39.94%	41.72%	43.60%
毛利率	95.44%	95.07%	94.94%	94.65%
AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	4,502.70	5,853.51	7,785.17	10,509.98
增长率	108.40%	30.00%	33.00%	35.00%
毛利率	94.09%	94.00%	94.00%	94.00%
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	14,549.72	20,806.10	28,920.48	39,042.65
增长率	180.51%	43%	39%	35%
毛利率	96.47%	96.50%	96.50%	96.50%
微卡	3,301.12	4,621.57	7,625.59	14,107.34
增长率	55.69%	40%	65%	85%
毛利率	92.77%	90.00%	90.00%	90.00%
代理产品收入	35,739.36	40,196.02	56,691.13	81,375.04
增长率	-25.75%	12.47%	41.04%	43.54%
毛利率	51.30%	50.30%	49.10%	48.29%
Hib 疫苗	27,022.26	32,426.71	38,912.05	50,585.67
增长率	-9.98%	20.00%	20.00%	30.00%
毛利率	48.01%	48.00%	48.00%	48.00%
甲肝疫苗	7,132.71	7,632.00	7,632.00	7,632.00
增长率	-31.65%	7.00%	0.00%	0.00%
毛利率	61.99%	60.00%	60.00%	60.00%
AC 群脑膜炎球菌多糖疫苗	70.37	133.70	147.07	157.37
增长率	-	90.00%	10.00%	7.00%
毛利率	63.91%	54.36%	54.00%	54.00%
麻风二联	2.19	0.00	0.00	0.00
增长率	-	-	-	-
毛利率	70.78%	-	-	-
麻腮风三联	1,475.79	0.00	0.00	0.00
增长率	-	-	-	-
毛利率	58.57%	-	-	-
其他产品	36.04	3.60	10,000.00	23,000.00
增长率	-	-90.00%	277369.48%	130.00%
毛利率	70.75%	22.00%	45.00%	45.00%
其他业务收入	2,311.85	3,005.41	3,305.95	3,636.54
增长率	61.24%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	81.63%	80.00%	80.00%	80.00%
合 计	60,404.75	74,482.60	104,328.31	148,671.54
增长率	2.32%	23.31%	40.07%	42.50%

毛利率	68.79%	70.30%	69.56%	68.91%
-----	--------	--------	--------	--------

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）上市定价

我们预计公司2010-2012年实现摊薄后EPS分别为0.73元、1.01元和1.38元。考虑到公司领先的市场地位、逐步丰富的产品线和日益成熟的网络，我们给以公司2011年45倍的合理PE，对应股价为45.5元。

十、风险提示

核心技术人员流失的风险

产品替代风险

季节性风险

应收账款发生坏账的风险

产业政策变化风险

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	153	1800	1777	2128	
应收账款	72	77	131	165	
预付款项	60	70	117	156	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	4	27	16	46	
存货	30	21	52	54	
流动资产合计	319	1995	2094	2548	
长期股权投资	2	1	1	1	
固定资产	66	57	188	444	
在建工程	0	156	313	156	
无形资产	65	57	49	41	
长期待摊费用	16	8	0	0	
递延所得税资产	19	19	19	19	
非流动资产合计	168	299	570	662	
资产总计	487	2294	2664	3210	
短期借款	8	0	0	0	
应付票据	1	12	7	21	
应付账款	0	0	0	0	
预收款项	9	20	20	37	
应付职工薪酬	0	0	0	0	
应交税费	0	0	0	0	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	9	9	9	9	
流动负债合计	26	41	35	67	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	2	2	2	2	
预计负债	1	1	1	1	
递延所得税负债	7	7	7	7	
非流动负债合计	10	10	10	10	
负债合计	36	51	45	77	
股本	360	400	400	400	
资本公积	15	1494	1494	1494	
盈余公积	25	77	349	725	
未分配利润	52	272	376	515	
少数股东权益	0	0	0	0	
负债股东权益总计	487	2294	2664	3210	
每股净资产(元)	1.13	5.61	6.55	7.83	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	604	745	1043	1487	
营业成本	189	221	318	462	
营业税金及附加	10	13	18	25	
销售费用	106	133	194	277	
管理费用	42	56	80	117	
财务费用	0	(22)	(40)	(44)	
资产减值损失	1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	258	344	474	649	
营业外收入	3	0	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	261	344	474	649	
所得税费用	29	52	71	97	
净利润	232	292	403	552	
归属于母公司净利润	232	292	403	552	
少数股东损益	0	0	0	0	
EPS(元)	0.58	0.73	1.00	1.38	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	211	290	277	501	
投资活动现金流量	(43)	(156)	(313)	(156)	
筹资活动现金流量	(47)	1513	13	7	
现金及现金等价物净增加额	121	1647	(23)	351	
期末现金余额	153	1800	1777	2128	
每股经营活动现金流(元)	0.53	0.73	0.69	1.25	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	2.32%	23.31%	40.07%	42.50%	
营业利润增长率	20.78%	27.64%	37.93%	37.00%	
毛利率	68.79%	70.30%	69.56%	68.91%	
营业利润率	42.63%	46.12%	45.42%	43.66%	
净利率	38.34%	39.20%	38.60%	37.12%	
净资产收益率	51.27%	13.02%	15.38%	17.61%	
总资产收益率	53.38%	14.03%	16.28%	18.86%	
流动比率	12.22	48.61	59.04	38.08	
资产负债率	7.33%	2.21%	1.69%	2.38%	
所得税税率	15%	15%	15%	15%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。

相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。