

2010-09-21

智飞生物 300122.SZ

买断代理促增长，自主创新谋发展

◇ 报告起因：新股上市

◆公司专业经营疫苗产品，自主产品和代理产品相结合

重庆智飞生物制品股份有限公司成立于 2009 年 9 月，是由重庆智飞生物制品有限公司整体变更设立的股份公司，注册资本 36,000 万元，主要从事疫苗、生物制品的研发、生产和销售。公司拥有 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（注射用母牛分枝杆菌）等自主产品和 Hib 疫苗、甲肝减毒活疫苗等代理产品。公司本次拟上市发行 4,000 万股，占发行后总股本的 10%。2007 年、2008 年、2009 年营业收入分别为 49,243 万元、59,034 万元、60,405 万元，复合增长率为 10.8%，净利润分别为 15,201 万元、19,005 万元、23,159 万元，复合增长率为 23.4%。

◆公司坚持自主创新，自主产品比重增加带动综合毛利率上升

公司近三年综合毛利率分别为 57.9%、63.6%、68.8%，呈不断增长趋势，主要原因是毛利率较高的自主产品营业收入占比不断提高。自 2008 年公司自主产品上市以来，自主产品综合毛利率分别为 94.5%、95.4%，这主要是因为自主产品单位生产成本较低，成本控制较好，产品技术领先，产品售价相对较高。公司流脑产品采取国际领先的提糖工艺，在投料相同的情况下，能够大幅提高产量，相应大幅降低了单位生产成本。相较于其他同行业公司，本公司的适用的年龄范围更大，适用面更广，因此其售价相对较高。公司近三年独家买断代理产品综合毛利率分别为 57.6%、56.8%、51.3%，相对自主产品综合毛利率要低一些，且呈下降趋势。

◆盈利预测与估值

预计 2010-2012 年公司实现营业收入 7.49 亿元、10.34 亿元、13.44 亿元，实现净利润为 3 亿元、4.13 亿元、5.39 亿元，同比增长 29.6%、37.7%、30.4%，EPS 分别为 0.75 元、1.03 元、1.35 元。我们按照公司 2010 年业绩 53-55 倍的市盈率估价，智飞生物上市合理定价在每股 39.80 -41.30 元之间。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	590	604	749	1,034	1,344
净利润（百万元）	190	232	300	413	539
每股收益	0.48	0.58	0.75	1.03	1.35
每股自由现金流 (FCFF)	0.31	0.73	0.28	0.12	0.40
经营性 ROIC	35.40%	37.54%	37.07%	35.23%	35.26%
ROE（归属母公司）（摊薄）	71.16%	51.27%	14.00%	16.76%	18.70%

预计上市合理价 39.8 - 41.3 元

分析师：姚杰

（执业证书编号：S0930210030003）

021-22169153

yaoj@ebscn.com

发行数据

发行价格(元)	37.98-
发行规模(百万股)	40
发行后总股本(百万股)	400
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-09-13
主承销商	宏源证券股份有限公司
主要股东	蒋仁生
第一大股东持有比例(%)	62.00%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
总金额	

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

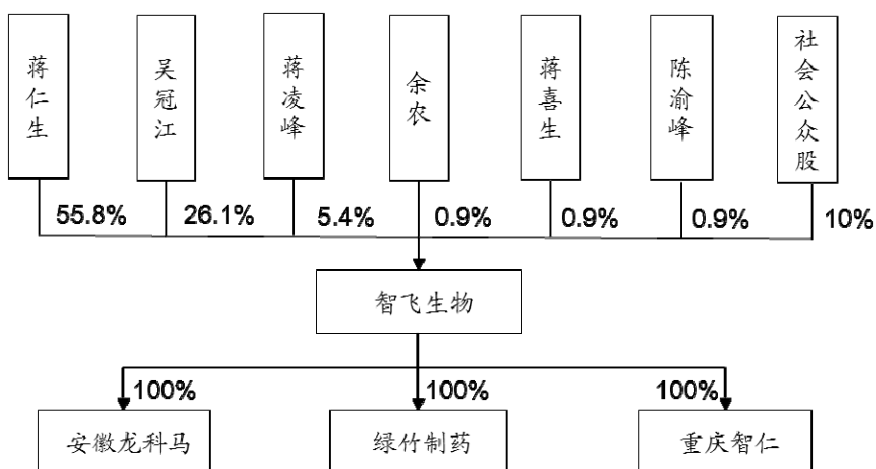
敬请参阅最后一页之重要声明。

1.0 公司概况

1.1 公司简介

重庆智飞生物制品股份有限公司成立于 2009 年 9 月，是由重庆智飞生物制品有限公司整体变更设立的股份公司，注册资本 36,000 万元，主要从事疫苗、生物制品的研发、生产和销售。公司拥有 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和微卡（注射用母牛分支杆菌）等在产产品。公司本次拟上市发行 4,000 万股，占发行后总股本的 10%，。公司控股股东、实际控制人是蒋仁生先生，持有公司上市后 55.8%的股权。

图 1. 公司上市后股权结构图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.2 公司主营业务

智飞生物主营业务为新疫苗的研发管理、自产产品的推广和代理产品的销售，重庆智仁主因业务为疫苗的买断代理销售，绿竹制药主营业务为疫苗的研发、生产和销售，已上市的产品有 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，安徽龙科马主营业务为疫苗和生物制品的研发、生产和销售，已上市产品为微卡（注射用母牛分支杆菌）。

近三年公司二类疫苗产品销售量占我国二类疫苗市场 11.0%、11.1%和 10.8%的份额，在国内民企疫苗企业中排名第一。公司 2009 年自产产品产量为 823 万剂，销售量为 657 万剂，产销率为 79.8%；代购产品采购量为 1,036 万剂，销售量为 1,052 万剂，购销率为 101.5%。2007 年、2008 年、2009 年营业收入分别为 49,243 万元、59,034 万元、60,405 万元，年复合增长率为 10.8%。

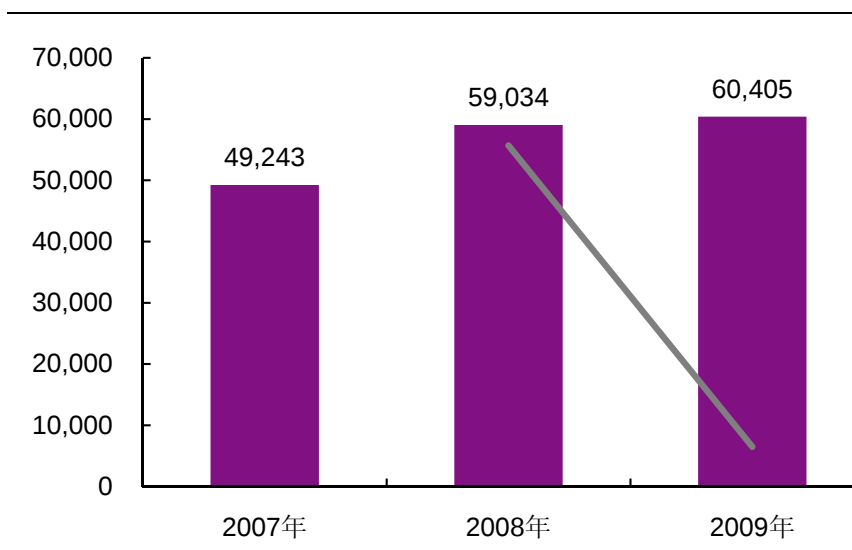
表 1. 公司主要产品及其用途

产品类别	疫苗品种	用途
自主产品	A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	用于同时预防 3 月龄以上人群 A 群 C 群脑膜炎球菌感染
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	用于同时预防 2 岁以上人群 A 群 C 群 Y 群 W135 群脑膜炎球菌感染
代理产品	微卡（注射用母牛分支杆菌）	用于肺结核的辅助治疗
	Hib 疫苗	用于预防 3 月龄以上人群 b 型流感嗜血杆菌感染
	甲肝减毒活疫苗	用于预防 1 岁半以上人群的甲型肝炎病毒感染

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 2. 公司近三年营业收入稳定增长

公司 2007-2009 年营业收入与年增长率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.0 疫苗行业分析

2.1 疫苗概念及产品介绍

根据《中华人民共和国药典》，疫苗属于生物制品中的预防制品类，它在大面积预防流行性传染病、保障人民健康方面发挥了巨大作用。疫苗是针对疾病的致病原或其蛋白（多肽、肽）、多糖或核酸，以单一实体或通过载体经免疫接种进入机体后，能诱导产生特异的体液和细胞免疫，从而使机体获得预防该病的自动免疫制剂。

疫苗与一般药物的不同特征如表 2:

表 2. 疫苗与一般药物的不同特征

项目	一般药物	疫苗产品
使用对象	医生开“小处方”，使用人群是病人个体（被动消费）	国家公共卫生机构开的“大处方”，使用对象是健康人群（主动消费）
使用原则	严格遵循病人知情同意原则	对纳入国家免疫规划的疫苗和紧急状态下开展的疫苗接种是一种政府行为，具有强制性
目的	治疗疾病或减轻病人症状	一般通过免疫机制预防疾病，也有以治疗为目的的治疗性疫苗
药物类型	包括天然药物、化学合成物、生物药品等各类型	均为生物制品
储运条件	一般无特殊要求	对环境温度敏感，其储存、运输和使用过程中需要特殊设备冷藏
作用	治疗或减轻疾病	只有通过疫苗才能彻底控制或消灭某一传染病，如天花等

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

我国从 1978 年起正式实施计划免疫，1988 年实现了以省为单位普及儿童免疫的目的，1990 年和 1995 年又分别实现了以县和乡为单位普及儿童免疫的目标。通过免疫规划的推广，纳入国家免疫规划体系的疫苗由原来的 6 种增加到 14 种，可以预防的传染病从乙肝、结核病等 7 种增加到了 15 种。

表 3. 我国一类疫苗种类

序号	疫苗种类	预防疾病种类	备注
1	乙型肝炎疫苗	乙型病毒肝炎	
2	卡介苗	结核	
3	脊髓灰质炎减毒活疫苗	脊髓灰质炎（小儿麻痹症）	原计划免疫疫苗
4	百白破疫苗（基础）	百日咳、白喉、破伤风	
5	白破疫苗（加强）	白喉、破伤风	
6	麻疹疫苗	麻疹	
7	麻腮风疫苗	麻疹、流行性腮腺炎、风疹	
8	A 群脑膜炎球菌多糖疫苗	流行性 A 群、C 群脑脊椎膜炎	2008 年 2 月后新增疫苗
9	A 群 C 群脑膜炎多糖疫苗		
10	乙脑减毒活疫苗	流行性乙型脑炎	
11	甲肝减毒活疫苗	甲型肝炎	
12	出血热双价纯化疫苗	出血热	2008 年 2 月后新增控制疫情用储备疫苗
13	炭疽减毒活疫苗	炭疽	
14	钩体灭活疫苗	钩体病	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.2 我国疫苗行业快速发展

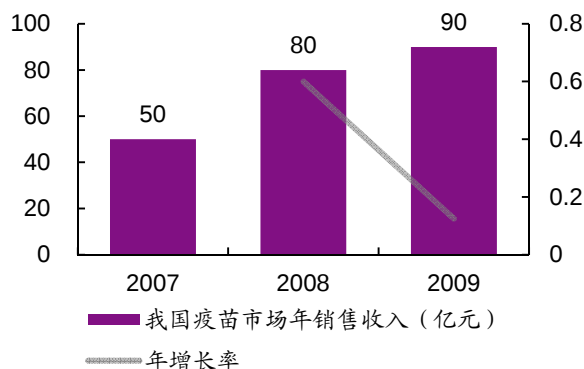
我国现有疫苗生产企业 30 多家，是全球最大的疫苗生产国之一，年产量超过 8 亿人份，是世界第三大疫苗市场。我国疫苗市场由一类疫苗（免

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。2007年、2008年、2009年我国疫苗市场规模分别达到50亿元人民币、80亿元人民币、90亿元人民币(数据来源:中国医药报)。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。

巨大的人口基数及品种更新换代是疫苗市场发展的基础,一类疫苗市场的主要消费对象是儿童,2008年我国新生儿达到1,608万人,由此可能开始我国历史上第三个婴儿潮,一类疫苗市场将具备较快增长前景。

图 3. 我国疫苗市场销售收入复合增长率为 34.2%

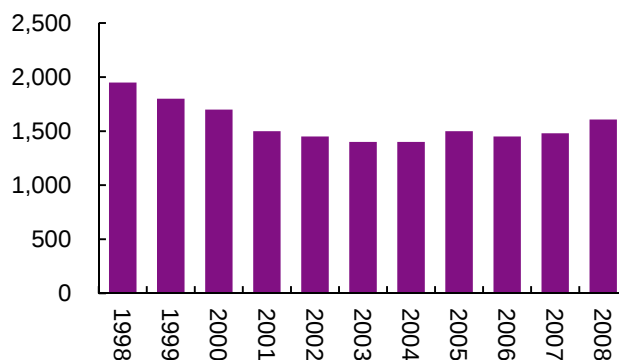
我国疫苗市场 2007-2009 年销售收入与年增长率



资料来源: 中国医药报, 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 4. 我国可能迎来第三个婴儿潮

1998-2008 年我国新生儿数量 (万人)



资料来源: 中国统计年鉴, 公司招股说明书, 光大证券研究所

2.3 疫苗行业利润水平相对较高

疫苗行业存在高投入、高风险、长周期等特点,因此决定了其高收益特征。虽然有原来越来越多的企业加入,疫苗产品由一家企业独家生产的情况逐渐被打破,但是由于疫苗行业的特殊性,以及进入壁垒较高,不会存在大量企业无序竞争的状况,因此疫苗行业的利润水平不会大幅下滑。

表 4. 国内已上市疫苗企业疫苗产品毛利率

公司	2007 年	2008 年	2009 年
华兰生物	-	67.3%	84.8%
天坛生物	70.6%	70.1%	69.2%
辽宁成大	90.8%	90.0%	86.9%

资料来源: 上市公司年报, 光大证券研究所

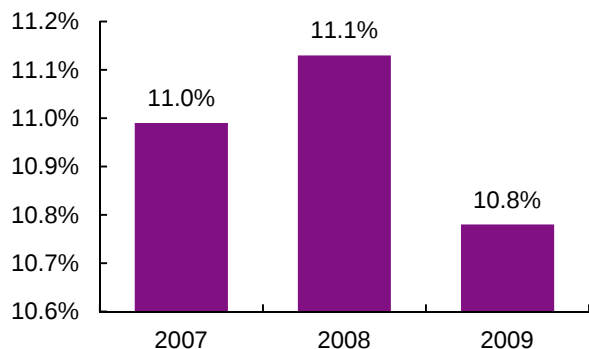
3.0 公司竞争地位

3.1 公司近三年市场占有率情况

公司销售的产品为二类疫苗，近三年的市场占有率比较稳定，在行业中的竞争地位较强，2007 年、2008 年和 2009 年公司疫苗销售量分别占我国二类疫苗市场份额的 11.0%、11.1%和 10.8%，在国内民营疫苗企业稳居市场排名第一。在细分市场上，按照 2009 年的市场占有率情况，公司自主产品 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗排第一，A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗排第二，独家买断代理产品 Hib 疫苗排第一，甲肝减毒活疫苗排名居于前列。

图 5. 公司二类疫苗市场占有率在民营企业中排第一

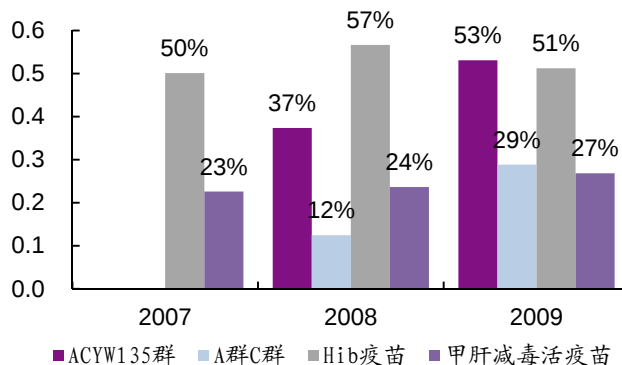
公司 2007-2009 年市场占有率情况



资料来源：中检所网站，中国医药报，光大证券研究所

图 6. 公司细分产品市场占有率均居前列

公司产品细分市场占有率具体情况



资料来源：中国医药报，公司招股说明书，光大证券研究所

3.2 公司主要竞争对手

目前本公司的主要竞争对手有浙江天元、云南沃森和无锡罗益。外资企业包括葛兰素史克、赛诺菲—巴斯德和默克。

表 5. 公司主要竞争对手基本情况与上市产品比较

公司名称	公司性质	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	产品数量合计
浙江天元	中资民营		✓		6
云南沃森	中资民营	✓			2
无锡罗益	合资	✓			2
赛诺菲-巴斯德	外资				5
葛兰素史克	外资				6
默克	外资				3
智飞生物	中资民营	✓	✓	✓	5

资料来源：各企业官方网站，中检所网站，公司招股说明书，光大证券研究所

3.3 公司竞争优势

自主和买断代理业务相结合的规模竞争优势

公司通过代理业务培育和发展了客户和市场,短时间内完成了企业初创阶段的初始资本和市场积累,做大了市场规模,也为企业发展提供了稳定的利润来源,增强企业抗风险能力,同时以自主产品谋发展,创效益,增强了企业长期发展的后劲和可持续发展的能力。公司一手抓市场,一手抓研发,牢牢掌握“微笑曲线”的两端,逐渐形成了“以成长促自主研发,以自主研发求成长”的业务发展模式。

研发市场化和研发成果产业化优势

公司目前拥有研发人员 68 人,拥有发明专利 6 项,正在申请的发明专利 5 项,非专利技术 19 项,正在从事的研发项目 16 个(自主研发 8 个,合作研发 8 个)。公司在坚持自主研发的同时,充分利用自身贴近市场的优势,加强与外部专业研发机构的市场化合作,联合行业内专业疫苗研发机构合作研发,从根本上解决了研究机构的很多研究成果难以满足市场需求,无法通过产业化实现经济效益,而疫苗生产企业的生产能力和销售网络缺乏产品和技术的持续支撑的问题。通过自主研发与合作研发相结合的产业化研发模式,极大降低了研发失败风险,提高了疫苗研发的成功率,节省了时间和资金,促进了研发成果的产业化和商品化,取得了显著的社会效益和经济效益。

行业内规模最大的营销网络体系优势

公司现有专业营销人员 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;公司营销网络覆盖全国 30 个省、自治区、直辖市,约 300 多个地市、2300 多个县区;同时多层贯通、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;并且服务网点密集,网络基础扎实,覆盖到约 12000 个乡镇、社区等基层预防接种门诊;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。目前公司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。

4.0 公司财务情况分析

4.1 公司资产周转能力较强

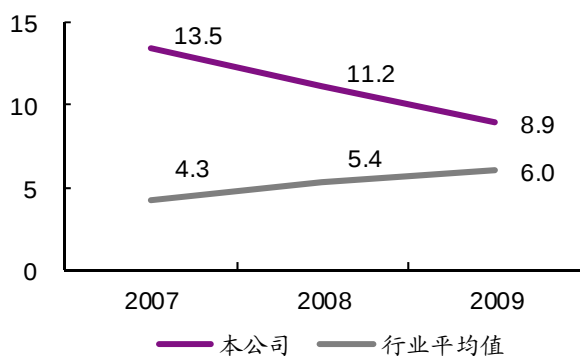
与同行业其他上市公司相比,公司应收账款周转率较高。公司在快速拓展市场空间的同时注重对应收账款的管理,制定了有效的管理制度和信用政策,确保应收账款回款情况保持在合理水平。近年来,由于公司主要客户各级疾控中心结算方式的逐步变化,而回款有 1-3 个月的账期,导致公司应收账款周转水平略有下降。

与同行业其他上市公司相比,公司存货周转率较高。一方面公司存在部分

独家买断代理业务，存货占用水平较低，另一方面公司在快速拓展市场空间的同时注重对存货的管理，制定了有效的存货管理制度，公司的存货周转能力较强。公司 2008 年收购绿竹制药和安徽龙科马后，拥有了三个自主研发的疫苗产品，由于疫苗生产周期一般为 6-10 个月，导致存货周转率有所下降。

图 7. 公司应收账款周转率高于行业平均值

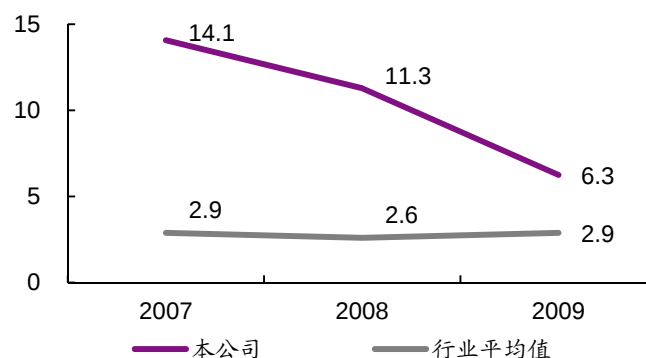
公司 2007-2009 年应收账款周转率与行业值比较



资料来源：上市公司公开资料，招股说明书，光大证券研究所

图 8. 公司存货周转率高于行业平均值

公司 2007-2009 年存货周转率与行业值比较



资料来源：上市公司公开资料，招股说明书，光大证券研究所

4.2 公司自主产品营业收入占比逐年提高

公司主营业务突出，从营业收入产品结构看，营业收入中自主产品收入占营业收入总额的比重逐年提高，收入结构逐年优化。2008 年、2009 年和 2010 年上半年公司自主产品占营业收入的比重分别为 16.0%、37.0%和 39.1%。这得益于公司自主创新的发展战略初见成效，研制出的新产品技术先进、质量可靠，适销对路，同时公司强大的营销网络为公司自主产品打开市场提供了高效便捷的渠道。

图 9. 公司自主产品营业收入占比逐年提高

公司自主产品和代理产品营业收入占比变化



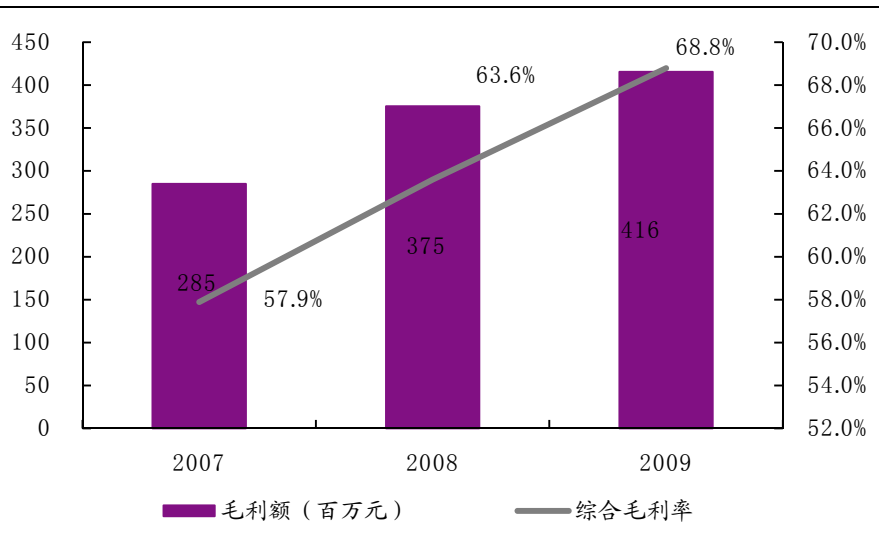
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

4.3 公司综合毛利率呈不断增长趋势

公司近三年毛利额复合增长率为 20.7%，额持续增长，综合毛利率分别为 57.9%、63.6%、68.8%，呈不断增长趋势。这主要原因是公司营业收入规模不断扩大且毛利率较高的自主产品营业收入占比不断提高所致。

图 10. 公司综合毛利率不断增长

公司近三年毛利额与综合毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

5.0 募集资金项目分析

公司本次拟向公众公开发行人民币普通股 4,000 万股，占发行后总股本的 10%，募集资金总额将根据询价结果最终确定，本次募集资金将投资于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 6. 募集资金项目（万元）

	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	38,593
2	注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目	11,336
3	智飞生物疫苗研发中心项目	7,650
4	智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目	4,949
5	其它与主营业务相关的营运资金项目	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

6.0 盈利预测与估值

预计 2010-2012 年公司实现营业收入 7.49 亿元、10.34 亿元、13.44 亿元，实现净利润为 3 亿元、4.13 亿元、5.39 亿元，同比增长 29.6%、37.7%、30.4%，EPS 分别为 0.75 元、1.03 元、1.35 元。我们按照公司 2010 年业绩 53-55 倍的市盈率估价，智飞生物上市合理定价在每股 39.80-41.30 元之间。

表 7. 公司营业收入分业务预测表（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	492	590	604	745	1,028	1,333
增长率		20%	2%	23.30%	37.97%	29.75%
毛利率	57.9%	63.6%	68.8%	69.8%	69.1%	69.4%
自主产品		95	224	303	405	540
增长率			136%	36%	34%	33%
毛利率		94.5%	95.4%	95.3%	94.6%	94.5%
代理产品	487	481	357	414	589	754
增长率		-1%	-26%	16%	42%	28%
毛利率	57.6%	56.8%	51.3%	50.2%	50.8%	50.6%
其他业务	5	14	23	28	33	40
增长率		168%	61%	20%	20%	20%
毛利率	85.0%	86.9%	81.6%	83.0%	83.0%	83.0%

资料来源：公司招股说明书 光大证券研究所

7.0 风险提示

产品质量事故风险

疫苗产品具有特殊性，主要用于健康人群，疫苗的接种存在给接种者带来不良反应等风险。公司有着多年成熟的疫苗生产工艺和经验，建立了严格的质量控制体系，疫苗产品生产、流通过程均严格按国家 GMP、GSP 要求进行，每年均按销售额的一定比例预提费用用于不良反应事件的防范处理。但由于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，接种过程中的操作疏漏也会对接种者造成影响，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，因此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。

市场竞争加剧风险

近年来我国经济不断增长，居民收入不断提高，免疫规划覆盖率不断扩大，国民疾病预防意识不断增强，我国疫苗行业呈现出快速发展势头。快速增长的疫苗市场需求吸引了众多国内外疫苗生产企业的进入和加大研发投入推出新的疫苗品种、扩大产能，如云南沃森、华兰生物、赛诺

菲-巴斯德、葛兰素史克等等。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。

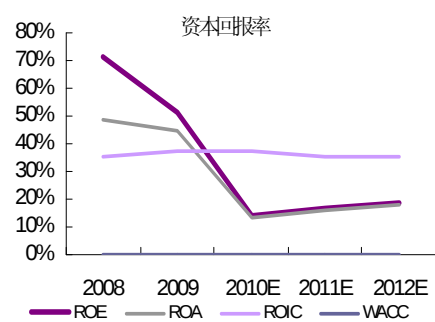
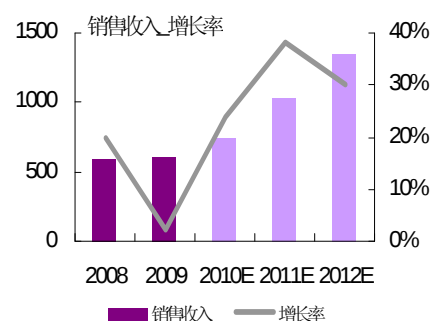
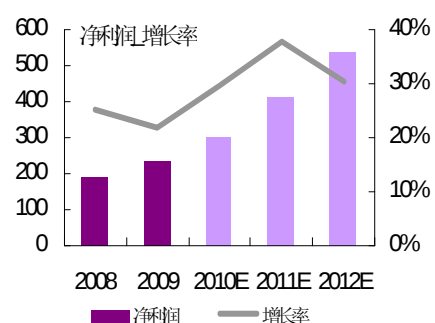
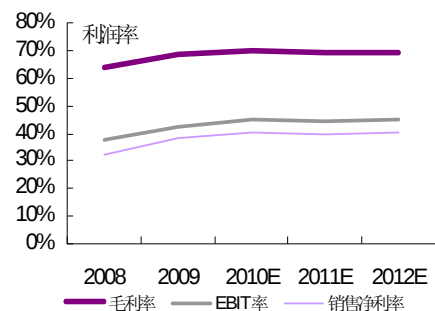
新产品研发失败风险

疫苗的研发从基础研究、产品开发到最终应用，涉及的学科范畴广泛，研发过程中的任何一个环节都关系着研发的成败，因此风险较高。疫苗产品作为一种特殊商品，从其开始研发到进入临床、获得生产许可、制造、销售、接种于人体的全过程都受到严格的特殊法律的规范、控制和管理，其中任何一个过程未能获得政府药监部门的许可均可导致新产品的研发终止。公司目前有 Hib 疫苗等 5 项新产品正在申请药品批准文号，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。

核心技术人员流失风险

目前，公司已经建立了一批从事病毒学、免疫学、基因工程、生物化学、药理、生理、毒理、病理、临床、生物医学、经济、财务、营销和管理等多学科的优秀专业技术人才，拥有研发人员 68 人，占公司员工总数的 11.68%。研发团队多次承担国家“863”项目、科技部重大专项等，拥有多项发明专利。随着企业间人才竞争的日趋激烈，可能存在公司核心技术人员流失的风险，并导致新产品技术的流失、研究开发进程放缓或暂时停顿的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	590	604	749	1,034	1,344
营业成本	215	189	225	320	417
折旧和摊销	9	14	18	26	37
营业税费	9	10	12	17	22
销售费用	109	106	125	171	219
管理费用	31	42	49	65	81
财务费用	0	0	-7	-16	-17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	221	258	345	477	623
利润总额	222	261	349	481	627
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	190.05	231.59	300.13	413.39	539.00

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	390	518	2,216	2,562	2,993
流动资产	255	348	1,973	2,195	2,513
货币资金	62	182	1,771	1,912	2,145
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	64	72	90	124	161
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	21	4	7	10	13
存货	31	30	36	51	67
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	68	66	131	231	325
无形资产	45	60	57	54	52
总负债	123	66	73	94	111
无息负债	118	58	73	94	111
有息负债	5	8	0	0	0
股东权益	267	452	2,144	2,467	2,882
股本	20	360	400	400	400
公积金	10	21	1,418	1,480	1,561
未分配利润	237	70	325	587	921
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	142	211	288	356	481
净利润	190	232	300	413	539
折旧摊销	9	14	18	26	37
净营运资金增加	134	43	100	225	248
其他	-192	-78	-131	-309	-344
投资活动产生现金流	-136	-43	-93	-150	-150
净资本支出	-64	-85	95	150	150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-72	41	-188	-300	-300
融资活动现金流	-81	-47	1,395	-65	-97
股本变化	17	340	40	0	0
债务净变化	5	3	-8	0	0
无息负债变化	-26	-60	14	22	16
净现金流	-76	120	1,589	140	233

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	19.88%	2.32%	24.00%	38.00%	30.00%
净利润增长率	25.03%	21.86%	29.59%	37.74%	30.39%
EBITDA 增长率	25.06%	17.54%	31.46%	36.63%	31.88%
EBIT 增长率	23.20%	16.12%	31.48%	36.17%	31.46%
盈利能力 (%)					
毛利率	63.60%	68.79%	70.00%	69.00%	69.00%
EBITDA 率	39.07%	44.88%	47.58%	47.10%	47.78%
EBIT 率	37.51%	42.57%	45.14%	44.54%	45.04%
税前净利润率	37.63%	43.16%	46.59%	46.50%	46.64%
税后净利润率 (归属母公司)	32.19%	38.34%	40.07%	39.99%	40.11%
ROA	48.72%	44.71%	13.54%	16.14%	18.01%
ROE (归属母公司) (摊薄)	71.16%	51.27%	14.00%	16.76%	18.70%
经营性 ROIC	35.40%	37.54%	37.07%	35.23%	35.26%
偿债能力					
流动比率	2.29	6.78	33.68	30.54	31.86
速动比率	201.35%	619.55%	3306.70%	2982.94%	3101.27%
归属母公司权益/有息债务	53.41	56.46	-	-	-
有形资产/有息债务	64.87	51.95	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.48	0.58	0.75	1.03	1.35
每股红利	0.00	0.00	0.23	0.31	0.40
每股经营现金流	0.35	0.53	0.72	0.89	1.20
每股自由现金流(FCFF)	0.31	0.73	0.28	0.12	0.40
每股净资产	0.67	1.13	5.36	6.17	7.21
每股销售收入	1.48	1.51	1.87	2.58	3.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。