

买入(首次)

智飞生物：稳健成长，持续发展的疫苗领跑者

目标价格：

50.50~53.42 元

当前价格：

41.79 元

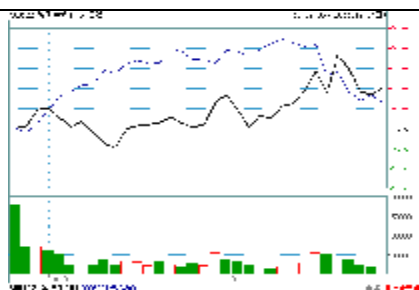
市场数据

医药生物指数（申万）	4864.23
三个月涨跌幅	13.81%
上证综合指数	2965.45
沪深 300 指数	3147.96

基础数据

每股净资产(元)	1.25
资产负债率(%)	12.81%
总股本(百万)	400
流通股(百万)	32

相对股价表现



相关研究

新股分析报告：智飞生物：二类疫苗龙头生产商

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

投资看点：

疫苗行业前景看好：疫苗行业虽是医药行业里的细分行业但却是一个最有发展潜力的行业。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，国内疫苗市场整体年均增长率将超过 15%。

疫苗行业寡头垄断竞争格局维持行业的高利润：疫苗行业的高门槛使得新进入者短时间难以进入，寡头垄断的竞争格局维持行业的高利润。

智飞生物看点多多：

1. 公司独创的“买断式”代理模式，将代理延伸到代理厂家的供应链管理等关键环节，和代理商结成战略联盟的战略伙伴关系。
2. 公司在自主研发的基础上不放弃代理，体现了公司稳健的经营作风，代理为公司提供生存的保障并为研发提供资金支持，为公司实现从代理走向自主研发的战略保驾护航。
3. 公司的营销能力是公司最大的亮点，作为一个从草根成长起来的二类疫苗民营企业将营销扎入基层，并构建了广阔的营销网络，公司“深度营销”的推进将进一步加强公司的市场控制能力。
4. 公司管理团队思路清晰，管理有道，是公司长期持续发展的坚实基础。公司上市募集资金超过 14 亿，超募 8 亿，推测公司将会通过收购产品或网络等方式实现公司从内生式成长转向内生式成长和外延式扩张并举的成长方式。

盈利预测和评级：维持公司上市新股分析中的盈利预测，EPS（摊薄）分别为 0.72、1.01 和 1.42 元。根据相对估值法，目前医药生物企业平均动态 PE 38.32X，行业中值 57.19X，给予公司 50X PE，按照公司 2011 年的盈利预测，公司未来六个月的目标价为 50.50 元；根据绝对估值法，公司的股价为 53.42 元首次给予“买入”评级。

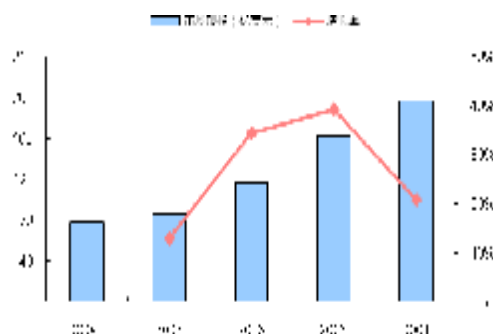
重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	492.43	590.3	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	1.39	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

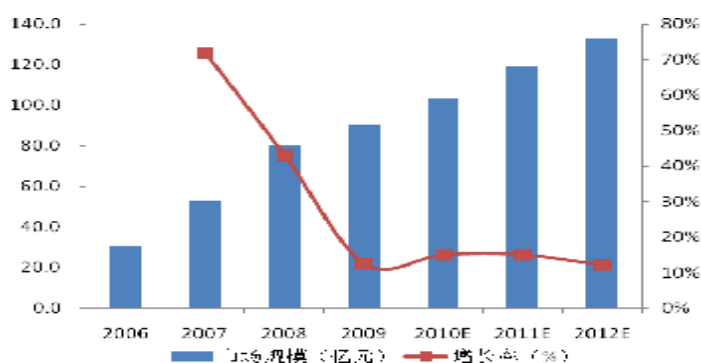
疫苗行业前景看好：其一，疫苗行业是国家鼓励的七大新兴产业之一，疫苗企业能得到政府的政策和资金扶持；其二，随着新医改和消费升级的深入，“预防为主”观念的不断强化，疫苗行业的市场容量将持续扩大，甚至在未来有可能出现爆发性增长。据调查 2009 年，b 型流感嗜血杆菌结合疫苗批签发总量为 2462.25 万剂，该疫苗的理论需求量为 6400 万剂，其供需缺口巨大；其三，就目前疫苗行业生产状况来看，疫苗的供应和需求还存在较大缺口，特别是有重大疫情爆发，疫苗往往供不应求；其四，随着疾病谱的改变，更多的新品疫苗将不断出现，疫苗将会从一个小行业逐渐变成大行业。

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

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

疫苗行业处于寡头竞争，利润空间大：从全球来看，疫苗行业处于寡头竞争的态势，安万特巴斯德，葛兰素史克，默克，辉瑞-惠氏四大巨头占据的全球市场份额大于 70%，CR4>70%，并且这种垄断竞争格局长期保持。

从全球市场折射到国内市场，国内市场也处于这种垄断竞争局面，每种疫苗的生产厂商相对固定，如 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib 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，智飞生物自主研发的 Hib 疫苗也即将上市，定位为高端市场的参与者。寡头竞争的形成和疫苗行业的特点有关。进入疫苗行业的技术、政策和资金门槛较高，研发投入大，研发周期长，二类疫苗的销售，尤其是新产品的市场导入对于企业的营销能力是一个巨大考验。

智飞生物的优势：

- 1. 智飞生物的“英国管家式”代理极具创新：**智飞生物是从代理开始进入疫苗行业的，但智飞生物的代理并不同于普通的一般代理模式，用公司自己的语言是“买断式代理”，但我们更愿意用“英国管家式”代理来描述智飞生物这种创新性的代理模式。智飞生物的代理模式不仅仅是产品的单一代理，它的代理还包括安排代理企业产品的定价，营销，生产调度，等方方面面。整个代理深入到代理企业的供应链安排，定价策略，营销策略等企业运营的关键部位。因此，从这个意义上说，智飞生物不是代理企业的一个普通“代理商（Agent）”，而更是一个战略“合作者（Partner）”。这种远超一般的紧密“代理”关系，让智飞生物在代理企业那里有不可替代的作用，如果代理企业要更换“代理商”将要付出相当高的转换代价。
- 2. 智飞生物的营销能力优势明显：**智飞生物作为二类疫苗企业的生产商和代理商，二类疫苗的销售特性就让智飞生物从一开始就必须具备较强的营销能力。作为从“草根”生长起来的民营企业，在没有政策和资金支持的下，智飞生物把兰州所的 Hib 疫苗销售带到场份额在最近三年分别为 50.13%，56.68%，51.22%，占据了整个 Hib 市场的半壁江山。

智飞生物的营销人员 80% 具有 3 年以上疫苗销售经验，并且有专职人员提供 24 小时售后服务，如果出现接种的异常反应，专业人员将 3 小时之内到场，种种营销手段打造了智飞生物的强大营销和管理能力，这种能力将继续在智飞生物今后的发展中起到至关重要的作用。

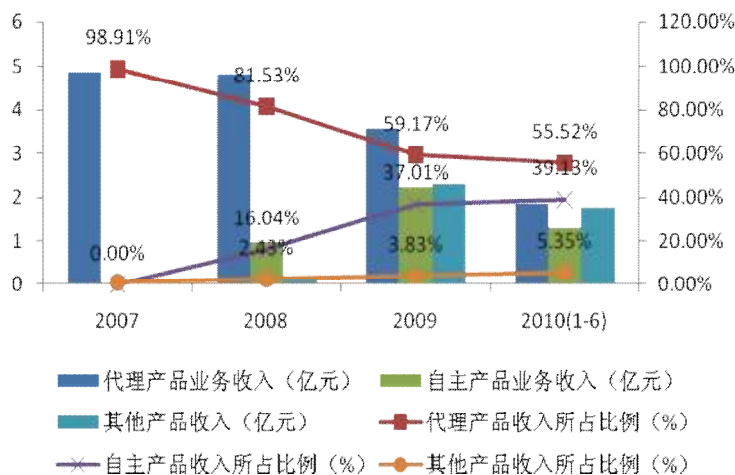
- 3. 智飞生物管理团队思路清晰，管理有道：**在整个智飞生物的成长中，智飞生物管理团队对公司的发展思路清晰，管理有道。

在公司的发展战略上，公司正遵循着从代理→代理为主+自主为辅→自主为主+代理为辅的发展模式，内生式成长→内生式成长+外延式扩张的战略进行发展。整个发展战略稳健，有节奏。

公司在起步阶段从代理开始，在建立好营销网络和营销内功的前提下，提出了自主研发的发展思路。公司在未上市之前，扎实的代理业务为公司带来稳定的现金流，稳定的现金流支持着公司的研发费用，保证了公司稳定的发展和持续的研发投入，

管理层战略意图代理→代理为主+自主为辅顺利实施。此阶段公司还处于缓慢的内生式成长阶段。

图 3：2007-2010（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

公司上市之后，拥有更强的融资能力，公司更有实力，速度更快的提升自主研发和经营的能力，公司通过外延式扩张的战略，如通过购买中间技术，研发产品，销售网络来得以实施是值得期待的。

在公司的管理上，公司目前正在积极梳理品牌结构，公司的产品将统一在“智飞”的品牌之下，统一的品牌对于公司在消费者心里树立品牌形象更为容易和有力，强大的品牌构建有助于智飞生物产品的销售。

在公司的研发上，预计公司每年会适时推出新产品。公司的研发战略将沿着序列化和集成化两条主线进行。序列化，即公司将在某一类疫苗实现全系列覆盖，这对于公司在某细分市场强大品牌十分有利；集成化，即公司将具有相同特性的疫苗如多糖结合疫苗在同一个研发平台进行研发，提高研发效率，加快研发速度，节约研发成本。

另外在产品线上公司也将从儿童疫苗向成人疫苗（肺炎，流感疫苗）拓展，随着国家医保覆盖范围的扩大和收入倍增计划的实施，成人疫苗进入医保的可能性和市场前景都十分乐观。

在公司的营销上，公司提出“深度营销”的概念，一方面公司强调基层营销的重要性，坚定深入基层的策略，和基层亲密接触，更加贴近消费者，因此公司在营销人员培养上更看重的是个人品质而不是“唯学历”。另一方面，公司强调产品的“深入”，不仅仅是产品和营销人员到达基层，而是强调产品的“深入人心”。对于第二点，公司正在持续努力中。

预测：公司此次上市，扣除发行费用等，实际募集资金 14.3 亿，超募 8 亿，估计如果公司要加强研发能力和构建更为广阔的营销网络，进行一些并购十分可能，这也符合公司外延式扩张的需求。

风险提示：公司主要生产和代理二类疫苗的生产商，随着社会的发展，存在某些二类疫苗可能会变成一类疫苗的可能性，降低公司利润。

公司有产品在研，存在研发失败的风险。

公司有产品在报批，存在报批失败或批准时间时间不确定风险。

盈利预测：维持公司上市新股分析中的盈利预测，EPS（摊薄）分别为 0.72, 1.01 和 1.42 元。

盈利预测具体假设如下：

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。

表 1 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

公司估值：

(1) 绝对估值：FCFF 法

根据 FCFF 估值模型计算，公司合理价值为 53.42 元。

估值参数假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	3.41%
市场组合报酬率 Rm	8%
有效税率 Tx	15.00%
β 系数	1.2
债务资本成本 Kd	5.73%
债务资本比重 Wd	15.00%
股权资本成本 Ke	5.92%
WACC	8.31%

WACC	永续增长率(g)										
WACC	1.55%	1.71%	1.88%	2.07%	2.27%	2.50%	2.75%	3.03%	3.33%	3.66%	4.03%
5.16%	95.91	99.75	104.38	110.07	117.18	126.28	138.27	154.70	178.47	215.68	281.85
5.68%	82.77	85.60	88.98	93.06	98.08	104.34	112.36	122.93	137.41	158.36	191.17
6.24%	71.69	73.79	76.28	79.25	82.83	87.24	92.75	99.80	109.09	121.81	140.23
6.87%	62.27	63.84	65.68	67.86	70.46	73.60	77.46	82.29	88.46	96.60	107.75
7.56%	54.20	55.38	56.76	58.36	60.26	62.53	65.28	68.65	72.86	78.26	85.36
8.31%	47.26	48.15	49.18	50.37	51.77	53.42	55.40	57.79	60.72	64.38	69.07
9.14%	41.26	41.93	42.70	43.59	44.62	45.84	47.27	48.98	51.05	53.59	56.76
10.06%	36.06	36.56	37.14	37.80	38.57	39.46	40.51	41.74	43.22	45.00	47.19
11.06%	31.53	31.91	32.34	32.83	33.40	34.06	34.83	35.72	36.78	38.05	39.58
12.17%	27.57	27.86	28.18	28.55	28.98	29.46	30.03	30.68	31.44	32.35	33.43
13.38%	24.12	24.33	24.58	24.85	25.17	25.53	25.94	26.42	26.97	27.62	28.39

资料来源：公司公告，德邦研究

(2) 相对估值：PE 法

根据绝对估值法，目前医药生物企业平均动态 PE 58X，给予公司 50X PE，按照公司 2011 年的盈利预测，公司未来六个月的目标价为 50.50 元。

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 $\geq 20\%$
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。