

**生物制品 II**
**智飞生物 (300122.SZ) / 35.15 元**
**营销改善，未来新产品投放市场业绩有望恢复增长**

证券分析师： 廖万国  
执业编号： S0360210100002

联系人： 胡朝凤  
Tel: 010-59370816  
Email: huchaofeng@hczq.com

**事 项**

2010年公司实现营业收入7.37亿元，同比增长22.06%；净利润2.57万元，同比增长10.88%，每股收益0.69元（按照发行后的股本EPS为0.64元），低于预期。公司推出每10股派发现金红利2元(含税)的利润分配预案。

公司计划使用超募资金36,166.87 万元投资全资子公司北京绿竹生物制药的年产3000 万支A 群、C 群脑膜炎Hib 三联结合疫苗的产业化项目。

**主要观点**

一、**主营业务增速放缓，低于市场预期。**公司实现净利润2.57万元，同比增长10.88%，每股收益0.69元，低于预期。**代理产品：**实现营业收入4.45亿元，同比增长24.68%。其中Hib疫苗收入同比增长53.67%；**自主疫苗：**实现营业收入2.64亿元，同比增长17.26%，四价流脑同比增长37%。2010年综合毛利率62.80%，同比下降5.48个百分点。期间费用率21.72%，下降2.7个百分点。净利率34.83%，同比下降3.51个百分点。由于全国麻疹强化免疫致公司疫苗销售受到影响，为保持市场份额，对部分信用较好的客户适当延长了结算周期导致应收账款同比增长315.28%。

二、**2011年看点：营销改善，老产品保持快速增长，新产品上市放量。**

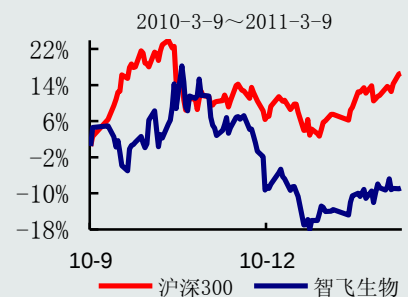
- **受益营销体系改善，业绩有望恢复增长。**公司将实行差异化的市场营销策略，由省到重点地市一级，并加大基础较好的二、三级城市市场，扩大目标客户数量，有望提高产品的覆盖。
- **老产品四价流脑、Hib市场缺口仍然较大，**微卡疫苗哮喘新适应症正在报批，通过后该疫苗的市场需求将由500万剂扩大到3000万剂，价格也将有所提高，公司营销改善后；老产品有望焕发新活力。
- 今年有望获得预灌装Hib疫苗的生产批件，该产品定位高端将和公司代理的兰州所的Hib形成错位销售，完善HIB疫苗产品线。
- 公司计划使用超募资金投资全资子公司北京绿竹生物制药的年产3000 万支A 群、C 群脑膜炎Hib 三联结合疫苗的产业化项目。预计公司A群C群脑膜炎-Hib三联结合疫苗产品2013年上市有望独步市场，理论市场容量约86亿元，空间较大且附加值较高，前景看好。
- 受药监部门新药监管要求提高，预计未来新疫苗投放市场的速度会有所放缓，但2011 年-2013 年仍将有3 个疫苗品种有望获得药品批准文号和上市销售，分别为AC多糖、Hib 疫苗和AC-Hib 三联结合疫苗。

**投资评级**

投资评级： 推荐  
评级变动： 维持

**公司基本数据**

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(万股)       | 40000       |
| 流通A 股/B 股(万股) | 4000/0      |
| 资产负债率(%)      | 3.06        |
| 每股净资产(元)      | 5.35        |
| 市盈率(倍)        | 54.75       |
| 市净率(倍)        | 6.57        |
| 12 个月内最高/最低价  | 46.11/31.36 |

**市场表现对比图(近 12 个月)**


资料来源：港澳资讯

**相关研究报告**

- 《我国二类疫苗的优势企业，未来增长空间较大》 2011-02-25
- 《二类疫苗的长跑领军者》 2010-10-28

三、投资建议：推荐（维持）。公司公司专营于疫苗产品，销售和研发实力优势明显，新产品将逐渐投放市场，具有良好的成长性。且未来不排除公司通过合作等方式发展新的疫苗，丰富二类疫苗产品线，我们预测2011/2012/2013年EPS 0.85/1.14/1.41元，对应PE为43X/32X/25X，维持“推荐”评级。

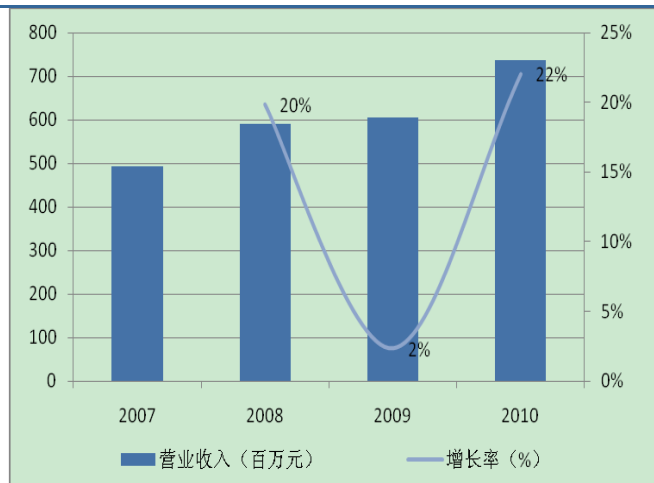
四、风险提示：1）新产品投放市场进度达不到预期。2）未来部分疫苗有可能纳入一类苗，有可能会影响公司高端产品的销售。

### 一. 业绩增长放缓，低于市场预期

2010年公司实现营业收入7.37亿元，同比增长22.06%；净利润2.57万元，同比增长10.88%，每股收益0.69元（按照发行后股本计算为0.64元），低于预期。公司推出每10股派发现金红利2元(含税)的利润分配预案。

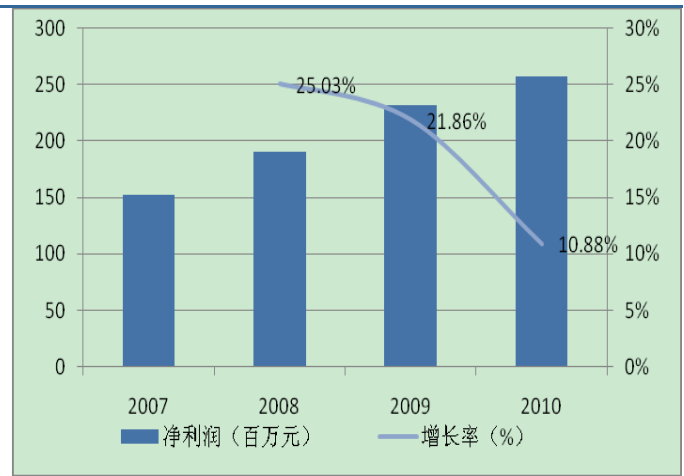
公司2010年4季度单季实现营业收入2.65亿元，同比增长42.79%；净利润8367万元，同比增长7.17%，每股收益0.21元。

图1 公司2010年收入增长22%



资料来源：华创证券研究所

图2 公司2010年净利润增长11%

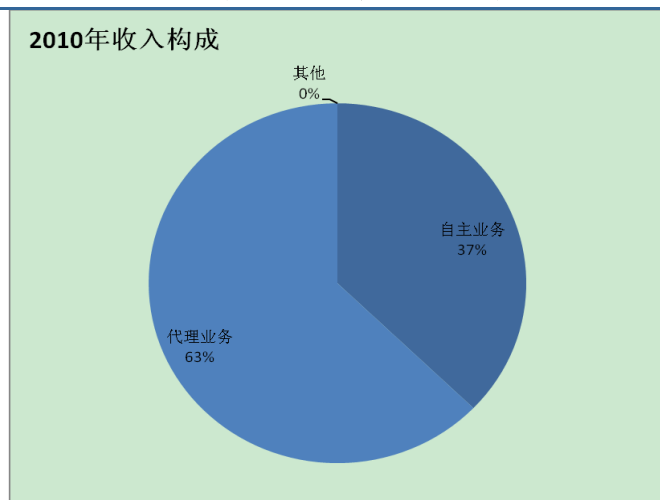


资料来源：华创证券研究所

### 1.1 分业务分析

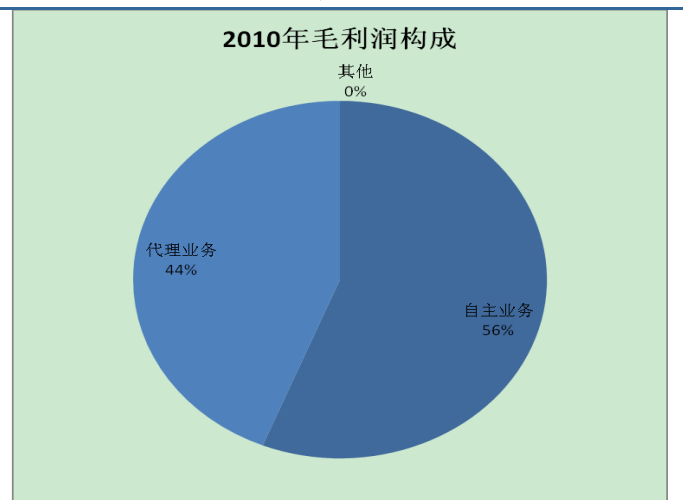
2010年公司主营业务收入7.09亿元，其中代理业务占比63%，自主业务占比37%；2010年公司实现毛利4.45亿元，其中自主业务占比达到56%。

图3 公司2010年自主业务收入增速下降



资料来源：公司公告、华创证券研究所

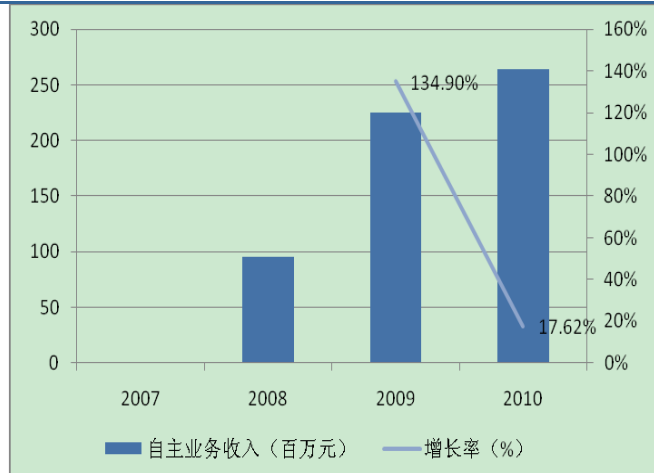
图4 公司自主疫苗毛利率



资料来源：公司公告、华创证券研究所

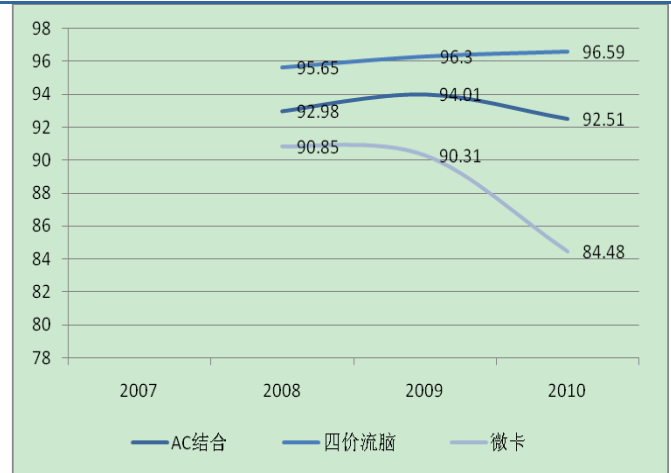
2010年自主疫苗实现销售收入2.64亿元，同比增长17.26%，毛利率94.47%，毛利率基本稳定。其中，微卡疫苗毛利下降了5.83个百分点。

图5 公司2010年自主业务收入增长17.6%



资料来源：华创证券研究所

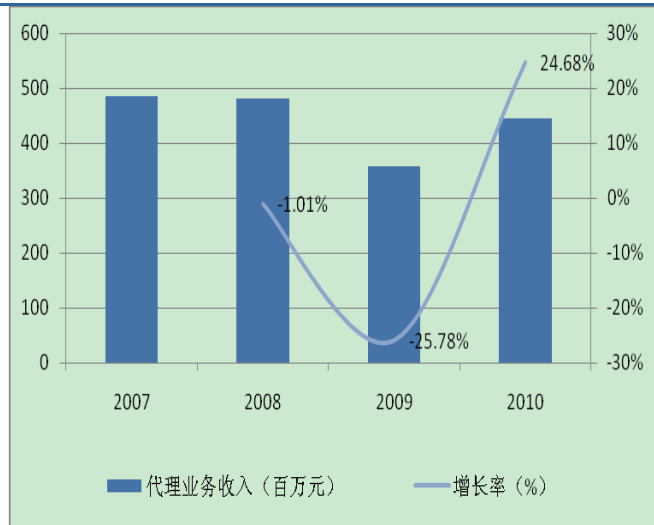
图6 公司自主疫苗毛利率



资料来源：华创证券研究所

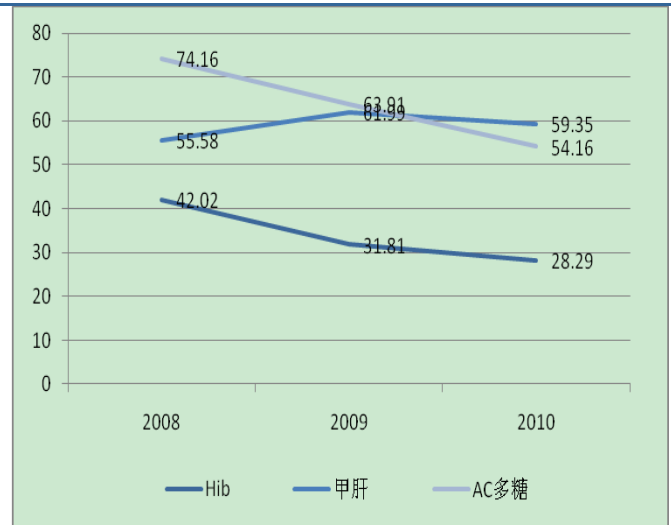
五个主要的代理疫苗Hib、AC多糖、甲肝、麻风二联、麻腮风三联共实现销售收入4.45亿元，同比增长24.68%。其中Hib疫苗毛利率下降3.52个百分点，甲肝疫苗的毛利率下降了2.62个百分点，AC多糖毛利率下降了9.75个百分点。

图7 公司2010年代理业务收入增长24.68%



资料来源：华创证券研究所、招股书

图8 公司代理疫苗产品毛利率 (%)



资料来源：华创证券研究所、招股书

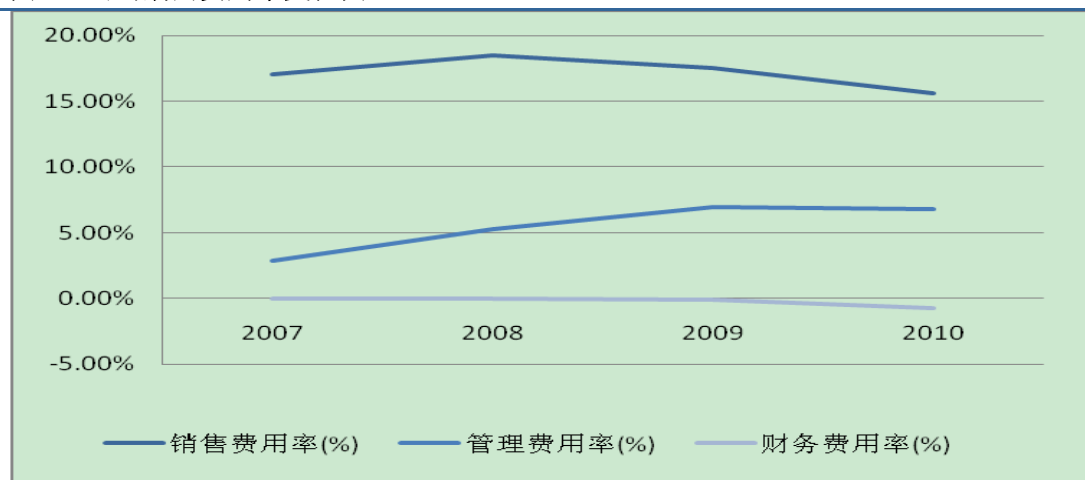
## 1.2综合毛利率下降，期间费用率下降，经营质量良好

2010年公司综合毛利率62.80%，同比下降5.48个百分点。我们分析认为有可能是公司疫苗业务各地价格不均衡导致，一些价格较低的区域增长较快导致毛利率的下降。

公司销售费用率15.63%，同比下降1.89个百分点，我们分析认为是09年公司对自主产品销售做了大量的工作，导致销售费用基数较大引起的。管理费用率6.81%，同比下降0.15个百分点，保持稳定。财务费用率-0.72%，同比下降0.67个百分点。期间费用率21.72%，下降2.7个百分点。

应收账款应收账款期末余额29843.92 万元，比上年同期余额7186.46 万元增加315.28%，主要原因是销售增加的同时，受全国麻疹强化免疫的影响，疫苗销售受到一定影响，为保持市场份额，对部分信用较好的客户适当延长了结算周期所致。

图9 公司期间费用率变化图



资料来源：华创证券研究所、招股书

## 二、2011年看点：老产品保持稳定增长，新产品逐步上市。

- **受益营销体系改善，业绩有望恢复增长。**深耕细作现有市场，全面、全时、无缝覆盖基层。公司将实行差异化的市场营销策略，由省级城市逐步发展到重点地市一级，并加大基础较好的二、三级城市市场，扩大目标客户数量，提高产品的覆盖率，预计新老产品上市后受益营销体系的改善，有望加快增长步伐。
- **老产品增长依旧有动力。**老产品四价流脑、Hib疫苗市场缺口仍然较大，且生产企业较少，市场竞争小，随着家长防疫意识的加强，预计这部分增量市场会逐步得到释放；微卡疫苗哮喘新适应症正在报批，通过后该疫苗的市场需求将由500万剂扩大到3000万剂，价格也将有所提高，老产品有望焕发新活力。

图10 HIB、四价流脑疫苗市场分析

| 疫苗   | 理论市场需求  | 10年实际批签发量 | 市场缺口    | 竞争企业                     |
|------|---------|-----------|---------|--------------------------|
| Hib  | 4800万人份 | 1000万人份   | 3800万人份 | 华兰生物、沃森生物、智飞生物           |
| 四价流脑 | 4800万人份 | 2400万人份   | 2400万人份 | 沃森生物、兰州生物、默克、GSK、赛诺菲-巴斯德 |

数据来源：华创证券研究所、中检所。关键假设：我国每年新生儿1600万，每人接种3针疫苗。

- **Hib疫苗有望获得生产批件。**今年有望获得Hib疫苗的生产批件，预计定价较高，目前公司代理的产品终端价格较低，新产品定位高端将和公司代理的兰州所的Hib形成错位销售，目前公司营销有所改善，未来新产品上市后有望快速放量。
- **多联疫苗市场空间较大，前景看好。**公司计划使用超募资金36,166.87 万元投资全资子公司北京绿竹年产3000 万支A 群、C 群脑膜炎Hib 三联结合疫苗的产业化项目。公司A群C群脑膜炎-Hib三联结合疫苗产品已经完成III期临床，开始报批生产批件，目前国内尚无该产品的报导，预计两年后上市有望独步市场，按照180元/支，我国1600万新生

儿每人使用3支计算，理论市场容量约86亿元，空间较大，前景较好。

附加值较高：目前市场上销售的AC多糖结合疫苗价格在50元，HIB疫苗价格在26元/支，目前公司的A 群、C 群脑膜炎Hib三联苗定价180元/支，附加值增加，该产品投产后公司的盈利能力有望得到提升。

可减少儿童注射疫苗的次數和痛苦，预计家长市场认知度较高，可部分替代AC结合疫苗、Hib疫苗。我们分析认为：未来AC结合、Hib等疫苗有可能会纳入一类苗的范围，这样国家采购价格降低，有可能会有分流部分市场。但是短期看，三联苗替代普通疫苗的趋势明显。而且我们认为公司一旦掌握多联疫苗的相关技术，未来有可能研制更多的多联疫苗，以技术进步抢占市场份额。

- **未来多个疫苗叠加式投放市场，持续增长值得期待。**由于监管层对新药审批更加审慎，公司疫苗的研发进展受到影响，预计未来新疫苗投放市场的速度会有所放缓，未来产品的叠加效应会放缓。但长期看这也有利于肃清行业不规范行为，提高优质企业的核心竞争力，利于公司的长远发展。

**三、投资建议：推荐（维持）。**公司公司专营于疫苗产品，销售和研发实力优势明显，新产品将逐渐投放市场，具有良好的成长性。且未来不排除公司通过合作等方式发展新的疫苗，丰富二类疫苗产品线，我们预测，2011/2012/2013年EPS 0.85 /1.14/1.41元，对应PE为43X/32X/25X，维持“推荐”评级。

**四、风险提示：**1) 新产品投放市场进度达不到预期。2) 部分疫苗纳入一类苗之后，有可能会影响公司高端产品的销售。

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2010 | 2329  | 2661  | 3123  |
| 现金             | 1616 | 2078  | 2390  | 2818  |
| 应收账款           | 298  | 145   | 172   | 205   |
| 其它应收款          | 6    | 11    | 7     | 8     |
| 预付账款           | 13   | 50    | 41    | 35    |
| 存货             | 76   | 46    | 51    | 58    |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 199  | 233   | 273   | 297   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 72   | 65    | 60    | 54    |
| 无形资产           | 69   | 87    | 97    | 108   |
| 其他             | 58   | 81    | 116   | 135   |
| <b>资产总计</b>    | 2209 | 2562  | 2933  | 3420  |
| <b>流动负债</b>    | 52   | 64    | 46    | 41    |
| 短期借款           | 0    | 4     | 4     | 3     |
| 应付账款           | 1    | 3     | 2     | 2     |
| 其他             | 51   | 57    | 40    | 37    |
| <b>非流动负债</b>   | 16   | 14    | 15    | 15    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 16   | 14    | 15    | 15    |
| <b>负债合计</b>    | 68   | 78    | 61    | 56    |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 400  | 400   | 400   | 400   |
| 资本公积金          | 1408 | 1408  | 1408  | 1408  |
| 留存收益           | 334  | 676   | 1065  | 1556  |
| 归属母公司股东权益      | 2142 | 2484  | 2873  | 3364  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2209 | 2562  | 2933  | 3420  |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 54   | 444   | 365   | 479   |
| 净利润            | 257  | 342   | 457   | 582   |
| 折旧摊销           | 17   | 14    | 15    | 15    |
| 财务费用           | -5   | -55   | -67   | -78   |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -222 | 144   | -41   | -40   |
| 其它             | 8    | -0    | 0     | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -39  | -44   | -48   | -37   |
| 资本支出           | 52   | 30    | 30    | 20    |
| 长期投资           | 0    | -0    | 0     | -0    |
| 其他             | 12   | -15   | -18   | -17   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1419 | 62    | -4    | -15   |
| 短期借款           | -8   | 4     | -0    | -1    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 40   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1393 | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -6   | 58    | -3    | -13   |
| <b>现金净增加额</b>  | 1434 | 462   | 313   | 427   |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 737  | 948   | 1225  | 1533  |
| 营业成本            | 269  | 378   | 476   | 575   |
| 营业税金及附加         | 11   | 10    | 10    | 10    |
| 营业费用            | 115  | 152   | 184   | 238   |
| 管理费用            | 50   | 62    | 83    | 103   |
| 财务费用            | -5   | -55   | -67   | -78   |
| 资产减值损失          | 3    | 3     | 2     | 3     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 294  | 399   | 537   | 684   |
| 营业外收入           | 9    | 6     | 7     | 7     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 303  | 405   | 543   | 690   |
| 所得税             | 46   | 63    | 86    | 108   |
| <b>净利润</b>      | 257  | 342   | 457   | 582   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 257  | 342   | 457   | 582   |
| EBITDA          | 305  | 358   | 484   | 621   |
| EPS（元）          | 0.64 | 0.86  | 1.14  | 1.46  |

主要财务比率

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 22.1%  | 28.6%  | 29.1%  | 25.2%  |
| 营业利润           | 14.1%  | 35.9%  | 34.4%  | 27.4%  |
| 归属母公司净利润       | 10.9%  | 33.3%  | 33.6%  | 27.4%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 63.5%  | 60.1%  | 61.1%  | 62.5%  |
| 净利率            | 34.8%  | 36.1%  | 37.3%  | 38.0%  |
| ROE            | 12.0%  | 13.8%  | 15.9%  | 17.3%  |
| ROIC           | 44.5%  | 65.9%  | 75.9%  | 87.3%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 3.1%   | 3.0%   | 2.1%   | 1.6%   |
| 净负债比率          | 0.00%  | 5.55%  | 6.78%  | 5.02%  |
| 流动比率           | 38.60  | 36.36  | 58.13  | 75.62  |
| 速动比率           | 37.13  | 35.65  | 57.03  | 74.23  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.54   | 0.40   | 0.45   | 0.48   |
| 应收账款周转率        | 4      | 4      | 8      | 8      |
| 应付账款周转率        | 255.95 | 185.91 | 202.85 | 317.40 |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.64   | 0.86   | 1.14   | 1.46   |
| 每股经营现金         | 0.14   | 1.11   | 0.91   | 1.20   |
| 每股净资产          | 5.35   | 6.21   | 7.18   | 8.41   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 57.53  | 43.16  | 32.30  | 25.36  |
| P/B            | 6.90   | 5.95   | 5.14   | 4.39   |
| EV/EBITDA      | 43     | 37     | 27     | 21     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 利益冲突披露事项

## 华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801