

医药生物行业+公司首次覆盖

多重因素推动流感疫苗渗透率提升，存量厂商具备较强先发优势

增持（维持）

2023年05月21日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书：S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

研究助理 张坤

执业证书：S0600122050008

zhangk@dwzq.com.cn

关键词：#消费升级

投资要点

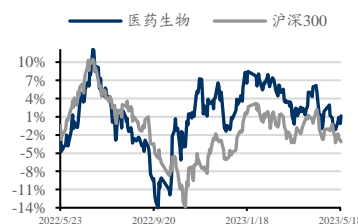
■ **多重因素推动流感疫苗渗透率提升，市场空间广阔：**接种流感疫苗是预防流感最有效的手段，需每年接种，创新4价疫苗具备更广的保护范围。中国流感疫苗渗透率处于较低水平，2020-2021年流感季中国流感疫苗接种率仅为3.3%，美国则为48.4%。我们认为当前节点多重因素推动中国流感疫苗渗透率持续提升：①居民收入水平与支付能力持续提升，对流感疫苗接种必要性与作用的认识提高，特别是新冠疫情进一步催化群众对呼吸道传染病的重视，同时2023年Q1多地散发的甲流疫情有望推动今年成为流感大年；②接种流感疫苗具有显著经济效益，减轻医疗负担，政府推动政策频出，免费接种、医保覆盖群体不断扩大；③四价流感疫苗上市，保护率更广，各家产能扩张，增加供给，为渗透率提升提供基础。综合以上因素，我们预计流感疫苗未来3-5年市场规模有望达到105-230亿元。

■ **新厂商形成有效供给尚需时日，存量厂商具备较强先发优势：**除渗透率以外，市场另一个分歧点在于流感疫苗的竞争格局，截至2023年5月，中国获批上市的四价流感疫苗共7种，后续在研厂家虽多，但我们认为①流感疫苗每年均需接种，具备一定消费属性，具备较大市场空间；②根据已上市产品研发历程，由于研发与审批周期较长，当前尚未进入临床III期的企业，尚需3.5年甚至以上产品才能上市。且产品上市后产能扩张亦需较长周期，我们预计未来3-5年中国四价流感疫苗供应天花板约为2.5-3亿剂/年，仍以存量厂商为主，且存量厂商具备较强先发优势。新冠疫情后流感疫苗接种逐步正常化，存量厂商大有可为。

■ **推荐标的：**①华兰疫苗：公司为中国流感疫苗龙头企业，2020年四价流感病毒裂解疫苗、流感疫苗批签发数量分别占四价流感疫苗市场及流感疫苗市场比例为61%与40%。2022年批签发批次数量继续保持国内领先地位。随着疫情对流感疫苗接种的扰动减弱，公司业绩有望维持高增长。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为9.6/12.7/16.9亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。②金迪克：公司四价流感疫苗2019和2020年在国内全部四价流感疫苗生产企业中排名第二和第三，产能将于2024Q1扩至4000万人份，有望随流感疫苗行业迅速放量。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.2/5.0/7.0亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**流感疫苗渗透率不及预期；市场竞争加剧；产品研发不及预期等。

行业走势



相关研究

《Q2全面看多院内严肃医疗复苏，重点推荐处方药及器械等》

2023-05-14

《二季度战略性重配医药四方向，中药、消费医疗及处方药等》

2023-05-08

表1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
688670	金迪克	57	64.66	0.47	3.68	5.73	136.96	17.57	11.29	买入
301207	华兰疫苗	199	49.64	1.30	2.40	3.18	38.21	20.70	15.60	买入

数据来源：东吴证券研究所

内容目录

1. 接种疫苗为预防流感有效手段，四价疫苗保护范围更广	4
2. 多重因素推动流感疫苗渗透率提升，市场空间广阔	5
2.1. 中国流感疫苗渗透率极低，与发达国家存在较大差距	5
2.2. 多重因素推动流感疫苗渗透率持续提升	6
2.2.1. 收入水平提升，对流感疫苗接种必要性与作用的认识提高	6
2.2.2. 接种流感疫苗具有显著经济效益，政府推动政策频出	7
2.2.3. 四价疫苗上市，产能供给提升	9
2.3. 我们预计流感疫苗未来 3-5 年市场规模有望达到 105-230 亿元	10
3. 新厂商形成有效供给尚需时日，存量厂商具备较强先发优势	11
3.1. 流感疫苗产品梳理	11
3.2. 新厂商形成供给尚需时日，未来预计仍以存量厂商为主	12
4. 相关标的	14
4.1. 华兰疫苗：流感疫苗龙头，疫后有望维持高增长	14
4.2. 金迪克：乘流感疫苗东风，四价疫苗放量在即	15
5. 风险提示	18

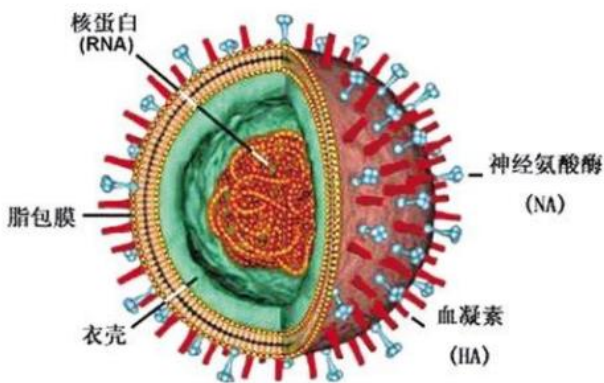
图表目录

图 1:	流感病毒的结构.....	4
图 2:	三价与四价流感疫苗覆盖范围.....	4
图 3:	四价流感病毒裂解疫苗相关的季节性业务活动特征.....	5
图 4:	美国流感疫苗分发量 (亿剂).....	6
图 5:	美国流感疫苗接种覆盖率 (%).....	6
图 6:	美国人均可支配收入.....	7
图 7:	北京市人均可支配收入.....	7
图 8:	美国流感疫苗历年分发量.....	9
图 9:	中国历年流感疫苗批签发量 (万剂).....	10
图 10:	流感疫苗市场规模测算.....	11
图 11:	金迪克流感疫苗开发历程.....	13
图 12:	华兰疫苗历年业绩情况 (亿元).....	15
图 13:	金迪克各管线进度.....	16
图 14:	金迪克营收与归母净利润 (亿元).....	16
图 15:	金迪克与华兰疫苗关键指标注册标准.....	16
图 16:	流感疫苗批签发量 (万剂).....	17
图 17:	中国狂犬疫苗批签发量 (万剂).....	18
表 1:	国内流感疫苗主要技术路线.....	5
表 2:	中国流感疫苗四大重点人群接种率 (2020).....	6
表 3:	流感医疗费用与疫苗中标价格 (元).....	8
表 4:	各地流感疫苗免费接种政策.....	8
表 5:	各人群流感疫苗接种率.....	9
表 6:	2022-2023 年度国内批签发的流感疫苗.....	11
表 7:	四价流感疫苗竞争格局.....	12
表 8:	各公司四价流感疫苗产能.....	13
表 9:	华兰疫苗产品研发进展.....	15

1. 接种疫苗为预防流感有效手段，四价疫苗保护范围更广

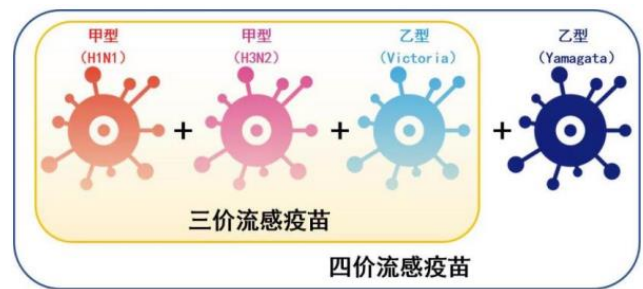
流感主要由四种流感病毒亚型引发。流行性感冒作为季节性呼吸道传染病，是每年人类面临的巨大健康威胁之一。据 WHO 报告，每年流感可导致 5%-10% 的成人和 20%-30% 的儿童发病，全球约有 10 亿人感染流感，其中重症病例约 300-500 万例，死亡病例约 29-65 万例。流感病毒（RNA 病毒）是引起流感的主要病原体，病毒结构自内而外可分为核心、基质蛋白以及包膜三部分。根据流感病毒的核蛋白和基质蛋白类型，可以分为甲乙丙丁四型。根据流感病毒包膜中血凝素（HA）和神经氨酸酶（NA）的不同组合，甲型流感病毒还可分为不同亚型，其中 HA 已发现 18 个亚型，NA 已发现 11 个亚型。目前全球季节性流感疫情主要由甲型和乙型流感病毒引起，主要包括甲型 H1N1、甲型 H3N2、乙型 Victoria 系和乙型 Yamagata 系。

图1：流感病毒的结构



数据来源：金迪克招股书，东吴证券研究所

图2：三价与四价流感疫苗覆盖范围



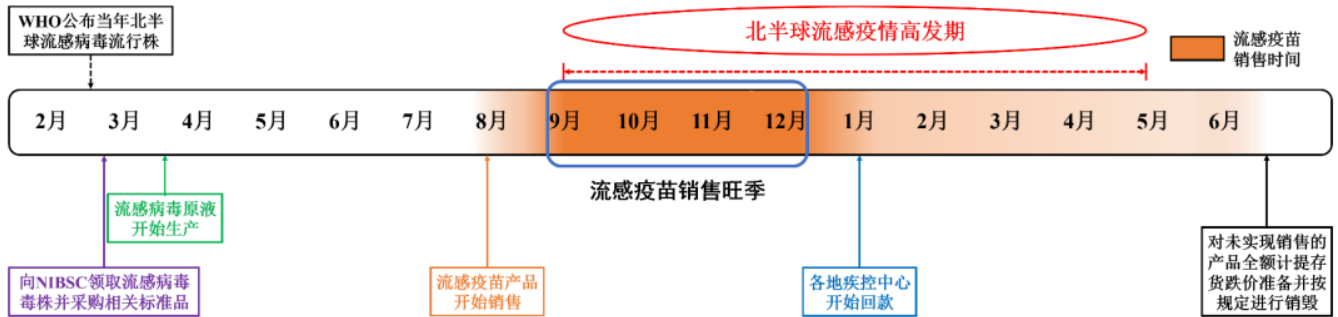
数据来源：金迪克招股书，东吴证券研究所

流感疫苗需每年接种，四价保护范围更广。接种流感疫苗为预防流感最有效的手段，通过将不同亚型的流感病毒进行灭活裂解纯化，即可得到不同亚型的单价流感病毒抗原。将制备的不同亚型的抗原按同一血凝素含量进行混合配制，即可得到覆盖多种流感病毒亚型的多价流感疫苗。传统三价流感病毒裂解疫苗可以刺激机体产生针对 3 种流感病毒亚型的抗体，而创新的四价流感疫苗可以覆盖 4 种病毒亚型，保护范围更广。

流感病毒抗原性易变，传播迅速，流感病毒毒株每年都可能出现变异，故每年均需接种流感疫苗，疫苗效期一年。对于中国所处的北半球而言，流感季是指每年流感病毒流行的高发期，主要是从每年 9 月至次年 5 月，热带和亚热带可能全年都会发生。对应的当季流感疫苗销售周期为每年 8 月至次年 6 月，销售旺季集中在 9-12 月，次年的 1-6 月为销售淡季。流感疫苗企业每年 2 月底 3 月初领到 WHO 预测的当期流感季可能流行的毒株后组织生产，生产、检验 3-4 个月，报送给中检院批签发 1-2 个月，批签发合格后 8 月开始上市销售。根据流感疫苗随冷空气南下由北向南逐步接种的特点，流感疫苗上市后一般自北向南销售，最晚会在次年 6 月结束。疫苗销售客户主要为疾控中心，鉴于财政拨款流程较长，疫苗公司一般给予客户 4-6 个月信用期。8 月份开始销售后，9-12

月销售金额较大，年末应收账款数额较高，但基本在信用期内。各疾控中心一般从当年年底前后至次年上半年回款，期后回款情况较好。

图3：四价流感病毒裂解疫苗相关的季节性业务活动特征



数据来源：金迪克招股书，东吴证券研究所

根据流感疫苗开发的技术路径不同，国内已上市产品可分为灭活流感疫苗（IIV）、减毒流感疫苗（LAIV）和重组流感疫苗（RIV）3种。灭活流感疫苗（IIV）主要通过鸡胚培养，是目前生产工艺最为成熟、覆盖患者年龄段最广的主流品种。重组流感疫苗（RIV）基于细胞培养，成本低、安全性高，但免疫原性较弱；减毒流感疫苗（LAIV）与前两种肌肉注射的方式不同，通过鼻喷给药可控制呼吸道中流感病毒的繁殖，在婴幼儿、学龄儿童的免疫反应较成年人好。

表1：国内流感疫苗主要技术路线

技术路线	优势	缺点	代表产品
灭活流感疫苗（IIV）	工艺最为成熟、覆盖患者年龄段最广	生产周期长，易发生抗原性转变	华兰生物、金迪克、武汉所、长春所等
重组流感疫苗（RIV）	生产周期短、成本低、安全性高	免疫原性较弱	中逸安科等
减毒流感疫苗（LAIV）	通过鼻喷给药可控制呼吸道中流感病毒的繁殖，在婴幼儿、学龄儿童的免疫反应较好	减毒病毒在上呼吸道的增殖，可能导致一些轻微的增殖相关症状，某些流感高危人群被禁止接种	百克生物等

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

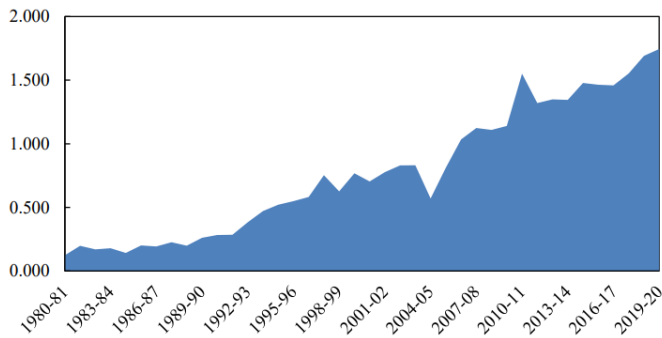
2. 多重因素推动流感疫苗渗透率提升，市场空间广阔

2.1. 中国流感疫苗渗透率极低，与发达国家存在较大差距

中国流感疫苗渗透率与发达国家差距较大。与发达国家相比，我国流感疫苗渗透率处于极低水平。根据中国与美国 CDC 数据，在全人群中，2020-2021 年流感季中国流感疫苗接种率仅为 3.3%，而美国约为 48.4%，差距明显。自 1978 年三价流感疫苗在美上市后，销量一直稳步增长，2018-2019 年流感季美国共分发流感疫苗 1.69 亿剂，同比仍有 8.9% 的增长。在 1989-2008 年间，美国流感疫苗接种率在各年龄组中均有显著提升：18-49 岁年龄组接种率由 3.4% 提升至 20.0%；50-64 岁年龄组接种率由 10.6% 提升至 39.5%；

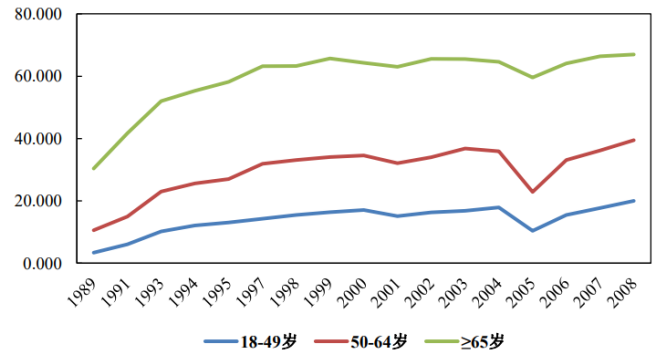
65 岁以上年龄组接种率由 30.4% 提升至 67.0%。而对比中国，在重点人群中，学龄前儿童/中小學生/60 岁以上老年人/医务人员渗透率分别为 12.35%/7.41%/3.95%/3.36%，同样处于较低水平。

图4: 美国流感疫苗分发量 (亿剂)



数据来源: 美国 CDC, 东吴证券研究所

图5: 美国流感疫苗接种覆盖率 (%)



数据来源: 美国 CDC, 东吴证券研究所

表2: 中国流感疫苗四大重点人群接种率 (2020)

重点人群	目标人群总数	合计接种人数	整体接种率
学龄前儿童 (幼儿园适龄)	5652.13	698.24	12.35%
中小學生	19383.28	1435.63	7.41%
60 岁以上老年人	25382.91	1001.83	3.95%
医务人员	1292.80	43.41	3.36%
合计	51711.12	3179.10	6.15%

数据来源: 中国 CDC, 东吴证券研究所

我们认为中国流感疫苗渗透率低于发达国家的主要原因有: ①居民自费购买疫苗的消费能力及意愿相对不足: 流感疫苗在国内为二类疫苗, 需居民自费接种, 由于国内人均收入相对较低以及民众对疫苗接种的作用认识不足, 所以人均疫苗支出长期处于较低水平。此外流感疫苗每年均需接种, 部分居民嫌麻烦亦使得渗透率较低。②流感疫苗在国内获批上市较晚且存在代际差距: 三价流感疫苗于 1978 年在美上市, 2001 年才在我国获批; 四价疫苗于 2012 年在美上市, 2018 年才在我国获批。群众基础的建立相对较晚, 且 2018 年之前三价疫苗未覆盖近年流行毒株 Yamagata, 导致接种预防效果差, 降低了信任度。③行业内不良事件负面影响: 2016 和 2018 年, 国内疫苗行业先后出现“山东疫苗事件”和“长春长生事件”, 引发了公众对疫苗质量和安全性的担忧, 同时也客观造成了流感疫苗批签发量的下滑, 进而影响接种率的提升。展望未来我们认为中国流感疫苗渗透率有较大提升空间且有多个催化因素。

2.2. 多重因素推动流感疫苗渗透率持续提升

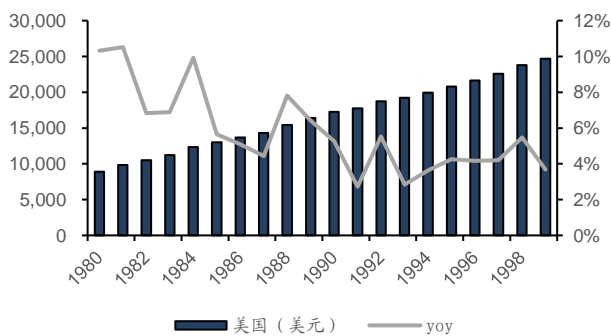
2.2.1. 收入水平提升, 对流感疫苗接种必要性与作用的认识提高

流感疫苗具备一定的消费属性, 我们认为人均可支配收入水平也是流感疫苗渗透率

提升的影响因素。美国流感疫苗渗透率迅速提升的1980-1999年,人均可支配收入由1980年的8888美元提升至1999年的2.47万美元, CAGR5.5%。不可否认美国于1994年将流感疫苗纳入国家免疫规划品种对提升流感疫苗渗透率也起到了极大作用,但由于人均可支配收入水平较高,1994年之前65岁以上人群渗透率已经超过50%。根据国家统计局数据,北京2022年人均可支配收入为7.74万人民币,已处于美国1980s水平,2000-2022年CAGR达10.2%,未来仍将保持稳健增长。所以人均疫苗支出近年来也有较大幅度提高,根据世界银行统计,2018-2021年中国人均疫苗支出分别为3.7/4.4/6.5/7.1美元,亦处于快速增长阶段,对应美国人均疫苗支出分别为47.7/57.7/61.3/59.5美元。由于中国地域发展不均衡,我们认为一线城市等较发达地区人均可支配收入已经满足流感疫苗放量条件,渗透率有望从发达省份逐步向全国提升。

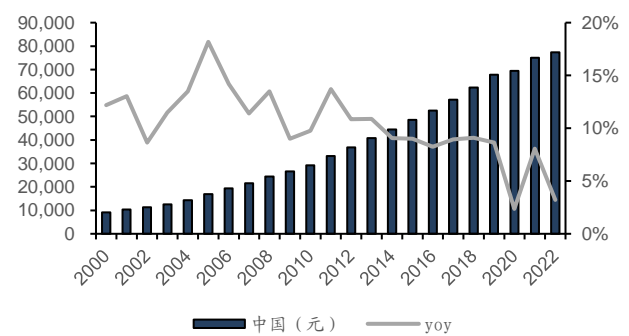
此外,新冠疫情使得中国大众对呼吸道疾病与疫苗接种认知与意识的提高也是不可忽略的推动因素。所以我们认为国内流感疫苗渗透率提升的因素一即为收入水平的提升,以及对流感疫苗接种必要性与作用的认识提高。

图6: 美国人均可支配收入



数据来源: 美国经济分析局, 东吴证券研究所

图7: 北京市人均可支配收入



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2.2. 接种流感疫苗具有显著经济效益, 政府推动政策频出

接种流感疫苗可有效预防流感并具备显著经济效益。全人群对流感普遍易感,未接种流感疫苗人群中,有症状流感在成人中罹患率为4.4%;有症状感染在65岁以上人群中罹患率为7.2%;所有流感(有症状与无症状合计)在成人中罹患率为10.7%。接种疫苗是预防流感大范围暴发最经济、最有效的方式之一,可以显著降低接种者罹患流感和发生严重并发症的风险。研究证明,在年龄为15个月至71个月的儿童群组中,若疫苗覆盖率达到30%,可减低65%的流感爆发率;若疫苗覆盖率达到70%,更可将流感爆发率降低至4%。根据中国CDC《中国流感疫苗预防接种技术指南(2020-2021)》披露的数据,2017-2018年流感季,美国65岁以上老年人接种流感疫苗减少了715,073人发病,400,441人就诊,65,007人住院,6,796人死亡;2018-2019年流感季,则减少了300,879人发病,168,492人就诊,28,695人住院,2,625人死亡。此外,根据部分较为发达省份关于流感经济负担研究结果,流感门诊病例每次经济负担在464-1320元,流感住院病例

每次经济负担在 9832-25768 元，老年人罹患流感医疗负担进一步加重，直接医疗费用为 14250-19349 元，平均住院成本是其他成年人的 2 倍，其家庭看护等间接经济成本更是难以估量，2019 年全国流感相关经济负担为 263.81 亿元。接种流感疫苗能有效减少流感相关门急诊、住院和死亡人数，继而降低治疗费用，产生明显的经济效益。

表3: 流感医疗费用与疫苗中标价格（元）

流感门 诊病例	直接医疗费用	186-804	华兰疫苗 四价流感疫苗中标价： 西林瓶 108； 预充针 128
	直接非医疗费用	7-212	
	间接费用	139-963	
	总计	464-1320	
流感住 院病例	直接医疗费用	2625-20712	金迪克四价流感疫苗中 标价：西林瓶 125
	直接非医疗费用	1200-1809	
	间接费用	204-2408	
	总计	9832-25768	

数据来源：中国流感疫苗预防接种技术指南，东吴证券研究所

政策持续推动流感疫苗接种率提升。2019 年 7 月，健康中国行动推进委员会制定了《健康中国行动（2019-2030 年）》，并且每年均发布《中国流感疫苗预防接种技术指南》。在“传染病及地方病防控行动”中，明确提出儿童、老人、慢性病患者的免疫力低、抵抗力弱，是流感的高危人群，建议每年流感流行季节前在医生指导下接种流感疫苗。该行动还鼓励有条件地区为 60 岁及以上老人、托幼机构幼儿、在校中小学生和中等专业学校学生免费接种流感疫苗，指出医务人员要主动接种流感疫苗，并同时要求流感疫苗的供应需要得到保障。在政策引领下，已有越来越多地市为重点目标人群实施免费接种。以北京市为例，北京自 2007 年开始实行免费接种流感疫苗政策，15 年间累计实现接种人次超过 2100 万。2022 年，北京免费接种 200 万人，整体接种率约 10%，重点人群接种率约 35%。从全国免费接种与医保报销人群接种率来看，在政策推动下，流感疫苗渗透率已有显著提升。我们认为国内流感疫苗渗透率提升的因素二即为接种疫苗能够显著降低医疗负担，随着国家发展，相关利好政策持续出台，将有更多地市推动流感疫苗接种率提升。

表4: 各地流感疫苗免费接种政策

北京市	2007	60 岁以上户籍老人、在校中小学生和中等专业学校学生、重大活动保障人员实施流感疫苗免费接种
上海市	2009	中小学校学生及教师、医疗卫生机构一线工作人员、60 岁以上老年人等重点人群
郑州上街区	2012	60 岁以上老年人免费接种流感疫苗
深圳市	2016	60 岁以上老年人免费接种流感疫苗和肺炎疫苗
台州椒江区	2017	60 岁以上老年人免费接种流感疫苗
河南新乡	2017	65 周岁以上老人免费接种，3 岁到 15 岁幼儿和学生优惠接种
绍兴越城区	2020	对 65 周岁以上的越城区户籍人群开展流感疫苗自愿免费接种

数据来源：各地卫健委，东吴证券研究所

表5: 各人群流感疫苗接种率

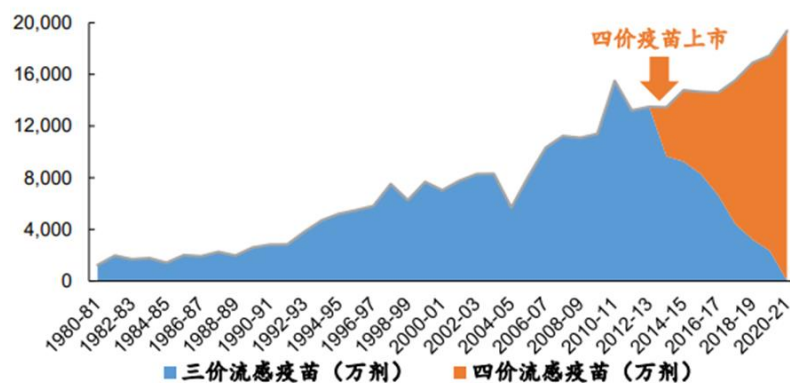
接种政策	2021-2022 流行季覆盖范围	2021-2022 流行季		2020-2021 流行季		2018-2019 流行季	
		接种数/万剂	接种率	接种数/万剂	接种率	接种数/万剂	接种率
免费接种	17 个省份, 256 个区县	792.67	38.32%	707.54	51.75%	210.2	29.3%
医保报销	10 个省份, 132 个区县	228.71	7.36%	255.74	9.74%	50.7	0.9%
自愿自费	其他地区	2454.29	1.80%	3471.83	2.56%	854.8	0.7%
整体情况	全国	3475.67	2.46%	4679.38	3.34%	1115.7	0.8%

数据来源: CDC, 东吴证券研究所

2.2.3. 四价疫苗上市, 产能供给提升

保护率更高的四价流感疫苗有望提升居民接种意愿。由于 2018 年之前国内市场主要为三价流感疫苗, 未覆盖近年流行毒株 Yamagata, 导致接种预防效果差, 使得群众基础更加薄弱。四价疫苗相较三价疫苗保护范围更广, 自 2013 年在美国上市后, 在世界各国均形成对三价流感疫苗的逐步替代趋势。2019-2020 年流感季, 美国 FDA 流感疫苗放行批次中的四价流感疫苗整体占比已达 86.6%, 目前美国市场中除应用于 65 岁及以上人群的流感疫苗中尚有三价产品外, 其它在售的流感疫苗已基本全部为四价流感疫苗; 我国的四价流感疫苗于 2018 年首次上市销售, 2020 年四价流感疫苗的批签发占比达到 59.9%。保护率更高的四价疫苗的上市也有望增强居民接种意愿。

图8: 美国流感疫苗历年分发量

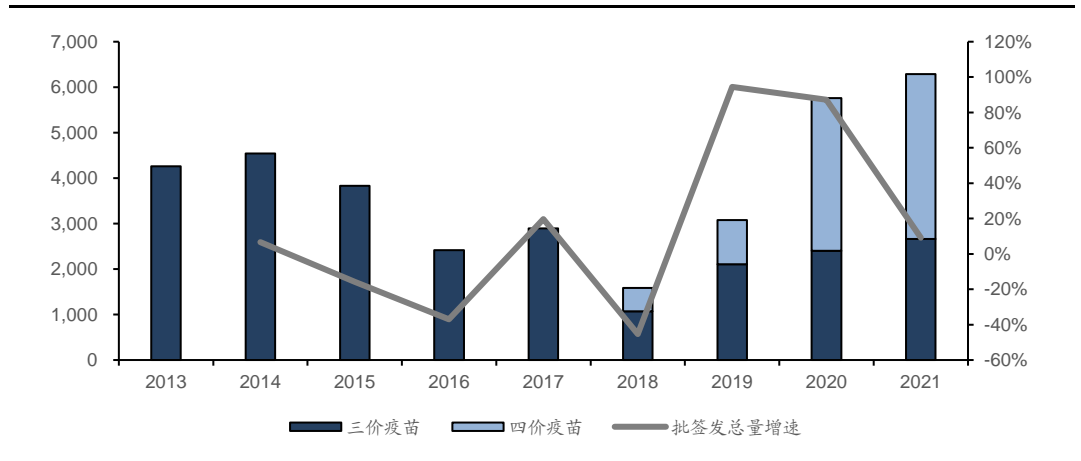


数据来源: 美国 CDC, 东吴证券研究所

供给扩大, 为渗透率提升提供基础。受疫苗负面案件影响, 公众对疫苗质量和安全性有所担忧。特别是 2018 年“长春长生事件”, 长春长生的流感疫苗相关产品彻底退出市场, 流感疫苗批签发量到达低点, 造成国内流感疫苗市场供给出现短缺。此后国家积极改革, 对疫苗流通、销售等环节全面调整, 流感疫苗批签发量有所回升。随着华兰疫苗、金迪克等厂家四价疫苗陆续登陆市场, 我国四价流感疫苗批签发量 2018-2021 年 CAGR 约为 92.4%。此外各厂家也在积极调整产能, 金迪克计划四价流感疫苗产能从目

前的 1000 万剂/年扩大至 4000 万剂/年，而华兰疫苗也计划四价流感疫苗产能从目前的 3000 万剂/年扩大至 10000 万剂/年。我们认为渗透率提升的因素三即为保护范围更广的四价流感疫苗上市叠加各家供给扩大，为渗透率提升提供基础。

图9：中国历年流感疫苗批签发量（万剂）



数据来源：中检院，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

2.3. 我们预计流感疫苗未来 3-5 年市场规模有望达到 105-230 亿元

考虑到以上推动流感疫苗在中国渗透率提升的因素，我们预计自 2023 年起算，未来 3-5 年流感疫苗市场规模有望达到 105-230 亿元，核心假设如下：

① 中国人口年龄结构未来 3-5 年不发生重大变化，考虑到老龄化加速，流感疫苗渗透率还有望进一步提高；

② 根据 CDC 数据，2020 年学龄前儿童流感疫苗接种率约为 12.4%，中小学生学习接种率约为 7.4%，我们据此假设保守、中性、乐观情况下未来 3-5 年 0-14 岁儿童群体流感疫苗接种率分别为 15%/20%/25%；

③ 根据 CDC 数据，2020 年 60 岁以上老年人流感疫苗接种率约为 4%，考虑到中国居民生活水平与支付能力逐步提升，“敬老”、“爱老”进一步受重视，以及随着中国社会老龄化的加速，老年人群中知识水平逐步提高，我们假设保守、中性、乐观情况下未来 3-5 年 60 岁以上群体流感疫苗接种率分别为 10%/15%/20%；

④ 考虑到 15-59 岁群体免疫力较强，流感疫苗接种意愿相对较低，且参照美国至 2008 年 18-49 岁群体流感疫苗渗透率也仅为 20%，所以我们假设保守、中性、乐观情况下未来 3-5 年 15-59 岁群体流感疫苗接种率分别为 5%/7.5%/10%；

⑤ 考虑到美国当前在售的流感疫苗已基本全部为四价流感疫苗，2020 年我国四价流感疫苗的批签发占比也已达 59.9%，所以我们假设未来 3-5 年保守、中性、乐观情况下四价流感疫苗占总流感疫苗批签发量的比例分别为 70%/80%/90%。

图10: 流感疫苗市场规模测算

0-14岁(万人)		25338								
流感疫苗接种率	15%			20%			25%			
四价占比	70%	80%	90%	70%	80%	90%	70%	80%	90%	
三价疫苗需求量(万剂)	1140	760	380	1520	1014	507	1900	1267	633	
四价疫苗需求量(万剂)	2660	3041	3421	3547	4054	4561	4434	5068	5701	
15-59岁(万人)		89438								
流感疫苗接种率	5%			7.50%			10%			
四价占比	70%	80%	90%	70%	80%	90%	70%	80%	90%	
三价疫苗需求量(万剂)	1342	894	447	2012	1342	671	2683	1789	894	
四价疫苗需求量(万剂)	3130	3578	4025	4695	5366	6037	6261	7155	8049	
60岁以上(万人)		26402								
流感疫苗接种率	10%			15%			20%			
四价占比	70%	80%	90%	70%	80%	90%	70%	80%	90%	
三价疫苗需求量(万剂)	792	528	264	1188	792	396	1584	1056	528	
四价疫苗需求量(万剂)	1848	2112	2376	2772	3168	3564	3696	4224	4752	
全人群渗透率	7.7%			11.1%			14.6%			
三价疫苗总需求量(万剂)	3274	2183	1091	4721	3147	1574	6168	4112	2056	
三价疫苗中标价(元)	40									
三价疫苗市场规模(亿元)	13.1	8.7	4.4	18.9	12.6	6.3	24.7	16.4	8.2	
四价疫苗总需求量(万剂)	7639	8730	9822	11015	12589	14162	14391	16447	18503	
四价疫苗中标价(元)	120									
四价疫苗市场规模(亿元)	91.7	104.8	117.9	132.2	151.1	169.9	172.7	197.4	222.0	

数据来源: 东吴证券研究所

基于以上假设, 我们预计未来 3-5 年三价流感疫苗的市场规模约为 4.4-24.7 亿元, 四价流感疫苗市场规模约为 91.7-222.0 亿元, 流感疫苗总体市场规模约为 105-230 亿元, 渗透率提升的核心影响因素为居民接种意愿、政府推动力度以及流感疫苗厂商对市场的教育与开拓。

3. 新厂商形成有效供给尚需时日, 存量厂商具备较强先发优势

3.1. 流感疫苗产品梳理

我国现已获批上市的流感疫苗包括流感病毒裂解疫苗(四价)、流感病毒裂解疫苗(三价)、流感病毒亚单位疫苗(三价)和冻干鼻喷流感减毒活疫苗(三价)。截至 2022 年 12 月 31 日, 中国获批上市的四价流感疫苗共有 7 种, 三价流感疫苗共 15 种。由于四价流感疫苗覆盖的病毒亚型更多、保护效力更高, 自从 2018 年四价流感疫苗获批以来快速抢占市场成为主流, 根据《中国流感疫苗预防接种技术指南(2022-2023)》, 我国 2022-2023 年度批签发的四价流感疫苗 7 种, 三价流感疫苗 7 种。

表6: 2022-2023 年度国内批签发的流感疫苗

技术路线	厂家	疫苗类型	规格
三价灭活流感疫苗	北京科兴生物制品有限公司	裂解	0.5ml
	长春生物制品研究所有限责任公司	裂解	0.25ml
	大连雅立峰生物制药有限公司	裂解	0.5ml/0.25ml
	华兰生物疫苗有限公司	裂解	0.5ml
	深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司	裂解	0.5ml
三价减毒活疫苗	长春百克生物科技股份公司	减毒活疫苗	0.2ml

三价亚单位流感疫苗	中逸安科生物技术股份有限公司	亚单位疫苗	0.5ml
四价灭活流感疫苗	北京科兴生物制品有限公司	裂解	0.5ml
	长春生物制品研究所有限责任公司	裂解	0.5ml
	国光生物科技股份有限公司	裂解	0.5ml
	华兰生物疫苗有限公司	裂解	0.5ml/0.25ml
	江苏金迪克生物技术股份有限公司	裂解	0.5ml
	上海生物制品研究所有限责任公司	裂解	0.5ml
	武汉生物制品研究所有限责任公司	裂解	0.5ml

数据来源：中国疾控中心，东吴证券研究所

2018年国内首款四价流感疫苗获批,截止2023年5月共获批7款,包括华兰生物、金迪克生物、长春所、武汉所、科兴生物、上海所、国光生物、赛诺菲等。此外,中慧元通、雅立峰四价流感疫苗处于上市申报阶段,智飞生物四价流感疫苗III期临床已完成,获得了III期临床试验总结报告,成大生物、天元生物、康润生物、康泰生物处于III期临床阶段,其它厂商处于较早期临床。

表7: 四价流感疫苗竞争格局

研发机构	研发阶段	III期临床 首例患者入组时间	申报上市时间	获批上市时间	2022年批签发/ 批次数
华兰生物	批准上市	2015-10-31	2017-08-28	2018-06-03	91
金迪克生物	批准上市	2016-01-26	2016-09-14	2019-04-23	71
长春生物制品研究所	批准上市	2017-09-28		2020-03-11	31
武汉生物制品研究所	批准上市	2016-05-14	2018-07-04	2020-05-08	32
科兴生物	批准上市	2018-02-06	2019-03-25	2020-06-19	28
上海生物制品研究所	批准上市	2018-10-11	2020-02-24	2021-03-03	35
国光生物	批准上市	2019-05-10	2021-02-03	2022-02-09	25
Sanofi	批准上市	2017-01-23	2022-02-09	2023-02-24	
中慧元通	申请上市,处于第1轮补充资料	2020-05-17	2022-03-11		
雅立峰生物制药	申请上市,处于新报任务阶段	2020-07-16	2022-10-14		
智飞生物	III期临床于2022/9/2完成	2019-05-10			
成大生物	III期临床招募完成	2021-03-26			
天元生物	III期临床招募完成	2022-05-10			
康润生物	III期临床尚未招募				
康泰生物	III期临床尚未招募				
沃森生物	I期临床于2021/9/13完成				
海基亚生物技术	I期临床招募完成				
培森生物	I期临床招募完成				
武汉所	I期临床尚未招募				

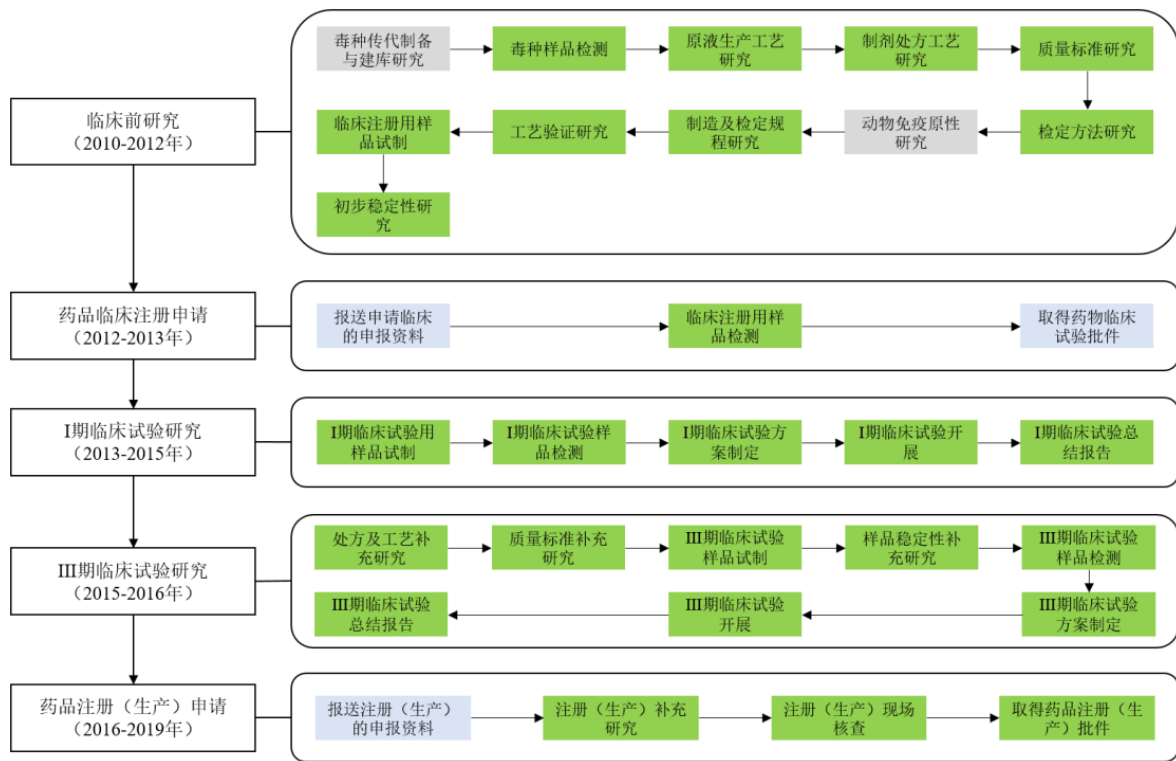
数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

3.2. 新厂商形成供给尚需时日，未来预计仍以存量厂商为主

除渗透率提升以外，市场较为担心流感疫苗行业后续厂商较多导致竞争格局恶化，我们对此的观点为：

①流感疫苗每年均需接种，具备一定消费属性，当前渗透率仅为3.3%，将会逐步提升且具备较大空间（理由上文已论述），未来3-5年市场规模有望达到105-230亿元，较多后续厂商也反映了产业界对于流感疫苗市场潜力的看好；

图11: 金迪克流感疫苗开发历程



数据来源：金迪克招股书，东吴证券研究所

②虽然后续厂商较多，但是产品上市以及产能扩张尚需时日。根据金迪克流感疫苗研发历程，公司 2010 年 3 月立项，临床 III 期耗时 1.5 年，注册申请耗时近 3 年（受长春长生事件影响），前后共耗时 9 年多时间；此外根据已上市四价流感疫苗临床试验与审批进度，III 期临床平均耗时 728 天，上市审批平均耗时 497 天，合计约 3.5 年。所以我们认为当前尚未进入临床 III 期的企业，尚需 3.5 年甚至以上产品才能上市；

此外，产品上市后的产能扩张亦需较长周期，参考金迪克“新型四价流感病毒裂解疫苗车间建设项目”、华兰疫苗“流感疫苗开发及产业化和现有产品供应保障能力建设”等项目环评报告，相应扩产项目完成周期均在 3 年以上。所以我们认为可预见的未来流感疫苗市场仍主要以存量厂商为主，根据各公司环评报告及公开信息，考虑到深圳巴斯德等其他厂商，我们预计未来 3-5 年中国四价流感疫苗供应天花板约为 2.5-3 亿剂/年。

综上，我们认为流感疫苗市场空间较大，存量厂商在未来 3-5 年大有可为，若中国流感疫苗渗透率在政府推动、企业推广下得到明显提升，考虑到流感疫苗每年均需接种的消费品属性，仍有较大市场潜力。

表8: 各公司四价流感疫苗产能

公司名称	四价流感疫苗产能
华兰疫苗	1 亿人份
金迪克	现有 1000 万人份，预计 2024 年扩至 4000 万人份
科兴生物	预计 2024 年扩产至 4000 万人份

国药中生	约 4000 万人份
Sanofi	1000 万人份
智飞生物	产品上市后 3000 万人份
总计	预计 2025 年前产能总供给量 2.5 亿+人份

数据来源：各公司公告、环评报告，东吴证券研究所

4. 相关标的

4.1. 华兰疫苗：流感疫苗龙头，疫后有望维持高增长

华兰生物疫苗股份有限公司成立于 2005 年，是一家专业从事人用疫苗研发、生产、销售的高新技术企业。目前，公司已取得《药品注册证书》的疫苗有流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（儿童剂型）、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）以及吸附破伤风疫苗。

核心产品先发优势明显，造就国内领先的市场地位。公司主要销售的产品为流感病毒裂解疫苗，2018 年公司四价流感疫苗获得了国家药品监督管理局授予的《新药证书》并在国内独家上市，2018 年至 2020 年期间，公司流感疫苗年批签发数量分别为 852.3 万剂、1,293.4 万剂和 2,315.3 万剂，其中四价流感疫苗批签发数量分别为 512.2 万剂、836.1 万剂和 2,062.4 万剂，均居国内首位。2020 年，公司四价流感病毒裂解疫苗、流感疫苗批签发数量分别占四价流感疫苗市场及流感疫苗市场比例为 61%与 40%。2022 年公司取得流感疫苗批签发共计 103 个批次，其中四价流感疫苗（成人剂型）77 批次，四价流感疫苗（儿童剂型）14 批次，三价流感疫苗 12 批次，四价流感疫苗及流感疫苗批签发批次数量继续保持国内领先地位。

依托自身核心技术平台，架设多元的在研产品管线。公司自成立至今，一直专注于疫苗的研发以及生产工艺的改进。公司凭借多年的积累，自主研发并逐步建立起了“流感病毒疫苗研发和规模化生产技术平台”、“多联多价疫苗技术平台”等多个核心技术平台，公司承担了“流感病毒疫苗应急研发体系能力建设及产品研发”、“疫苗国际化认证建设项目”、“高效分离纯化介质开发及应用”等 9 个国家重大专项，稳步推进在研产品的研发工作。2022 年 2 月，公司国内首家取得四价流感疫苗（儿童剂型）的《药品注册证书》，该产品可用于 6-36 个月龄儿童接种，填补了国内市场空白，进一步巩固了公司在流感疫苗行业中的优势地位；2023 年 2 月份，公司先后取得冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）、吸附破伤风疫苗的《药品注册证书》，产品线进一步丰富。目前，公司已进入注册程序的疫苗产品情况如下：

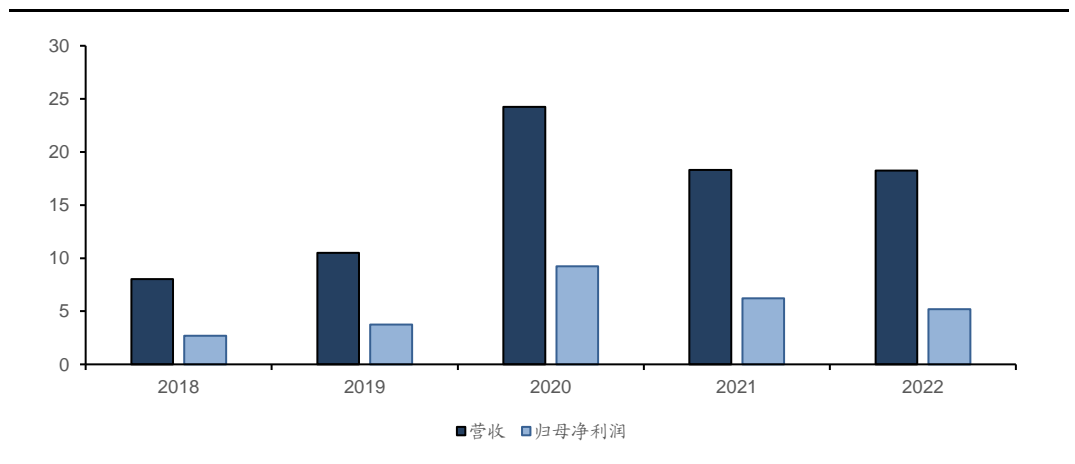
表9：华兰疫苗产品研发进展

序号	产品名称	注册分类	注册所处阶段	进展情况
1	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero细胞)	预防用生物制品	获批药品注册证书	于2023年2月取得《药品注册证书》
2	吸附破伤风疫苗	预防用生物制品	获批药品注册证书	于2023年2月取得《药品注册证书》
3	冻干A群C群脑膜炎球菌结合疫苗	预防用生物制品	已完成III期临床试验	预计2023年申报生产
4	吸附无细胞百 (三组分) 白破联合疫苗	预防用生物制品	已开展临床试验	预计2023年开展III期临床试验
5	重组冠状病毒肺炎疫苗 (重组人5型腺病毒载体)	预防用生物制品	已开展临床试验	临床试验阶段

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

2018年公司四价流感疫苗获批，带动公司收入快速增长。2021和2022年受到新冠疫情影响严重，业绩有所下滑。我们预计随着新冠对流感疫苗接种挤兑的减弱，叠加2023年Q1全国多地甲型流感疫情呈高发态势，居民对流感疫苗认知度和认可性提升，我们认为2023和2024年公司业绩有望迎来反弹。

图12：华兰疫苗历年业绩情况 (亿元)



数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 金迪克：乘流感疫苗东风，四价疫苗放量在即

深耕四价流感疫苗，产品管线持续拓宽。金迪克成立于2008年，是一家专注于人用疫苗研发、生产、销售的生物制药企业。公司的主要产品包括对流行性感冒、狂犬病、水痘、带状疱疹和肺炎疾病等5种传染性疾病预防的10余种人用疫苗产品。其中已上市销售的产品1个，为四价流感病毒裂解疫苗。除深度研发四价流感病毒裂解疫苗系列产品外，公司还专注于传统疫苗的升级换代和创新疫苗的研发，积极拓宽产品管线，形成符合产业趋势且市场前景广阔的产品梯队，其中冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞) 已完成 III 期临床试验正在进行产品注册申请中，四价流感病毒裂解疫苗 (儿童) 完成了 I 期临床试验，23 价肺炎球菌多糖疫苗、四价流感病毒裂解疫苗 (高剂量)、冻干水痘减毒活疫苗、冻干带状疱疹减毒活疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗、重组带状疱疹疫苗、冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞) 等处于临床前研究阶段。

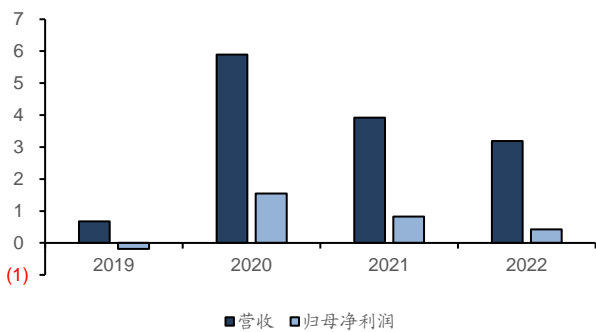
图13: 金迪克各管线进度

疫苗产品	适用人群	产品研发上市进度						
		临床实验实施						
		临床前研究	临床试验申报	I期	II期	III期	药品注册	上市生产
四价流感裂解疫苗(成人)	3岁及以上人群							
冻干狂犬病疫苗(Vero)细胞	狂犬病毒暴露人群							
四价流感裂解疫苗(儿童)	6-35月龄儿童							
四价流感裂解疫苗(高剂量)	65岁以上人群							
冻干水痘减毒活疫苗	6月龄以上人群							
冻干带状疱疹减毒活疫苗	50岁以上人群							
重组带状疱疹疫苗	50岁以上人群							
13价肺炎球菌多糖结合疫苗	2-15月龄儿童							
23价肺炎球菌多糖疫苗	50岁以上人群							
冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5细胞)	狂犬病暴露人群							
注射用重组人IL12/15-PDL1单纯疱疹I型溶瘤病毒注射液	实体瘤患者							

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

流感疫苗提振公司业绩, 2023年有望进一步提速。公司营业收入几乎全部来自于四价流感疫苗, 该产品2019年10月开始上市销售, 2020年度为生产、销售的第一个完整年, 同时受益于新冠疫情对民众接种意愿的提升, 当年营收5.89亿元, 归母净利润1.55亿元, 实现扭亏为盈。2021、2022年受疫情封控、新冠疫苗接种等新冠因素影响, 流感疫苗接种量较2020年大幅下滑, 使得公司2022年营收3.18亿元, 同比下滑18.81%, 归母净利润4217万元, 同比下滑48.25%。2023年Q1全国多地甲型流感疫情呈高发态势, 我们认为秋冬流感季群众接种流感疫苗的意愿将大幅提升, 今年有望成为流感疫苗大年, 对公司业绩明显提振。

图14: 金迪克营收与归母净利润(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 金迪克与华兰疫苗关键指标注册标准

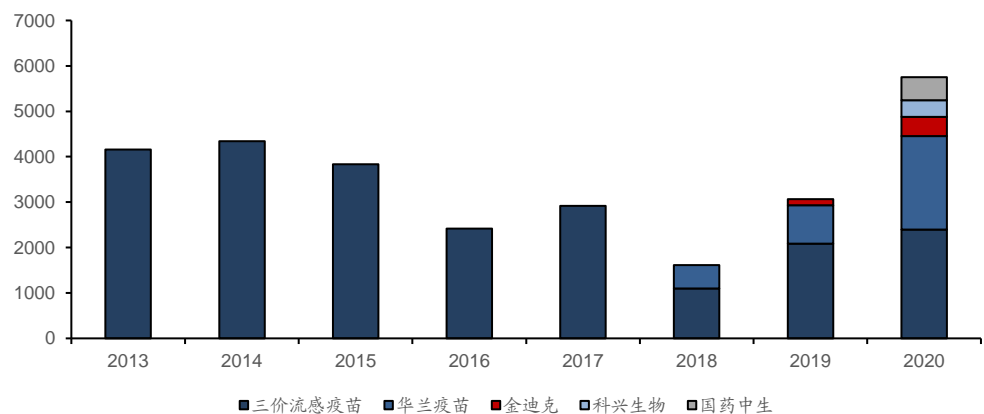
评价维度	具体指标	金迪克产品注册标准	华兰疫苗产品注册标准	2020版中国药典标准	欧洲药典9.0版标准
杂质含量	卵清蛋白含量	< 60ng/mL	< 120ng/mL	< 500ng/mL	< 200ng/mL
	游离甲醛含量	< 25µg/mL	< 20µg/mL	< 50µg/mL	< 50µg/mL
有效成分纯度	蛋白质含量/血凝素含量	< 3.0	< 4.0	< 4.5	< 4.5

数据来源: 金迪克招股书, 东吴证券研究所

四价流感疫苗市场表现优异, 产能扩张奠定长期增长基础。公司在四价流感病毒裂解疫苗生产过程中采用经过优化的三步纯化工艺, 较灭活流感疫苗制备中常用的纯化方法增加了一步工艺, 能更有效地去除病毒培养基质中的卵清蛋白杂质, 并有效提高疫苗有效成分血凝素的纯度, 关键指标注册标准均优于中国药典标准, 更低的杂蛋白含量和

高纯度的血凝素抗原，保证了公司产品具有更高的疫苗安全性及更好的疫苗免疫效果。公司 2019 年和 2020 年实现四价流感病毒裂解疫苗批签发数量分别为 134.96 万剂和 424.03 万剂，占全部四价流感病毒裂解疫苗批签发数量比例分别为 13.90%和 12.63%，在国内全部四价流感疫苗生产企业中排名第二和第三。公司致力于提高流感疫苗渗透率，拓展增量市场，在研管线中四价流感病毒裂解疫苗（儿童）已完成 I 期临床试验，有望逐步实现流感疫苗全年龄段覆盖。此外，公司四价流感疫苗产能有望在 2024Q1 从现有的 1000 万剂/年扩产至 4000 万剂/年，为公司业绩维持高速增长提供产能基础。

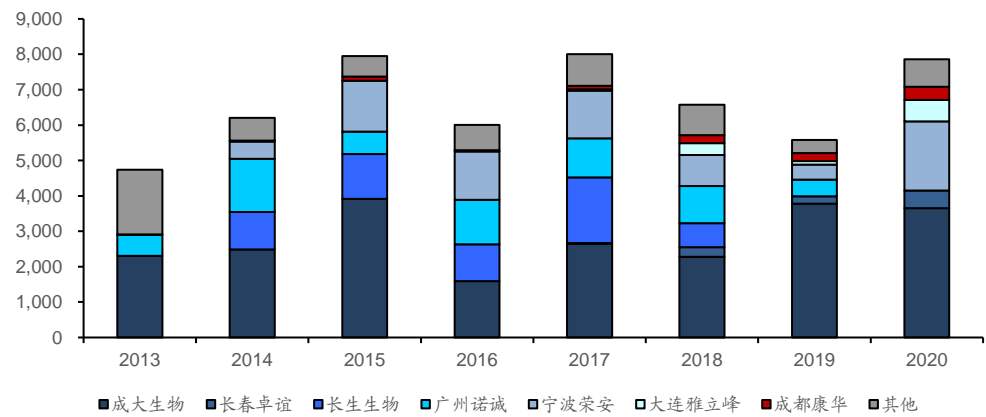
图16：流感疫苗批签发量（万剂）



数据来源：中检院，东吴证券研究所

狂犬疫苗丰富产品管线，有望带来稳定增量。狂犬病是致死人数最多的动物源传染性疾 病，临床症状发作后病死率接近 100%，全球每年约 6 万人死于该病，印度是全球 狂犬病例数最多的国家，中国狂犬病发病数位居第二。狂犬病疫苗是唯一用来控制和预 防狂犬病的主动免疫制剂，在我国属于非免疫规划疫苗。根据 Frost & Sullivan 数据，中 国是人用狂犬疫苗销售额最高的市场，2018 年占全球人用狂犬疫苗市场规模的 30.5%， 其中 Vero 细胞疫苗因为不良反应轻、效果好，疫苗产量大、价格低，占据 70%以上份 额。我国 2018-2020 年狂犬疫苗批签发量维持在 6000-8000 万剂，若以中标价估算市场 空间在 30-40 亿元。虽然当前行业参与者较多，但是考虑到中国宠物数量日益增多，人 群暴露风险增加，市场规模有望稳步增长。金迪克狂犬疫苗（Vero 细胞）正在进行产品 注册申请中，年产能 1500 万支（300 万人份），我们预计随着公司产品上市，有望为业 绩带来稳定增量。

图17: 中国狂犬疫苗批签发量 (万剂)



数据来源: 中检院, 东吴证券研究所

5. 风险提示

(1) **流感疫苗渗透率不及预期:** 我国居民对流感疫苗的支持能力与接种意愿和发达国家相比尚存较大差距, 需要疫苗企业的市场教育与政府相关政策的推动, 流感疫苗渗透率有无法快速提升的风险;

(2) **市场竞争加剧:** 目前已上市四价流感疫苗共 7 款, 三价流感疫苗共 15 款, 若流感疫苗渗透率没有得到提升, 在已有的市场空间, 有市场竞争加剧的风险;

(3) **产品研发不及预期等:** 部分主营流感疫苗的企业产品较为单一, 若在研管线无法推出其他品类疫苗或进度不及预期, 相关标的有产品结构单一的风险。

金迪克 (688670)

乘流感疫苗东风，四价疫苗放量在即

买入 (维持)

2023年05月21日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

研究助理 张坤

执业证书: S0600122050008

zhangk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	318	1,020	1,620	2,030
同比	-19%	220%	59%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	42	324	504	701
同比	-50%	680%	56%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.47	3.68	5.73	7.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	136.96	17.57	11.29	8.12

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **深耕四价流感疫苗, 2023年业绩有望进一步提速:** 公司四价流感疫苗于2019年上市销售, 是国内第二家实现四价流感疫苗批签发及上市销售的企业, 2019年和2020年实现批签发数量分别为134.96万剂和424.03万剂, 占全部四价流感病毒裂解疫苗批签发数量比例分别为13.90%和12.63%, 在国内全部四价流感疫苗生产企业中排名第二和第三。2020年度为公司四价流感疫苗生产、销售的第一个完整年, 当年营收5.89亿元, 归母净利润1.55亿元, 实现扭亏为盈。2021、2022年受疫情封控、新冠疫苗接种等新冠因素影响, 流感疫苗接种量较2020年大幅下滑, 使得公司2022年营收3.18亿元, 同比下滑18.81%, 归母净利润4217万元, 同比下滑48.25%。2023年Q1全国多地甲型流感疫情呈高发态势, 使得公司Q1营收1.06亿元, 同比增长752%。我们认为秋冬流感季群众接种流感疫苗的意愿将大幅提升, 2023年有望成为流感疫苗大年, 对公司业绩明显提振。

■ **产能扩张与产线拓宽奠定长期高速增长基础:** 公司四价流感疫苗产能有望在2024Q1从现有的1000万剂/年扩产至4000万剂/年, 为公司业绩维持高速增长提供产能基础。除深度研发四价流感病毒裂解疫苗系列产品外, 公司还专注于传统疫苗的升级换代和创新疫苗的研发, 积极拓宽产品管线, 形成符合产业趋势且市场前景广阔的产品梯队, 其中冻干人用狂犬病疫苗 (Vero细胞) 已完成III期临床试验正在进行产品注册申请中, 四价流感病毒裂解疫苗 (儿童) 完成了I期临床试验, 23价肺炎球菌多糖疫苗、四价流感病毒裂解疫苗 (高剂量)、冻干水痘减毒活疫苗、冻干带状疱疹减毒活疫苗、13价肺炎球菌多糖结合疫苗、重组带状疱疹疫苗、冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5细胞) 等处于临床前研究阶段。流感疫苗的产能扩张叠加在研管线的逐步丰富, 我们看好公司的长期业绩增长。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年营收分别为10.2/16.2/20.3亿元, 归母净利润3.2/5.0/7.0亿元, 当前股价对应PE分别为18/11/8x, 考虑到公司业绩具备较大弹性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 流感疫苗渗透率不及预期; 市场竞争加剧; 产品研发不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.66
一年最低/最高价	33.92/67.18
市净率(倍)	3.80
流通A股市值(百万元)	2,774.15
总市值(百万元)	7,966.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.00
资产负债率(% ,LF)	20.30
总股本(百万股)	123.20
流通A股(百万股)	42.90

相关研究

金迪克三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	951	1,339	2,093	2,794	营业总收入	318	1,020	1,620	2,030
货币资金及交易性金融资产	565	244	826	1,083	营业成本(含金融类)	51	149	235	288
经营性应收款项	347	975	1,128	1,514	税金及附加	3	9	19	20
存货	32	107	123	176	销售费用	107	339	549	666
合同资产	0	0	0	0	管理费用	61	71	85	85
其他流动资产	7	12	16	21	研发费用	32	87	157	186
非流动资产	876	1,091	1,189	1,319	财务费用	0	-1	1	-5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	15	13	20
固定资产及使用权资产	166	405	524	673	投资净收益	16	16	13	18
在建工程	620	580	569	558	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	40	35	29	24	减值损失	-40	-21	-11	-11
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	2	1	1	0	营业利润	49	378	588	818
其他非流动资产	48	70	65	64	营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	1,827	2,430	3,282	4,112	利润总额	48	378	587	817
流动负债	302	591	936	1,065	减:所得税	7	54	83	116
短期借款及一年内到期的非流动负债	42	22	12	6	净利润	42	324	504	701
经营性应付款项	99	135	227	199	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	1	归属母公司净利润	42	324	504	701
其他流动负债	161	433	696	861	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	3.68	5.73	7.97
非流动负债	65	56	58	58	EBIT	38	382	588	806
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	69	436	655	889
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	84.12	85.40	85.50	85.80
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	13.04	31.74	31.11	34.53
其他非流动负债	65	56	58	58	收入增长率(%)	-18.81	220.42	58.74	25.33
负债合计	367	647	995	1,124	归母净利润增长率(%)	-49.62	679.66	55.56	39.12
归属母公司股东权益	1,460	1,784	2,287	2,988					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,460	1,784	2,287	2,988					
负债和股东权益	1,827	2,430	3,282	4,112					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	39	-38	742	458	每股净资产(元)	16.59	20.27	25.99	33.96
投资活动现金流	113	-182	-131	-117	最新发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
筹资活动现金流	-13	-30	-8	-6	ROIC(%)	2.17	19.83	24.60	26.13
现金净增加额	138	-251	603	335	ROE-摊薄(%)	2.85	18.16	22.03	23.46
折旧和摊销	31	54	67	84	资产负债率(%)	20.10	26.61	30.30	27.33
资本开支	-168	-246	-171	-215	P/E(现价&最新股本摊薄)	136.96	17.57	11.29	8.12
营运资本变动	-64	-421	172	-320	P/B(现价)	3.90	3.19	2.49	1.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

华兰疫苗 (301207)

流感疫苗龙头，疫后有望维持高增长

买入 (维持)

2023年05月21日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

研究助理 张坤

执业证书: S0600122050008

zhangk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,826	2,636	3,681	4,851
同比	-0.23%	44%	40%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	520	959	1,272	1,687
同比	-16%	85%	33%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.30	2.40	3.18	4.22
P/E (现价&最新股本摊薄)	38.21	20.70	15.60	11.77

关键词: #业绩符合预期

投资要点

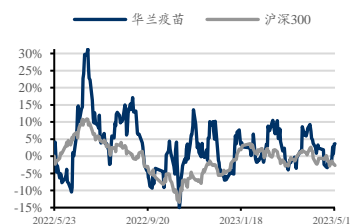
■ **流感疫苗龙头企业，先发优势持续巩固：**公司在国内流感疫苗领域拥有领先的技术和市场优势，2009年研制出全球首批 H1N1 流感病毒裂解疫苗，2018年在国内首先实现四价流感病毒裂解疫苗的上市。2018年至2020年期间，公司流感疫苗年批签发数量分别为852.3万剂、1,293.4万剂和2,315.3万剂，其中四价流感疫苗批签发数量分别为512.2万剂、836.1万剂和2,062.4万剂，均居国内首位。2020年，公司四价流感疫苗、流感疫苗批签发数量分别占四价流感疫苗市场及流感疫苗市场比例为61%与40%。2022年公司取得流感疫苗批签发共计103个批次，其中四价流感疫苗91批次，三价流感疫苗12批次，继续保持国内领先地位。公司流感疫苗产能充足，具备6个独立生产车间，可同时独立生产4种毒株原液，年产能1亿剂次。公司目前已覆盖2500余家疾控中心，销售渠道完善，产销率领先同行，销售费用率管控良好，随着新冠对流感疫苗接种挤兑的减弱，公司业绩有望迎来反弹。

■ **IIV4 儿童剂型独家获批，后续管线多元布局：**公司四价流感疫苗儿童剂型于2022年2月于国内获批，填补了市场空白，当年批签发14次，儿童剂型研发难度更高，目前市场竞争格局良好，公司产品免疫原性好，副反应小，定价与毛利率均高于成人剂型，继续助力公司业绩高成长。此外公司后续研发管线储备丰富，2023年2月份，公司先后取得冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)、吸附破伤风疫苗的药品注册证书，冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗预计将于2023年申报生产，产品管线持续丰富。我们认为公司在流感疫苗市场能够保持先发优势，其他产品将带来稳定新增量，公司业绩有望保持高增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年营收分别为26.4/36.8/48.5亿元，归母净利润9.6/12.7/16.9亿元，当前股价对应PE分别为21/16/12x，考虑到公司在流感疫苗领域的龙头地位，业绩有望保持高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**流感疫苗渗透率不及预期；市场竞争加剧；产品研发不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.64
一年最低/最高价	40.01/65.56
市净率(倍)	3.55
流通 A 股市值(百万元)	4,666.61
总市值(百万元)	19,856.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.99
资产负债率(% ,LF)	21.18
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	94.01

相关研究

华兰疫苗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,193	6,237	8,130	10,609	营业总收入	1,826	2,636	3,681	4,851
货币资金及交易性金融资产	2,019	3,941	4,527	6,756	营业成本(含金融类)	217	312	435	572
经营性应收款项	1,817	2,041	3,144	3,421	税金及附加	13	17	25	33
存货	167	122	313	271	销售费用	681	949	1,380	1,795
合同资产	0	0	0	0	管理费用	96	132	191	249
其他流动资产	190	133	146	161	研发费用	135	198	277	369
非流动资产	2,883	2,306	2,339	2,304	财务费用	-5	4	-21	-27
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	11	9	10
固定资产及使用权资产	1,283	1,229	1,161	1,093	投资净收益	56	53	55	58
在建工程	3	6	6	7	公允价值变动	17	0	0	0
无形资产	21	19	18	16	减值损失	-181	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	5	5	5	4	营业利润	593	1,090	1,458	1,929
其他非流动资产	1,571	1,047	1,148	1,184	营业外净收支	-3	-2	-3	-3
资产总计	7,076	8,543	10,469	12,913	利润总额	589	1,088	1,454	1,925
流动负债	1,537	2,051	2,701	3,460	减:所得税	70	128	182	239
短期借款及一年内到期的非流动负债	300	300	284	242	净利润	520	959	1,272	1,687
经营性应付款项	126	259	312	435	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3	3	4	6	归属母公司净利润	520	959	1,272	1,687
其他流动负债	1,108	1,488	2,101	2,777	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.30	2.40	3.18	4.22
非流动负债	42	36	39	39	EBIT	514	1,040	1,381	1,843
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	656	1,148	1,503	1,968
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	88.09	88.15	88.17	88.20
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	28.46	36.39	34.57	34.77
其他非流动负债	42	36	39	39	收入增长率(%)	-0.23	44.37	39.66	31.79
负债合计	1,579	2,087	2,741	3,498	归母净利润增长率(%)	-16.32	84.59	32.66	32.55
归属母公司股东权益	5,497	6,456	7,728	9,415					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,497	6,456	7,728	9,415					
负债和股东权益	7,076	8,543	10,469	12,913					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	289	1,368	722	2,322	每股净资产(元)	13.74	16.14	19.32	23.54
投资活动现金流	-1,756	260	-390	-300	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	1,952	-16	-26	-53	ROIC(%)	9.95	14.61	16.36	18.27
现金净增加额	485	1,612	306	1,969	ROE-摊薄(%)	9.45	14.86	16.47	17.91
折旧和摊销	142	109	122	125	资产负债率(%)	22.32	24.43	26.18	27.09
资本开支	-92	-55	-56	-58	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.21	20.70	15.60	11.77
营运资本变动	-469	326	-629	556	P/B(现价)	3.61	3.08	2.57	2.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

