

医药生物

证券研究报告/专题研究报告

2022年5月16日

评级：增持（维持）

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

研究助理：张楠

Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn

### 重点公司基本状况

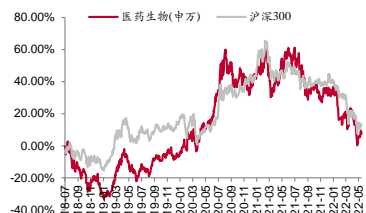
简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
智飞生物	97	6.38	4.74	6.17	7.33	15.15	20.39	15.68	13.20	0.84	买入
康泰生物	66	1.80	2.53	3.48	4.85	36.58	26.05	18.97	13.62	0.68	买入
沃森生物	50	0.27	0.85	1.25	1.47	187.14	58.49	40.02	33.97	1.87	未覆盖
万泰生物	169	2.30	4.44	6.18	7.46	73.72	38.13	27.41	22.70	1.29	买入
康华生物	124	9.22	9.47	13.98	16.92	13.43	13.07	8.85	7.31	0.39	买入
华兰疫苗	44	1.55	\	\	\	28.17	\	\	\	\	未覆盖
康希诺	153	7.74	5.37	7.34	6.03	19.82	28.56	20.89	25.43	4.79	未覆盖
百克生物	40	0.59	1.07	1.55	2.21	67.90	37.33	25.88	18.13	0.86	买入
欧林生物	22	0.27	0.41	0.70	0.73	82.58	53.37	31.58	30.13	1.61	未覆盖
金迪克	39	0.94	3.51	4.70	6.10	41.49	11.09	8.27	6.38	0.35	未覆盖
成大生物	47	2.14	\	\	\	21.87	\	\	\	\	未覆盖

备注：截至至 2022.5.16，未覆盖公司采用 Wind 一致预期

### 基本状况

上市公司数	418
行业总市值(亿元)	66780
行业流通市值(亿元)	50471

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

### 投资要点

- 2021 年新冠疫苗贡献可观增量，22Q1 常规品种受疫情阶段扰动。**1) **收入利润受益新冠大幅增长。**2021 年收入 551.09 亿元 (+80.21%)，扣非 181.08 亿元 (+141.38%)；22Q1 收入 148.91 亿元 (+122.87%)，扣非净 38.95 亿元 (+158.73%)。整体来看，2021 年常规品种受到新冠接种影响，但低基数效应叠加新冠疫苗贡献巨大增量，收入利润取得快速增长。22Q1 新冠挤兑因素依然存在，但 Q2 开始将明显弱化，疫情缓解下常规品种将会逐季改善。2) **盈利水平提升，净利率、ROE 大幅增加。**2021 年毛利率 63.96% (+0.60pp)，净利率 32.86% (+8.33%)，ROE25.69% (+8.20%)，新冠疫苗集中接种无需推广费用，拉动整体产品净利率和 ROE 上升。22Q1 板块毛利率 55.61% (-2.01%)，净利率 26.16% (+3.59%)，新冠疫苗经过几轮降价，毛利率有所下降。3) **销售费率下降明显，研发费率保持平稳。**2021 年销售费率 14.03% (-6.96pp)，新冠疫苗大规模接种无需过多销售渠道推广，常规疫苗接种也有所放缓。管理费率、财务费率、研发费率均保持相对平稳。4) **存货有所增加，应收账款回款及时，固定资产保持平稳。**2021 年存货周转率、固定资产周转率均保持相对平稳。应收账款周转率 1.69 (-0.35pp)，新冠疫苗回款较快从而拉低整体周转率。
- 2021 年整体批签发小幅增长，22Q1 HPV 疫苗维持高增。**1) **2021 年整体批签发小幅增长，重磅品种维持高增。**2021 年我国疫苗行业（不包含新冠疫苗）整体实现批签发 5376 批次 (+4.11%)。尽管 21 年新冠大规模接种对常规疫苗接种造成严重挤兑，但 HPV、PCV13、流感等重磅品种批签发依然实现 140.38%、50.72%、54.64% 的高速增长。2) **22Q1 大部分品种承压明显，HPV 疫苗逆势高增。**22Q1 新冠挤兑因素依然存在，叠加局部疫情扰动，大部分常规疫苗品种批签发承压，但 HPV、轮状病毒、五联苗保持高增，同比增速分别实现 163%、58%、40%。
- 多个新品进入放量期，驱动行业快速增长。**2021 年智飞的微卡、康泰的 PCV13、康希诺的 MCV2+MCV4、欧林的 MCV2 上市，华兰的四价流感（儿童）、沃森的 HPV2 于 22Q1 上市，经过前期渠道的铺设和各省招标工作的进行，新上市品种有望在 2022 年放量，驱动行业快速增长。
- 投资建议：**新冠疫情流感化趋势越来越明显，同时寻找针对变异株的更高效疫苗迫在眉睫，建议关注新冠疫苗相关开发企业，包括智飞生物、康泰生物、康希诺、沃森生物等；长远来看，HPV2、PCV13 等已经实现国产化，未来 3-5 年带状疱疹、PCV15、HPV4/HPV9 等有望获批上市，国内疫苗单品种销售额超过 30-50 亿元的产品数量将会不断增多，龙头企业依靠大单品市占率快速提升，价格体系有一定提升空间。推荐智飞生物、康泰生物、万泰生物、康华生物、华兰生物、百克生物等。
- 风险提示：**研发进度不及预期，临床推进不及预期，产品销售不及预期，疫情防控显著风险

## 内容目录

<b>2021&amp;22Q1 疫苗板块财报数据解读</b> .....	- 3 -
2021 年新冠疫苗贡献可观增量，22Q1 常规品种受疫情阶段扰动 .....	- 3 -
新冠接种挤兑因素有望改善，局部疫情扰动不改主逻辑通畅 .....	- 6 -
<b>2021&amp;22Q1 疫苗批签发总结</b> .....	- 7 -
2021 年整体批签发小幅增长，22Q1 HPV 疫苗维持高增 .....	- 7 -
多个新品进入放量期，驱动行业快速增长 .....	- 8 -
投资建议 .....	- 9 -
风险提示 .....	- 10 -

## 图表目录

<b>图表 1: 疫苗板块主要成分标的收入利润变化情况 (2019-2022Q1, 百万元, %)</b> - 3 -	- 3 -
<b>图表 2: 成分标的总收入情况 (2019-2022Q1, 百万元)</b> .....	- 4 -
<b>图表 3: 成分标的扣非净利润情况 (2019-2022Q1, 百万元)</b> .....	- 4 -
<b>图表 4: 疫苗板块数据分析 (2019-2022Q1)</b> .....	- 4 -
<b>图表 5: 疫苗板块总收入及增速 (百万元, %)</b> .....	- 5 -
<b>图表 6: 疫苗板块扣非净利润及增速 (百万元, %)</b> .....	- 5 -
<b>图表 7: 疫苗板块盈利情况 (%)</b> .....	- 5 -
<b>图表 8: 疫苗板块费用率情况 (%)</b> .....	- 5 -
<b>图表 9: 疫苗板块周转率情况 (%)</b> .....	- 6 -
<b>图表 10: 疫苗板块固定资产、在建工程情况 (百万元, %)</b> .....	- 6 -
<b>图表 11: 疫苗板块经营性现金流及增速 (百万元, %)</b> .....	- 6 -
<b>图表 12: 新冠疫苗接种情况</b> .....	- 7 -
<b>图表 13: 新冠疫苗每日接种量 (万剂)</b> .....	- 7 -
<b>图表 14: 全人群新冠疫苗接种率 (%)</b> .....	- 7 -
<b>图表 15: 60 岁以上人群新冠疫苗接种率 (%)</b> .....	- 7 -
<b>图表 16: 疫苗品种批签发一览 (2019-2022Q1)</b> .....	- 8 -
<b>图表 18: 国内主要疫苗企业在研管线 (仅统计 II 期及以后产品)</b> .....	- 9 -
<b>图表 19: 重点疫苗企业盈利预测表</b> .....	- 10 -

## 2021&22Q1 疫苗板块财报数据解读

2021 年新冠疫苗贡献可观增量，22Q1 常规品种受疫情阶段扰动

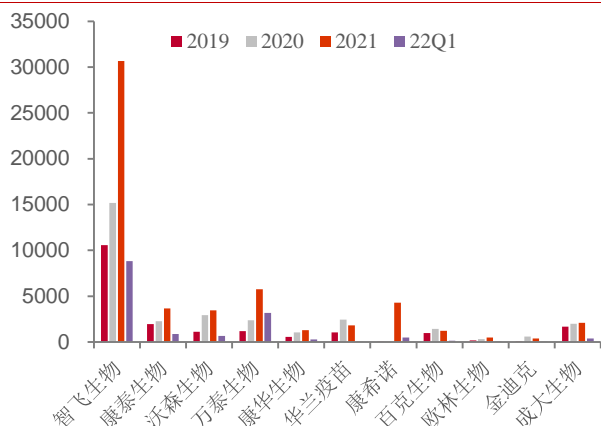
- 我们选取具有代表性、市场关注度较高的 11 支疫苗标的组成板块，对 2021 &22Q1 的各项财务指标进行分析，从而反映数据背后的行业画像。
- 2021 年部分企业受益新冠疫苗实现大幅增长，部分企业因新冠接种挤兑导致常规疫苗销售明显受限。
  - 智飞生物（扣非+206.48%，下同）、康希诺（+451.44%）、康泰生物（91.90%）等主要受益于新冠疫苗的快速放量，集中接种无需高昂的销售推广费用，兑现可观的新冠疫苗利润。
  - 万泰生物（+215.32%）、欧林生物（+253.54%）、康华生物（+37.80%）等依然克服新冠接种挤兑实现高速增长，HPV2、破伤风、HDCV 等分别贡献业绩增长核心来源。
  - 华兰疫苗（-24.59%）、百克生物（-21.74%）、金迪克（-33.41%）出现负增长，2021 年下半年尤其是 Q4，3-17 岁人群开始大规模接种新冠疫苗，与流感疫苗的接种人群和接种时间重合从而造成严重挤兑。由于流感疫苗保质期只有 10 个月，因此大量滞销的流感疫苗计提减值损失进一步压低利润。
- 22Q1 新冠挤兑因素依然存在，预计 Q2 开始将明显弱化，常规品种有望恢复正常销售。
  - 智飞生物（+101.15%）、万泰生物（+367.75%）等持续高增，HPV 疫苗功不可没；康泰生物（2763.78%）、沃森生物（+29.95%）等得益于 PCV13 放量，享受行业红利期。
  - 终端覆盖点较少的百克生物（-69.05%）、欧林生物（-134.51%）因疫情扰动阶段承压，局部疫情改善下将逐步恢复销售；金迪克、华兰疫苗等的主力品种流感疫苗主要集中在下半年销售，不具有可比性。

图表 1：疫苗板块主要成分标的收入利润变化情况（2019-2022Q1，百万元，%）

证券代码	证券简称	市值	营收						扣非净利润							
			2019	2020	2021	22Q1	20 同比	21 同比	22Q1 同比	2019	2020	2021	22Q1	20 同比	21 同比	22Q1 同比
300122.SZ	智飞生物	155,936	10587.32	15190.37	30652.42	8841.15	43.48%	101.79%	125.16%	2388.31	3322.91	10184.14	1895.76	39.13%	206.48%	101.15%
300601.SZ	康泰生物	45,884	1943.33	2261.18	3652.09	871.43	16.36%	61.51%	214.60%	528.69	620.43	1190.58	248.36	7.35%	91.90%	2763.78%
300142.SZ	沃森生物	80,639	1121.22	2939.02	3462.83	655.89	62.13%	17.82%	51.27%	128.19	715.04	591.15	97.49	47.80%	17.33%	29.95%
603392.SH	万泰生物	143,474	1183.75	2354.26	5750.33	3171.22	98.88%	144.25%	284.85%	165.11	617.03	1945.59	1314.95	273.71%	215.32%	367.75%
300841.SZ	康华生物	10,890	554.64	1038.64	1292.45	266.74	87.26%	24.44%	12.48%	183.62	402.96	555.29	123.60	19.45%	37.80%	24.60%
301207.SZ	华兰疫苗	17,904	1048.99	2426.33	1829.81	14.58	31.30%	-24.59%	32.67%	358.33	899.01	585.41	-3.60	50.89%	34.88%	
688185.SH	康希诺	37,043	2.28	24.89	4299.70	499.36	990.06%	17174.53%	6.98%	-174.45	-511.33	1797.04	82.21	93.12%	451.44%	511.46%
688276.SH	百克生物	17,017	975.67	1441.36	1202.03	137.80	47.73%	-16.60%	-44.27%	210.94	401.88	233.63	16.79	90.52%	41.87%	-69.05%
688319.SH	欧林生物	7,882	179.11	320.11	487.15	53.54	78.72%	52.18%	-15.61%	-36.65	27.34	96.66	-6.86	174.61%	253.54%	-134.51%
688670.SH	金迪克	3,377	67.15	589.10	392.27	12.47	777.27%	-33.41%	-58.50%	-20.17	161.88	65.83	-6.85	902.46%	59.34%	-3.19%
688739.SH	成大生物	19,502	1676.92	1995.58	2088.04	366.34	19.00%	4.63%	41.50%	667.10	844.54	862.52	132.85	26.60%	2.13%	96.81%

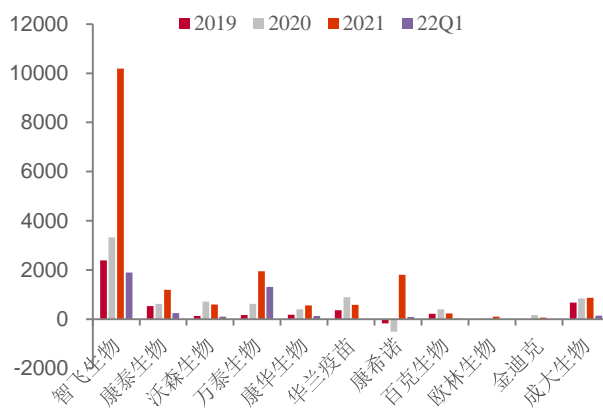
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2: 成分标的总收入情况 (2019-2022Q1, 百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 成分标的扣非净利润情况 (2019-2022Q1, 百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **板块整体来看**, 各项经营指标表现良好。新冠疫苗贡献巨大增量, 带来收入、利润、毛利率、经营现金流、存货等大幅增加, 也使得常规疫苗接种和回款延迟。随着新冠疫苗接种影响边际减弱, 我们仍然长期看好国产创新疫苗大时代, 看好新冠疫情带来疫苗认知和渗透率的跨越式增长。

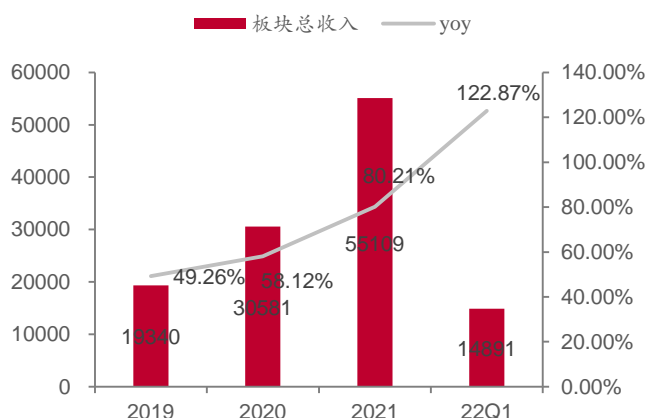
图表 4: 疫苗板块数据分析 (2019-2022Q1)

	2019	2020	2021	22Q1	20 同比	21 同比	22Q1 同比		2019	2020	2021	22Q1	20 同比	21 同比	22Q1 同比
<b>利润表相关</b>								<b>资产负债表相关</b>							
板块总收入	19340.39	30580.82	55109.13	14890.51	58.12%	80.21%	122.87%	总资产	34549.47	58850.55	101265.78	107567.66	70.34%	72.07%	77.99%
板块成本	7410.58	11203.37	19860.70	6610.31	51.18%	77.27%	133.22%	总负债	10823.47	15960.18	30778.64	29983.55	47.46%	92.85%	83.09%
板块毛利	11929.81	19377.45	35248.43	8280.19	62.43%	81.90%	114.99%	存货	3775.94	5498.70	11727.84	11677.36	45.62%	113.28%	94.28%
板块毛利率	61.68%	63.36%	63.96%	55.61%	1.68%	0.60%	-2.01%	应收账款	5014.13	8255.38	14635.48	14516.44	64.64%	77.28%	84.86%
板块利润总额	5397.52	9722.22	21445.24	4759.69	80.12%	120.58%	164.21%	固定资产	4994.37	6627.53	9993.88	7323.61	32.70%	50.79%	95.31%
板块扣非净利	4399.02	7501.69	18107.83	3894.70	70.53%	141.38%	158.73%	在建工程	3193.09	4571.04	9139.84	9139.84	43.15%	99.95%	98.60%
销售费用	4111.63	6417.95	7734.44	2150.26	56.09%	20.51%	108.06%	资产负债率	0.31	0.27	0.30	0.28			
/营业收入(%)	21.26%	20.99%	14.03%	14.44%				固定资产周转	3.87	4.61	5.51	2.03			
管理费用	1206.05	1338.41	1837.17	949.32	10.97%	37.27%	184.17%	存货周转率	1.96	2.04	1.69	0.57			
/营业收入(%)	6.24%	4.38%	3.33%	6.38%				应收账款周转	3.86	3.70	3.77	1.03			
财务费用	19.31	85.57	-116.70	-17.73	343.14%	-236.38%	61.38%	<b>现金流量表相关</b>							
/营业收入(%)	0.10%	0.28%	-0.21%	-0.12%				经营性净现金	3371.81	6431.54	16087.30	-3761.83	90.74%	150.13%	-1057.37%
研发费用	1132.48	2042.21	3798.04	809.61	80.33%	85.98%	25.06%								
/营业收入(%)	5.86%	6.68%	6.89%	5.44%											
板块净利率	22.75%	24.53%	32.86%	26.16%	1.79%	8.33%	3.59%								
板块ROE	18.54%	17.49%	25.69%	5.02%	-1.05%	8.20%	1.77%								

来源: Wind, 中泰证券研究所

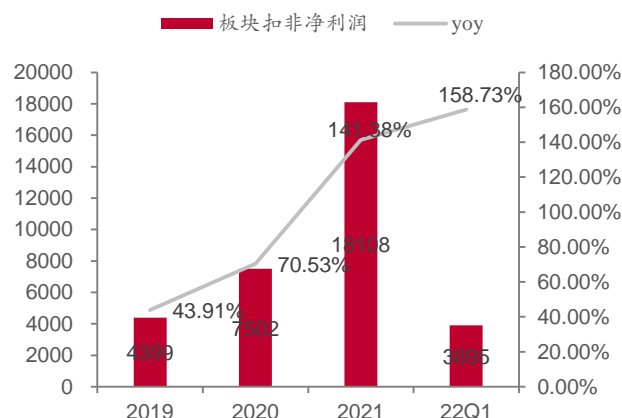
- **收入利润受益新冠大幅增长**。2021 年疫苗板块总收入 551.09 亿元 (+80.21%), 扣非净利润 181.08 亿元 (+141.38%); 22Q1 板块总收入 148.91 亿元 (+122.87%), 扣非净利润 38.95 亿元 (+158.73%)。整体来看, 2021 年常规品种受到新冠疫苗接种影响, 但低基数效应叠加新冠疫苗贡献巨大增量, 2021 年疫苗板块收入与利润取得快速增长。22Q1 新冠挤兑因素依然存在, 但 Q2 开始新冠挤兑将会明显改善, 疫情缓解下常规品种将会逐季改善。

图表 5: 疫苗板块总收入及增速 (百万元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

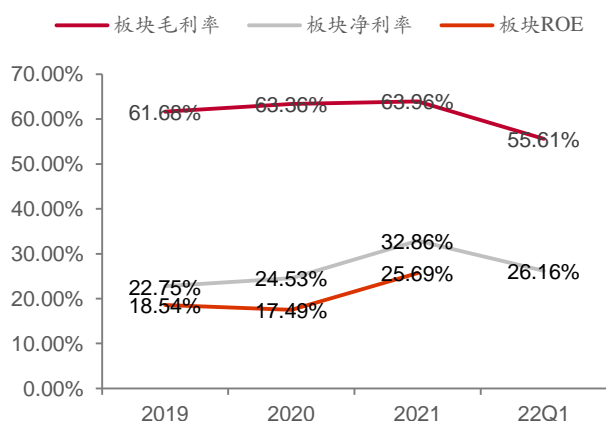
图表 6: 疫苗板块扣非净利润及增速 (百万元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

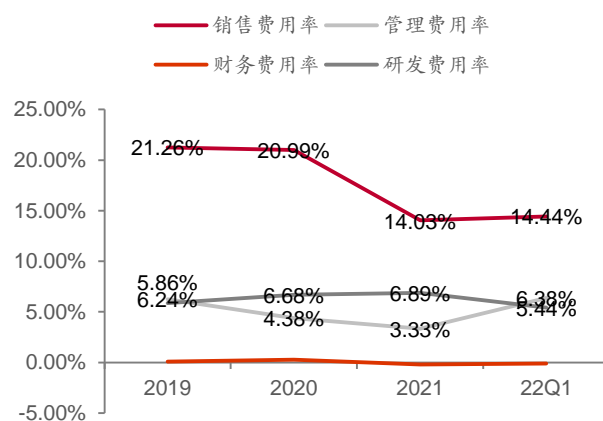
- **盈利水平提升, 净利率、ROE 大幅提升。**2021 年疫苗板块毛利率 63.96% (+0.60pp), 净利率 32.86% (+8.33%), ROE 25.69% (+8.20%) 主要在于新冠疫苗集中接种无需推广费用, 拉动整体产品净利率和 ROE 上升; 高毛利品种 PCV13、HPV2 等放量也贡献一定提升。22Q1 板块毛利率 55.61% (-2.01%), 净利率 26.16% (+3.59%), 新冠疫苗经过几轮降价, 毛利率有所下降。
- **销售费率下降明显, 研发费率保持平稳。**2021 年疫苗板块销售费用率 14.03% (-6.96pp), 新冠疫苗大规模接种无需过多销售渠道推广, 常规疫苗接种也有所放缓。管理费用率 3.33% (-1.05pp), 相关管理开销减少所致。财务费用率 -0.21% (-0.49pp), 保持相对稳定。研发费用率 6.89% (+0.21%), 药企研发保持平稳。

图表 7: 疫苗板块盈利情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

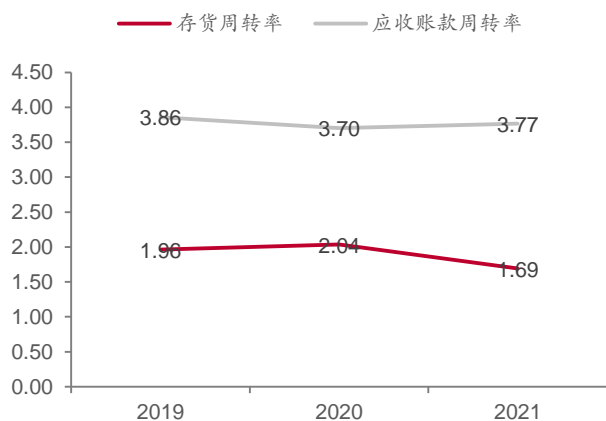
图表 8: 疫苗板块费用率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

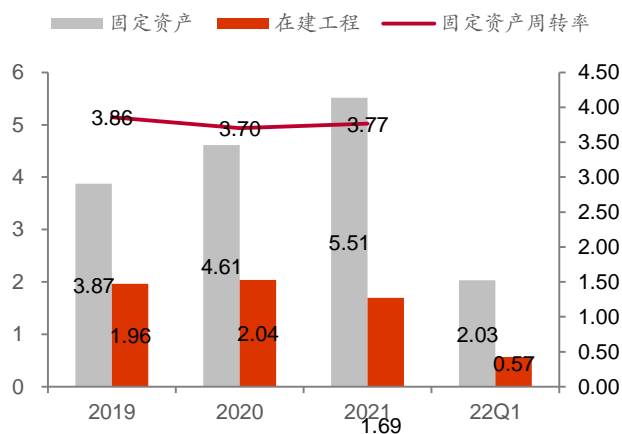
- **存货有所增加, 应收账款回款及时, 固定资产保持平稳。**2021 年疫苗板块存货周转率 3.77 (+0.07pp), 存货保持相对平稳。应收账款周转率 1.69 (-0.35pp), 主要得益于新冠疫苗回款较快从而拉低整体周转率。固定周转率 3.77 (+0.07pp), 保持平稳态势。

图表 9: 疫苗板块周转率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

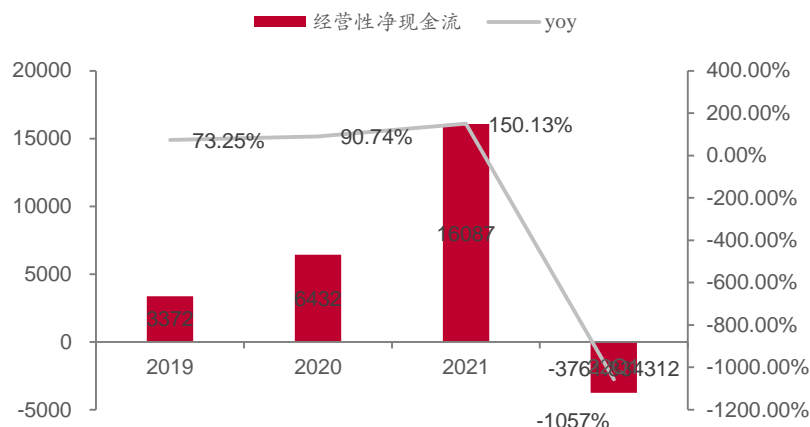
图表 10: 疫苗板块固定资产、在建工程情况(百万元,%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- ▶ **新冠疫苗贡献可观现金流。**2021 年板块经营现金流 160.87 亿元 (+150.13%)，新冠疫苗贡献巨大增量，为企业带来极为可观的现金回款。22Q1 经营现金流 (-1057%)，疫情扰动、下半年回款等造成短期现金流承压。

图表 11: 疫苗板块经营性现金流及增速 (百万元, %)

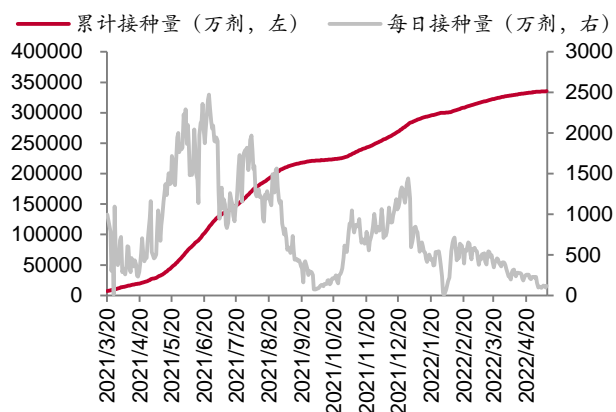


来源: 中国, 中泰证券研究所

### 新冠接种挤兑因素有望改善，局部疫情扰动不改主逻辑通畅

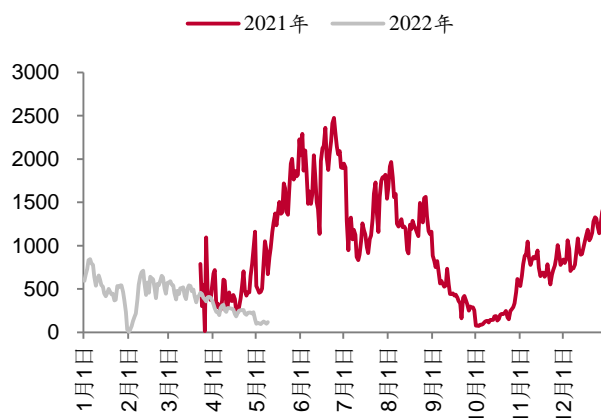
- **预计 Q2 开始新冠挤兑将明显改善。**截至 2022.5.11，国内已接种新冠疫苗 33.56 亿剂，其中约 7.5 亿人完成加强针接种，加强针覆盖率达到 53% 左右。自 2022 年开年以来，创除春节因素外，新冠疫苗每日接种量维持在 500 万剂以下，远远低于高峰值 2400 万剂，新冠接种挤兑因素不断弱化。按照 300-500 万剂/日接种量测算，我们预计加强针接种将在 22Q3 完成。
- **老年人群加强针亟需加快推广。**截至 2022.4.28，全人群中，累计接种 33.41 剂，至少接种 1 针的 12.85 亿人（接种率 91.02%，下同），至少接种 2 针的 12.50 亿人（88.52%），接种加强针的 7.50 亿人（53.14%）。60 岁以上人群中，至少接种 1 针的 2.27 亿人（86.02%），至少接种 2 针的 2.15 亿人（81.50%），接种加强针的 1.60 亿人（60.77%）。

图表 12: 新冠疫苗接种情况



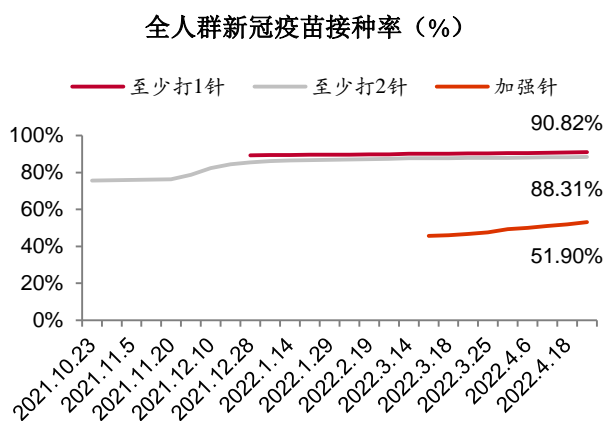
来源: 卫健委, 中泰证券研究所

图表 13: 新冠疫苗每日接种量 (万剂)



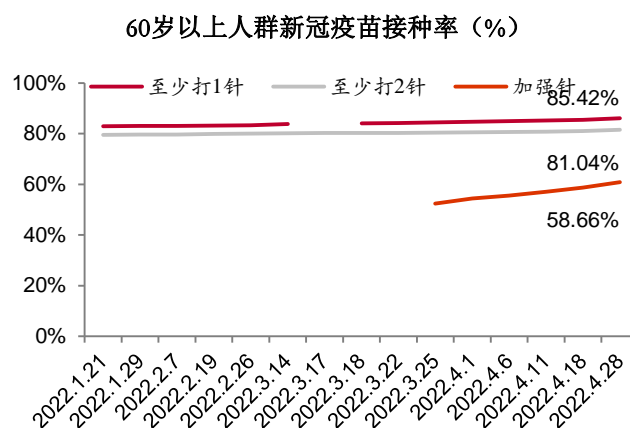
来源: 卫健委, 中泰证券研究所

图表 14: 全人群新冠疫苗接种率 (%)



来源: 卫健委, 中泰证券研究所

图表 15: 60岁以上人群新冠疫苗接种率 (%)



来源: 卫健委, 中泰证券研究所

## 2021&22Q1 疫苗批签发总结

### 2021 年整体批签发小幅增长, 22Q1 HPV 疫苗维持高增

- 2021 年整体批签发小幅增长, 重磅品种维持高增。**2021 年我国疫苗行业 (不包含新冠疫苗) 整体实现批签发 5376 批次 (+4.11%)。尽管 21 年新冠大规模接种对常规疫苗的批签发、终端接种造成影响, 尤其是 21Q2、Q4 对常规疫苗接种造成严重挤兑, 但 HPV、PCV13、流感等重磅品种批签发依然保持快速增长, 同比增速分别实现 140.38%、50.72%、54.64%。
- 22Q1 大部分品种承压明显, HPV 疫苗逆势高增。**22Q1 新冠挤兑因素依然存在, 叠加局部疫情扰动, 大部分常规疫苗品种批签发承压, 但 HPV、轮状病毒、五联苗保持高增, 同比增速分别实现 163%、58%、40%。

图表 16: 疫苗品种批签发一览 (2019-2022Q1)

疫苗名称	公司	2019		2020		2021		2022Q1		2020同比		2021同比		22Q1同比	
		批签发量 (万支)	批次	批签发量 (万支)	批次	批签发量 (万支)	批次	批签发量 (万支)	批次	批签发量	批次	批签发量	批次	批签发量	批次
HPV疫苗	合计	1088	51	1543	104	\	250	\	92	42%	104%	140%	163%		
	万泰生物 (2价)	0	0	246	46	\	163	\	67			254%	253%		
	GSK (2价)	201	8	69	3	\	10	0	0	-66%	-63%	233%	-100%	-100%	
	智飞生物 (4价,代理MSD)	554	28	722	31	880	24	211	7	30%	11%	22%	-23%	75%	0%
	智飞生物 (9价,代理MSD)	332	15	507	24	1021	43	483	18	52%	60%	101%	79%	890%	260%
13价肺炎结合疫苗	合计	475	22	1089	69	\	104	\	20	129%	214%	51%	-26%		
	辉瑞	475	22	642	27	\	59	\	1	35%	23%	119%	-93%		
	沃森生物	0	0	447	42	495	42	209	11			11%	0%	64%	-15%
	康泰生物	0	0	0	0	42	3	\	8						
3价流感疫苗	合计	2107	100	2394	120	\	147	\	7	14%	20%	23%			
	华兰疫苗	457	18	253	11	\	6	0	0	-45%	-39%	-45%			
	百克生物	0	0	157	10	398	25	0	0			154%	150%		
4价流感疫苗	合计	971	55	3358	182	\	320	0	0	246%	231%	76%	-100%	-100%	
	华兰疫苗	836	39	2062	86	\	94	0	0	147%	121%	9%			
	金迪克	135	16	424	51	\	98	0	0	214%	219%	92%			
水痘疫苗	合计	2095	282	2733	386	\	472	\	78	30%	37%	22%	-18%		
	百克生物	716	116	883	140	959	145	\	25	23%	21%	9%	4%	-34%	
EV71疫苗	合计	1885	157	1551	132	\	150	\	15	-18%	-16%	14%	-63%		
	北京科兴	379	22	170	10	\	30	0	0	-55%	-55%	200%	-100%	-100%	
	武汉所	542	53	684	64	\	46	\	3	26%	21%	-28%			
	昆明所	964	82	698	58	\	74	\	12	-28%	-29%	28%	-52%		
狂犬疫苗	合计	5883	781	7860	879	\	983	\	154	34%	13%	12%	0%		
	成大生物 (Vero细胞)	4034	526	3652	417	4139	458	\	71	-9%	-21%	13%	10%	-7%	
	康华生物 (人二倍体)	238	38	370	56	480	63	\	17	56%	47%	29%	13%	143%	
轮状病毒疫苗	合计	1016	159	1080	175	\	192	\	57	6%	10%	10%	58%		
	兰州所 (单价)	546	102	681	127	\	103	\	29	25%	25%	-19%	21%		
	智飞生物 (五价,代理MSD)	470	57	399	48	731	87	324	28	-15%	-16%	83%	81%	538%	133%
2价流脑结合疫苗	合计	791	61	743	58	\	97	\	7	-6%	-5%	67%	-67%		
	智飞生物	67	6	440	33	387	58	\	3	558%	450%	-12%	76%	-77%	
	沃森生物	118	13	127	13	128	14	0	0	7%	0%	1%	8%	-100%	-100%
4价流脑多糖疫苗	合计	338	36	1115	93	\	67	\	7	230%	158%	-28%	-61%		
	智飞生物	75	5	606	40	695	43	\	7	703%	700%	15%	8%	-50%	
	沃森生物	238	29	273	34	82	11	0	0	15%	17%	-70%	-68%	-100%	-100%
脊灰灭活苗	合计	4003	342	2695	233	\	272	\	51	-33%	-32%	17%	219%		
脊灰减毒苗	合计	519	13	3525	129	\	67	\	32	579%	892%	-48%			
	合计	715	72	1104	94	\	80	0	0	54%	31%	-15%	-100%	-100%	
	智飞生物	43	4	370	26	310	22	0	0	764%	550%	-16%	-15%		
	康泰生物	217	22	243	26	336	30	0	0	12%	18%	38%	15%	-100%	-100%
百白破疫苗	合计	7930	211	5138	176	\	94	\	20	-35%	-17%	-47%	82%		
	沃森生物	1206	92	1213	97	350	29	158	12	1%	5%	-71%	-70%	687%	500%
	合计	477	33	556	51	432	42	\	4	17%	55%	-22%	-18%	-69%	
百白破-Hib四联苗	康泰生物	477	33	556	51	432	42	\	4	17%	55%	-22%	-18%	-69%	
	合计	460	60	630	79	\	67	\	14	37%	32%	-15%	40%		
百白破-IPV-Hib五联苗	赛诺菲	460	60	630	79	\	67	\	14	37%	32%	-15%	40%		
	合计	947	73	1739	137	\	78	\	8	84%	88%	-43%	-77%		
23价肺炎多糖疫苗	智飞生物	145	8	48	2	148	7	48	2	-67%	-75%	208%	250%	109%	100%
	沃森生物	358	34	575	55	90	9	0	0	61%	62%	-84%	-84%	-100%	-100%
	康泰生物	89	6	408	31	136	10	0	0	358%	417%	-67%	-68%	-100%	-100%
	合计	6310	413	6468	496	\	562	\	89	3%	20%	13%	-29%		
乙肝疫苗	康泰生物	2141	109	201	15	2575	179	\	35	-91%	-86%	1181%	1093%	-22%	

来源: 中检院, 各公司年报, 中泰证券研究所

## 多个新品进入放量期, 驱动行业快速增长

- 多个新品进入放量期, 驱动行业快速增长。2021年, 智飞生物的微卡、康泰生物的PCV13、康希诺的MCV2+MCV4、欧林生物的MCV2上市, 华兰疫苗的四价流感(儿童)、沃森生物的HPV2于22Q1上市, 经过前



期渠道的铺设和各省招标工作的进行,新上市品种有望在2022年放量,驱动行业快速增长。

- **在研管线逐步进入收获期,创新型疫苗进展靠前。**目前 HPV 疫苗、流感疫苗、带状疱疹疫苗等在成人群体的接种率仍然很低,依然具有极大的开拓提升空间。同时 HPV2、PCV13 等已经实现国产化,未来 3-5 年带状疱疹、PCV15、HPV4/HPV9 等有望获批上市,国内疫苗单品种销售额超过 30-50 亿元的产品数量将会不断增多,龙头企业依靠大单品市占率快速提升,价格体系有一定提升空间。

**图表 17: 国内主要疫苗企业在研管线 (仅统计 II 期及以后产品)**

公司	产品名称	目前进度	预期报产时间	预期上市时间
智飞生物	母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用)	2021.6 获批上市		
	23 价肺炎球菌多糖疫苗	已报产		
	流感病毒裂解疫苗	获得 III 期临床试验总结		
	15 价肺炎球菌结合疫苗	临床 III 期		
	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	临床 III 期		
	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	临床 III 期		
	四价流感病毒裂解疫苗	临床 III 期		
康泰生物	13 价肺炎球菌结合疫苗	2021.9 获批上市		
	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	2021.6 获批上市		
	冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)	已报产		2022Q3
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	临床 III 期研究总结		
	甲型肝炎灭活疫苗	临床 III 期研究总结		
	冻干水痘减毒活疫苗	获得 III 期临床试验总结	2022H2	2023
	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	临床 III 期	2023	2024
重组肠道病毒 71 型疫苗 (汉逊酵母)	临床 II 期			
康希诺	AC 群脑膜炎球菌结合疫苗	2021.6 获批上市		
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	2021.12 获批上市		
	PCV13i	临床 III 期	2023	
沃森生物	双价 HPV (16/18 型) 疫苗 (酵母)	2022.3 获批上市		
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	临床 III 期		
万泰生物	九价 HPV 疫苗	III 期临床进行中		
	冻干水痘减毒活疫苗	III 期临床研究总结		
	冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D)	II 期临床进行中		
百克生物	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	临床 III 期		
	带状疱疹减毒活疫苗	已报产		2022Q4
金迪克	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	临床 III 期完成		
欧林生物	AC 结合疫苗	2021 获批上市		
	重组金葡菌疫苗	获得 II 期临床试验总结		
	AC-Hib 结合疫苗	临床 III 期		
华兰疫苗	四价流感病毒裂解疫苗 (儿童)	2022.2 上市		
	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	已报产		
	吸附破伤风疫苗	已报产		
	冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗	临床 III 期		
	甲型 H7N9 流感病毒裂解疫苗	临床 II 期完成		
甲型 H7N9 流感全病毒灭活疫苗	临床 II 期完成			
康乐卫士	九价 HPV 疫苗	临床 III 期		
	三价 HPV 疫苗	临床 III 期		
成大生物	双价肾综合征出血热疫苗 (Vero 细胞)	临床 III 期完成		
	四价流感病毒裂解疫苗	临床 III 期		

来源:公司公告,药智网,中泰证券研究所 注:数据截至 2022.5.10

## 投资建议

- 新冠疫情流感化趋势越来越明显,同时寻找针对变异株的更高效疫苗迫

在眉眼睫，建议关注新冠疫苗相关开发企业，包括智飞生物、康泰生物、康希诺、沃森生物等；长远来看，各个疫苗头部企业均有重磅大品种放量或即将上市放量，叠加新冠疫情下的预防接种认知度提升，我们预计大品种接种率有望持续提升、逐步接近发达国家水平，推荐智飞生物、康泰生物、万泰生物、康华生物、华兰生物、百克生物等。

图表 18: 重点疫苗企业盈利预测表

证券代码	公司名称	总市值	净利润				EPS				PE				PEG	评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
300122.SZ	智飞生物	1,547	10,209	7,588	9,866	11,722	6.38	4.74	6.17	7.33	15.15	20.39	15.68	13.20	0.84	买入
300601.SZ	康泰生物	462	1,263	1,774	2,436	3,394	1.80	2.53	3.48	4.85	36.58	26.05	18.97	13.62	0.68	买入
300142.SZ	沃森生物	800	428	1,369	2,000	2,356	0.27	0.85	1.25	1.47	187.14	58.49	40.02	33.97	1.87	未覆盖
603392.SH	万泰生物	1,490	2,021	3,908	5,436	6,564	2.30	4.44	6.18	7.46	73.72	38.13	27.41	22.70	1.29	买入
300841.SZ	康华生物	111	829	852	1,258	1,523	9.22	9.47	13.98	16.92	13.43	13.07	8.85	7.31	0.39	买入
301207.SZ	华兰疫苗	175	621	\	\	\	1.55	\	\	\	28.17	\	\	\	\	未覆盖
688185.SH	康希诺	379	1,914	1,329	1,817	1,492	7.74	5.37	7.34	6.03	19.82	28.56	20.89	25.43	4.79	未覆盖
688276.SH	百克生物	165	244	443	639	912	0.59	1.07	1.55	2.21	67.90	37.33	25.88	18.13	0.86	买入
688319.SH	欧林生物	89	108	167	282	296	0.27	0.41	0.70	0.73	82.58	53.37	31.58	30.13	1.61	未覆盖
688670.SH	金迪克	34	82	309	414	537	0.94	3.51	4.70	6.10	41.49	11.09	8.27	6.38	0.35	未覆盖
688739.SH	成大生物	195	892	\	\	\	2.14	\	\	\	21.87	\	\	\	\	未覆盖

来源: Wind, 中泰证券研究所 注: 数据截至 2022.5.16, 未覆盖公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

- **研发进度不及预期。**由于不可抗力因素如病毒变异过快导致流行毒株迅速发生变化或者研究方案设计等诸多复杂因素的影响，研发进度出现推迟或者停滞。
- **产品临床推进不及预期。**由于临床方案设计、人群入组等诸多复杂因素的影响，导致临床推进速度过缓/停滞，临床开发失败。
- **销售不及预期。**上市产品由于效价、GMP 以及副作用等问题导致疫苗产品在国内或者国际订单减少甚至没有，产品销售停滞。
- **疫情防控显著风险。**国内采取严格防控措施以便消除任何新冠病毒在国内传播的可能，在完成基础免疫的基础上，对加强针或者序贯接种等的需求逐渐减弱。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。