

重视生物制品关注度与景气度双升的结构性机遇

2022年07月03日

➤ **周度行情回顾 (2022.06.27-2022.07.1)**: 上周申万医药指数上涨 0.58%，跑输沪深 300 指数 1.1 个百分点，医药板块 PE (TTM) 约为 26 倍。当前生物制品板块估值处于历史低位，疫情影响下血制品的医院端销售受到压制，伴随疫情的好转血制品的医院端销售有望逐步恢复；近期南方流感阳性率高发增加疫苗板块关注度，且各企业新冠疫苗占比逐步降低，长期来看国内大品类疫苗和海外渗透率相比，还处于成长早期，建议关注生物制品底部投资机会。

➤ **血制品板块：关注供给与需求双向上的景气度提升。** 供给侧来看，过去十年浆站审批数量较少，“十四五”期间国家对新建浆站有望逐渐放开，血制品生产依赖于血浆供应量，龙头企业批文获得能力较强，有望迎来采浆供给增量新时期。需求侧来看，国内市场仍处于紧平衡状态。1) 白蛋白进口和国产占比分别为 65% 和 35%，仍有较大国产替代空间。2) 静丙已经实现海外出口应急供应，并布局海外长期注册出口。3) 广东血制品集采的降价预期温和，利空出尽，中标后利于产品的院内放量。

➤ **疫苗板块：大品类疫苗逐步快速放量，关注南方流感爆发带来的疫苗关注度提升。** 南方流感检测阳性率已连续 5 周持续提升，且显著高于往年同期，关注 2022 流感季疫苗接种情况。新冠疫苗销售占比逐步降低，原有产品逐步放量，多个大品种有望年内上市，如智飞生物代理的默沙东四价和九价 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗，沃森生物的 13 价肺炎疫苗，百克生物的带状疱疹疫苗等，和海外渗透率相比，还处于成长早期，建议关注疫情后时代非新冠疫苗大品种的放量。

➤ **本周股票建议关注组合**：1) 成长组合：聚光科技、药石科技、金斯瑞生物科技；2) 稳健组合：康希诺、智飞生物、博雅生物；3) 弹性组合：派林生物、百克生物、华兰疫苗。

➤ **投资建议**：生物制品估值处于历史低位，底部契机已现。2022 年 7 月 1 日 SW 血液制品 PE 仅为 34 倍，板块平均估值为 47 倍，接近 2010 年以来的板块历史估值底部水平。2022 年 7 月 1 日 SW 疫苗板块 PE 为 25 倍，2012 年以来血制品板块平均估值为 39 倍，当前估值与 2018 年 Q1 时期估值水平相当，关注疫苗板块估值低位机会。

➤ **风险提示**：政策变化，血制品出口进度低于预期，疫苗接种情况低于预期
重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300725	药石科技	97.48	2.44	1.76	2.54	40	55	38	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	24.32	-0.17	-0.11	-0.04	/	/	/	推荐
300203	聚光科技	23.87	-0.52	0.54	0.79	/	44	30	暂无
688185	康希诺	195.47	7.74	2.69	4.50	25	73	43	暂无
300122	智飞生物	113.96	0.89	4.81	5.93	128	24	19	暂无
300294	博雅生物	35.40	2.07	0.95	1.14	17	37	31	暂无
000403	派林生物	21.83	0.53	0.86	1.11	41	25	20	推荐
688276	百克生物	68.28	0.54	1.11	1.65	126	61	41	暂无
301207	华兰疫苗	62.15	1.72	/	/	36	/	/	暂无

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2022 年 07 月 1 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；金斯瑞生物科技股价单位为人民币，2022 年 7 月 1 日港元兑人民币汇率为 0.855）

推荐

维持评级



分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师：许睿

执业证号：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理：宋丽莹

执业证号：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

1. 泛酸钙和咖啡因价格高位运行，关注口服新冠药板块投资机会-医药新制造之原料药月报 2022 年 3 月
2. 民生医药一周谈：中成药集采温和落地，独家品种业绩有望高弹性
3. 医药行业事件点评：mRNA 疫苗临床新获批，产业链国产化大有可为
4. 医药行业一周谈：中药创新大势已至，产业链机遇蓬勃待发
5. 医药行业事件点评：“十四五”中医药发展规划聚焦板块高质量发展

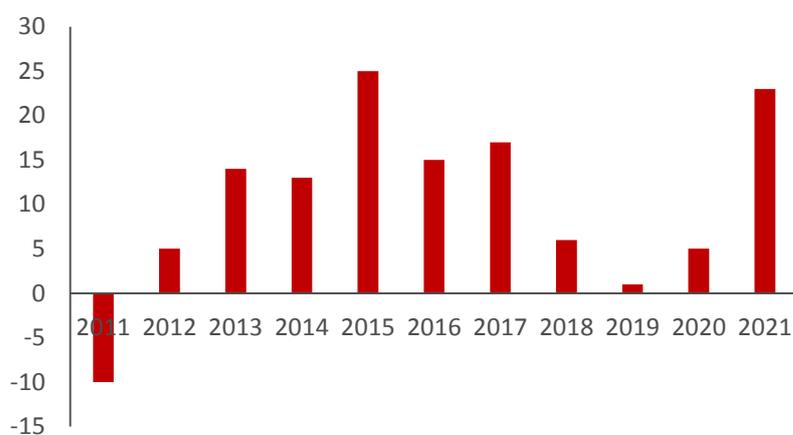
目 录

1 血制品板块：关注供给与需求双向上的景气度提升	3
2 疫苗板块：大品类疫苗逐步快速放量，关注南方流感爆发带来的疫苗关注度提升	6
3 投资建议：生物制品估值处于历史低位，底部契机已现	9
4 风险提示	11
插图目录	12
表格目录	12

1 血制品板块：关注供给与需求双向上的景气度提升

供给侧：“十四五”期间新建浆站审批有望放开，采浆量有望大幅提高，利好头部企业。血制品的供给来自于单采浆站，单浆站数量直接决定了血浆的供应量，“十二五”、“十三五”期间，国家加强采供血机构管理，持续推进采供血机构标准化和规范化建设，各省份新增浆站数量有限。

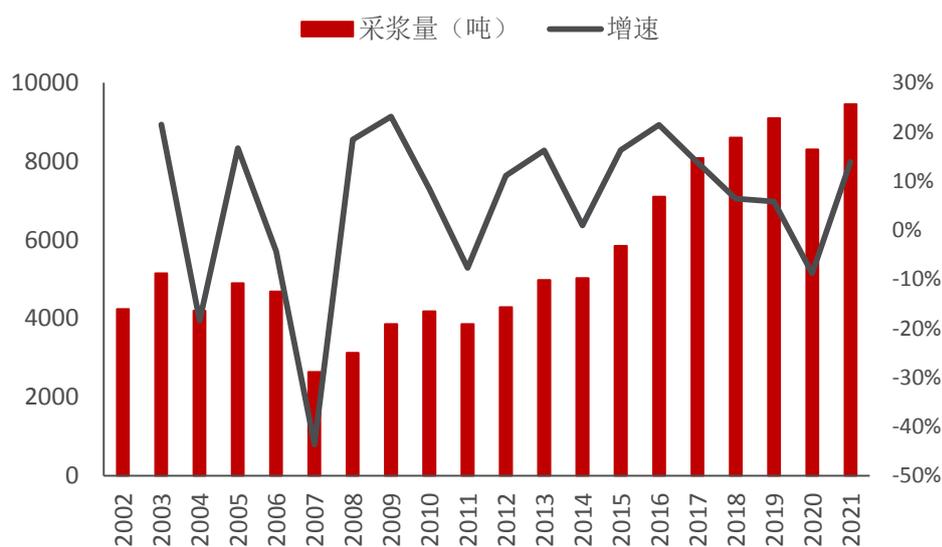
图 1：新批浆站数量（个）



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

需求侧：血制品终端仍处于紧平衡状态。血制品依赖上游紧俏的原料血浆资源，派林生物 2020 年报披露，我国实际血浆需求量保守预计超过 14000 吨。2021 年国内采浆量约 9455 吨，较 2020 年增长约 13.4%，较 2019 年增长约 2.7%。下游血制品市场需求仍旺盛，行业供需处于紧平衡状态，竞争格局较好。

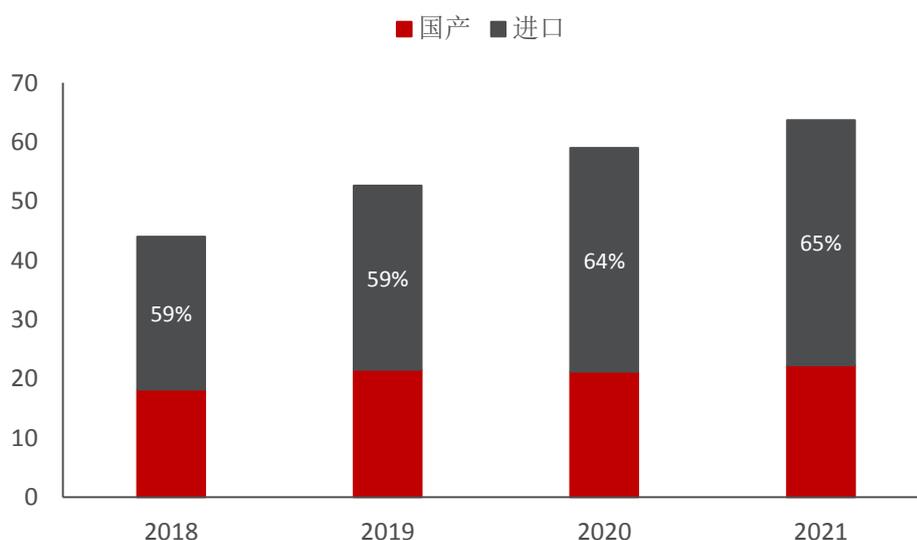
图 2：国内采浆量（吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

1) 人血白蛋白国产替代空间大，后疫情时代国产力量有望恢复。人血白蛋白是国内血制品中最大的销售品种，也是目前允许进口的血制品。2021 年人血白蛋白批签发量为 6367 万瓶，进口和国产的占比分别为 65.0%和 35.0%，国内市场的供给仍以进口为主，有较大的国产替代空间。

图 3：人血白蛋白批签发（百万瓶）及进口产品百分比



资料来源：中检院，兴科蓉医药年报，民生证券研究院

2) 海外静丙售价显著高于国内，血制品出口显著打开市场空间。与国内价格

相比，欧美等海外国家静丙价格高于中国。2020 年新冠疫情以来，国内企业开始逐渐抓住应急供应需求，首次实现静丙的对外出口。博雅生物、派林生物等企业已有静丙出口东南亚、南美等国家的业务，并正在积极布局血制品长期注册出口业务，打开血制品市场长期增长空间。

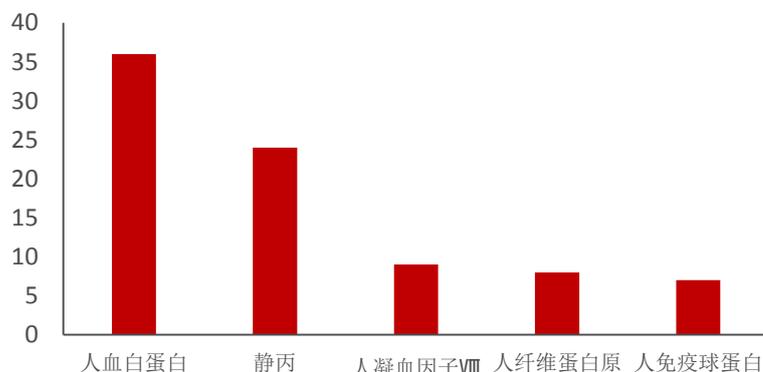
表 1：海外静丙价格对比（2.5g/瓶）

国家	价格（元/瓶）
中国	620
美国	1300
英国	800
印度	250

资料来源：CMS，medindia，民生证券研究院

3) 血制品集采的降价预期温和，利空出尽，中标后利于产品的院内放量。 广东血制品集采温和落地，参与即中标无竞价。A) 血制品集采报价产品参与即中标，无行业竞价现象，相比 2021 年广东联盟内均价，集采价格降幅小于 10%，联盟地区采购量约占全国批签发量约 10%，整体来看全国首次血制品集采由于其资源属性，实质上无传统集采之可行性，对行业影响较小。B) 人血白蛋白为需求量最大的品种，中标企业数量多，进口产品对应采购量超七成，且进口产品中标价格较低。静丙、人凝血因子 VIII、纤维蛋白原、人免疫球蛋白均为国产产品，需求量集中在头部企业产品，中标价各企业较为接近，降价幅度有限。C) 华兰生物、上海莱士在中标品种和采购量上表现突出。博雅生物和天坛生物旗下成都蓉生的白蛋白和静丙未参与本次集采报价，有利于维护全国产品价格体系。本次集采从量价来看对各血制企业的影响有限，各企业长期盈利确定性高。

图 4：广东省血制品集采中标品规个数（个）

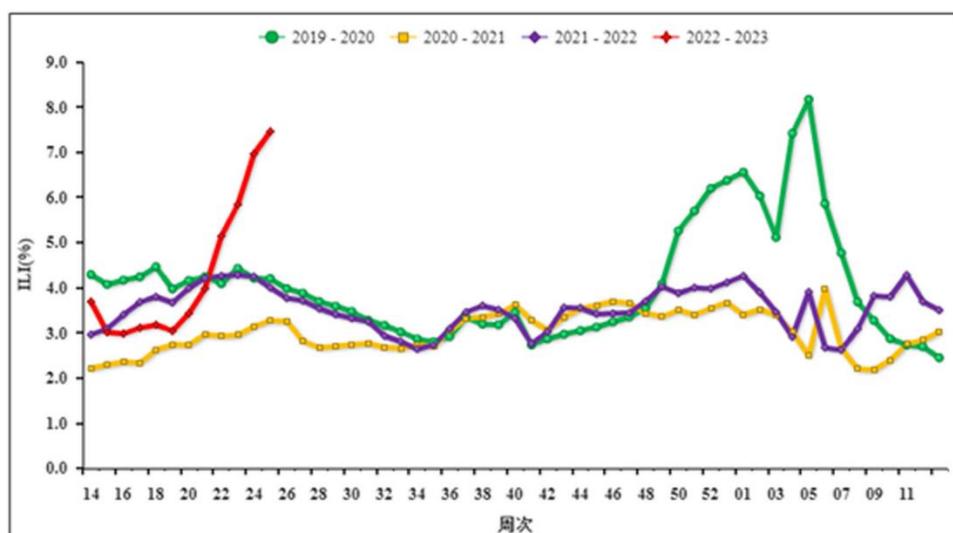


资料来源：广东省药品交易中心，民生证券研究院

2 疫苗板块 :大品类疫苗逐步快速放量 ,关注南方流感爆发带来的疫苗关注度提升

南方流感检测阳性率呈明显上升趋势，显著高于往年同期。2022 年第 25 周（6 月 20 日-6 月 26 日）南方省份哨点医院报告的 ILI%为 7.5%，高于前一周水平（7.0%），这一比例已连续 5 周持续提升，且高于 2019-2021 年同期水平（4.2%、3.3%和 4.0%）。北方省份 ILI%与往年持平。

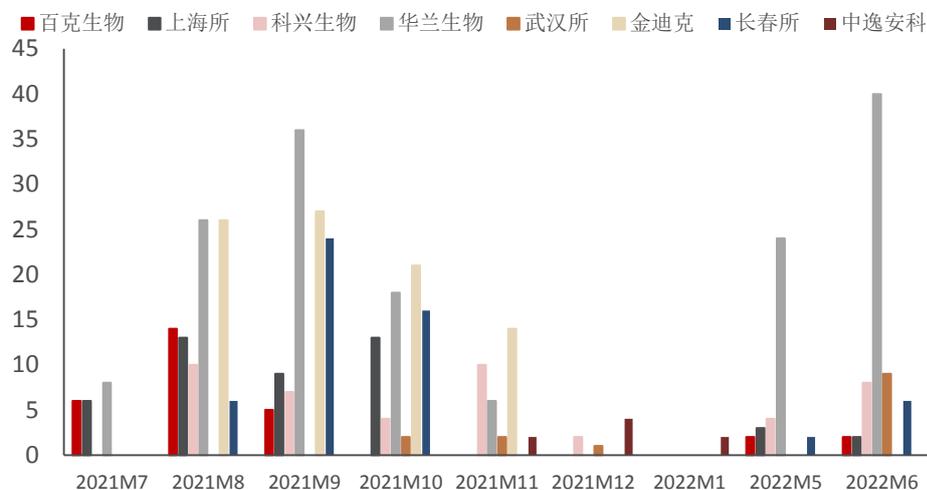
图 5：2019-2022 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例百分比



资料来源：CDC，民生证券研究院

关注 2022 流感季疫苗接种情况。在南方夏季流感阳性率显著高于往年的情况下，华兰生物等企业率先布局流感疫苗生产和批签发，多个疫苗相关企业积极布局流感疫苗的生产，以应对南方夏季流感以及下半年的冬春季流感。在大众健康意识逐步提高的大环境下，2022 年流感疫苗接种有望提高。

图 6：流感疫苗批签发跟踪



资料来源：中检院，医药魔方，民生证券研究院

新冠疫苗比例逐步降低，原有产品逐步放量，多个大品种有望年内上市。根据国家卫健委 5 月 14 日数据，我国已完成全程接种的人数达到 12 亿，全程接种率已达到 89%，国内对新冠疫苗的需求走低，新冠疫苗销售对企业的营收影响逐渐降低。原有主营疫苗重新回归，贡献主要销售额。2021 年智飞代理的默沙东四价和九价 HPV 疫苗批签发量分别为 880 万和 1021 万，五价轮状病毒疫苗批签发量 731 万，整体代理销售额达到 209 亿元，同比增速 49%。沃森的 13 价肺炎疫苗 2021 年销售额达到 27.4 亿元，占总销售额的 80%。此外，百克生物带状疱疹疫苗 2022 年 4 月获上市许可受理，相关上市产品较少，潜在市场空间较大。建议关注疫情后时代非新冠疫苗大品种的放量。

表 2：国内上市疫苗公司重点产品梳理

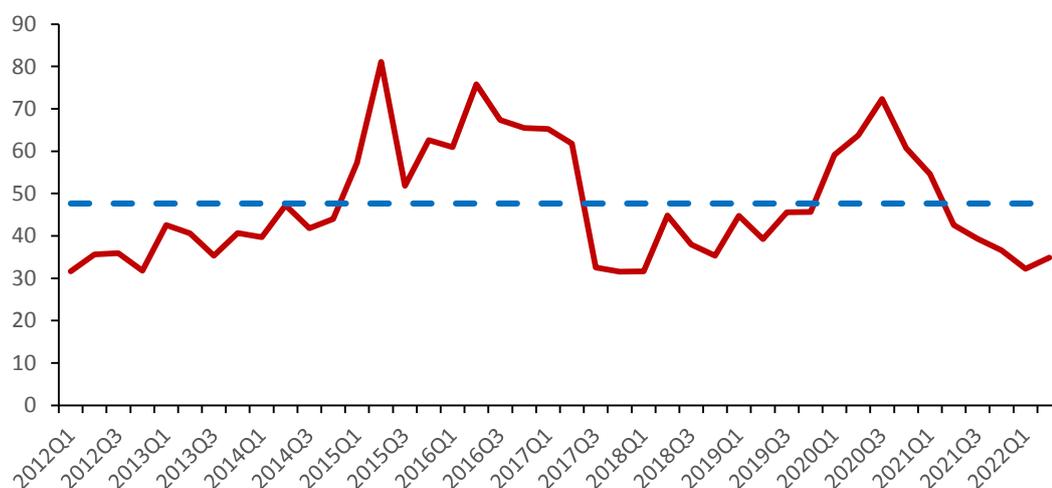
公司	产品	国内上市时间
华兰	四价流感病毒裂解疫苗	2018
	冻干人用狂犬病疫苗（vero 细胞）	预计 2022
	吸附破伤风疫苗	预计 2022
	四价流感病毒裂解疫苗（儿童剂型）	/
	冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗	/
沃森	13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	2019
	重组人乳头瘤病毒双价（16/18 型）疫苗（酵母）	/
智飞	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	2007
	A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	2007
	b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	2011
	四价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	2017
	九价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	2018
	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）	2018
	流感病毒裂解疫苗	/
	23 价肺炎球菌多糖疫苗	/
金迪克	四价流感病毒裂解疫苗	2019
	冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	/
百克	水痘减毒活疫苗	2008
	冻干鼻喷流感减毒活疫苗	2020
	带状疱疹减毒活疫苗	2022 年 4 月获上市许可受理
康华	冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	2012
康希诺	A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	2021
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	2021
欧林	吸附破伤风疫苗	2016
成大	人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)	2004
康泰	重组乙型肝炎疫苗(酿酒酵母)	2005
	无细胞百白破 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	2012
	b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	2012
	23 价肺炎球菌多糖疫苗	2018
	人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	/
	冻干水痘减毒活疫苗	/

资料来源：各公司年报，民生证券研究院

3 投资建议 :生物制品估值处于历史低位 ,底部契机已现

血制品估值处于十年来历史低位水平 ,具有性价比。2022 年 7 月 1 日 SW 血液制品 PE 仅为 34 倍 ,2012 年以来血制品板块平均估值为 47 倍 ,当前估值与 2018 年 Q1 时期估值水平相当 ,也接近 2012 年以来的板块历史估值低位水平 ,底部契机已现。

图 7 : 血制品板块 PE



资料来源 : wind , 民生证券研究院

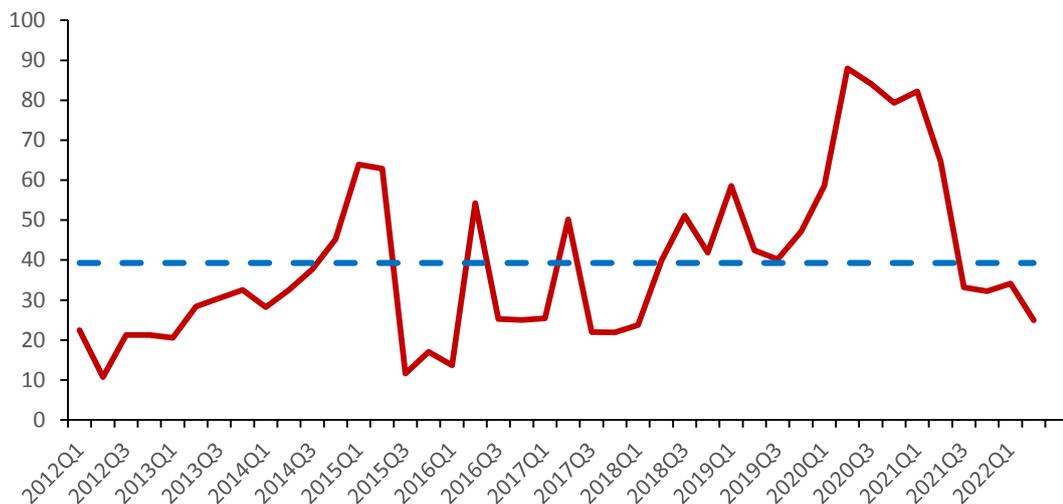
表 3 : 血制品公司估值水平

证券代码	证券简称	PE (2022E)
600161.SH	天坛生物	38
002007.SZ	华兰生物	26
300294.SZ	博雅生物	37
002880.SZ	卫光生物	22
000403.SZ	派林生物	26

资料来源 : wind , 民生证券研究院 (注 : 股价为 2022 年 07 月 01 日收盘价 , PE 为 wind 一致预期)

疫苗板块估值走低 ,处于十年来历史低位水平。2022 年 7 月 1 日 SW 疫苗板块 PE 为 25 倍 ,2012 年以来血制品板块平均估值为 39 倍 ,当前估值与 2018 年 Q1 时期估值水平相当 ,关注疫苗板块估值低位机会。

图 8：疫苗板块 PE



资料来源：wind，民生证券研究院

表 4：疫苗公司估值水平

证券代码	证券简称	PE (2022E)
300142.SZ	沃森生物	63
300122.SZ	智飞生物	24
688670.SH	金迪克	14
688276.SH	百克生物	61
300841.SZ	康华生物	18
688319.SH	欧林生物	53
300601.SZ	康泰生物	33

资料来源：wind，民生证券研究院（注：股价为 2022 年 07 月 01 日收盘价，PE 为 wind 一致预期）

4 风险提示

1) **政策变化的风险。**医药监管政策的变动，血制品、二类苗等产品推广和销售的不确定性。

2) **血制品出口进度低于预期的风险。**血制品出口需经过注册，药品在各国注册进度可能慢于预期时间，也存在注册失败的风险。

3) **疫苗接种情况低于预期的风险。**新冠疫苗的生产、存储、接种可能影响其他种类疫苗，进而影响非新冠疫苗的实际接种进度。

插图目录

图 1：新批浆站数量（个）	3
图 2：国内采浆量（吨）	4
图 3：人血白蛋白批签发（百万瓶）及进口产品百分比	4
图 4：广东省血制品集采中标品规个数（个）	5
图 5：2019-2022 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例百分比	6
图 6：流感疫苗批签发跟踪	7
图 7：血制品板块 PE	9
图 8：疫苗板块 PE	10

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：海外静丙价格对比（2.5g/瓶）	5
表 2：国内上市疫苗公司重点产品梳理	8
表 3：血制品公司估值水平	9
表 4：疫苗公司估值水平	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001