



医药生物

优于大市（维持）

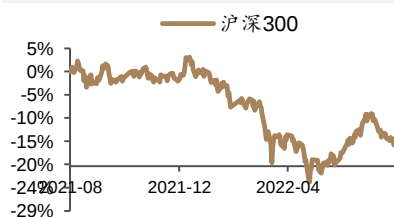
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《医药行业周报：消费复苏+充分调整+全基低配，医药可战略性加仓》，2022.7.24
- 2.《医药行业周报：眼科板块持续受关注，咖啡因涨价相关企业受益》，2022.7.17
- 3.《长春高新(000661.SZ)：股权激励出台，利好公司长期发展》，2022.7.11
- 4.《医药行业周报：疫苗生产流通管理发布，利好龙头企业长远发展》，2022.7.10
- 5.《太极集团(600129.SH)：国药入主后经营改善显著，业绩有望逐季提升》，2022.7.9

海外疫苗专题：2022 上半年常规疫苗恢复强劲，全球市场潜力依然巨大

投资要点：

- 2020 年底，国内外新冠疫苗陆续上市，对常规疫苗的接种造成了一定影响，我们更新了 2020 年到 2022 上半年全球主要疫苗品种的销售情况，复盘疫情对常规疫苗的销售影响，以及 2022 上半年常规疫苗恢复情况，同时我们列举了 HPV 疫苗、带状疱疹疫苗、13 价肺炎疫苗和流感疫苗这四款全球销售较大的品种进行分析：
- **HPV 疫苗：需求极其旺盛，随着默沙东供应增加实现快速增长。**默沙东 Gardasil 市场表现惊艳，在 2021 年全球大范围开展新冠疫苗接种背景下，实现销售收入 56.7 亿美元，同比增长约 44%，该产品收入快速爆发主要系：1) 整体供应量在 2021 年显著增加；2) 国际市场如中国市场的需求依然旺盛。中国市场方面，部分省市已经计划开展低年龄女性免费接种 HPV 疫苗，以及两款国产 2 价 HPV 疫苗获批上市，我们认为未来 5 年 HPV 疫苗在中国将会呈现爆发增长态势，对于默沙东而言，中国市场已经成为其最重要的海外市场之一，如何在这波时代红利实现商业利益最大化，我们认为智飞生物将会发挥更重要的角色，智飞生物与默沙东合作已经超过 10 年，是国内销售能力最强的疫苗公司之一，我们判断随着默沙东未来在中国供应量的加大，智飞生物也有望实现业绩快速增长。此外，对于万泰生物而言，其 2 价 HPV 疫苗目前处于快速放量阶段，9 价 HPV 疫苗也是国内较早进入三期的品种之一，万泰生物有望长期维持高增长。2022 上半年，Gardasil 实现营收 31.3 亿美元，同比增长约 46%，主要系中国市场快速增长所致。
- **带状疱疹疫苗：GSK 的带状疱疹疫苗 Shingrix 于 2017 年底在 FDA 获批上市，于 2020 年销售达到 19.89 亿英镑，2021 年受新冠疫情影响业绩出现首次下滑，销售额为 17.21 亿英镑。2022 上半年，Shingrix 销售额达 14.29 亿英镑，同比增速超过 100%，我们判断有望成为全球第三大疫苗单品（仅次于 HPV 疫苗和 13 价，不考虑流感疫苗）。国内方面，老龄化+人均寿命延长将是趋势，针对老年人的带状疱疹疫苗有望迎来黄金期。1) 发病率方面，中国 50 岁以上每年带状疱疹新发确诊病例在 150 万例以上；2) 接种率方面，美国 60 岁以上成年人带状疱疹覆盖率从 2010 年的 15% 左右，提升至 2018 年的 34.5%，我们预估 2021 年接种率超过 40%，中国市场经过 2 年市场推广，逐渐进入放量期；3) 竞争格局方面，目前仅有百克生物的减毒活疫苗于 2022 年 4 月获得药监局上市受理，其余国产厂商研发进度均处于临床早期阶段，竞争格局良好。**

- **13 价肺炎疫苗：辉瑞进入瓶颈期，国产 13 价肺炎疫苗放量进行时。**辉瑞 13 价肺炎疫苗从 2016 年开始已经进入瓶颈期，2020 年该产品实现销售收入约 58 亿美金，与 2019 年相比基本持平，2021 年受新冠疫苗接种影响，销售额下滑约 10%。2022 上半年，实现收入 29.9 亿美元，同比上涨 19%，主要系 2021 年低基数。考虑到 13 价肺炎疫苗在很多国家已经纳入免疫规划，以及该产品在海外发达国家渗透率已经到了很高的水平，以及最重要的新兴市场已经有 2 款国产 13 价肺炎疫苗获批上市，预计辉瑞的 13 价肺炎疫苗销售额未来难以有较大的增长空间。中国市场方面，沃森生物和康泰生物 13 价肺炎疫苗分别于 2019 年和 2021 年获批上市，13 价肺炎疫苗在儿童家长群体中属于知名度较高的疫苗产品，我们判断沃森生物和康泰生物的 13 价肺炎疫苗近几年有望实现快速增长态势。
- **流感疫苗：2021 年受新冠疫苗接种影响，预计 2022 年显著恢复。**以赛诺菲流感疫苗为例，2020 年实现销售收入 24.7 亿欧元，同比增长约 38%，实现快速增长主要系在疫情期期间，政府大力推广流感疫苗接种所致（BioNtech、Moderna 的 mRNA 疫苗都是 2020 年底左右获批），2021 年，赛诺菲流感疫苗实现销售收入 26.3 亿欧元，同比增长约 6%，主要系 Q4 美国地区开始打新冠疫苗加强针影响，2022 上半年实现收入 1.8 亿欧元，同比下降约 11%。国内市场方面，2021 年销售受新冠疫苗接种影响，以华兰疫苗为例，其 2021 年流感疫苗销售约 1554 万支，同比 2020 年下滑约 28.5%。看 2022 年，由于 6 月开始南方疫情出现抬头趋势，以及流感疫苗在 5 月开始批签发，我们认为 2022 年流感疫苗接种必要性和接种窗口相比往年较好，我们判断下半年流感疫苗销售有望得到显著恢复，看好相关标的如百克生物、华兰疫苗、金迪克等公司业绩实现反转。
- **其他品种：整体受新冠疫苗接种不利影响，预计 2022 年将逐步恢复。**整体来看，2020 和 2021 年期间，大部分品种销售都受到了不利影响，原因主要系新冠疫情对消费者接种常规疫苗产生了一定的限制，以及 2021 年新冠疫苗接种的优先级对常规疫苗的接种也产生的一定的挤压。但长期来看，虽然我们认为新冠疫苗接种将成为常态化，但考虑到未来加强针接种可能仅需要一针，相比与 2021 年的全程接种影响将会小很多，从 2022 年上半年销售数据来看，许多重磅品种已恢复到疫情前水平。
- **投资建议：**整体来看，2020 年疫情和 2021 年新冠疫苗接种对常规疫苗的放量产生了不利影响，长期来看，新冠疫苗对常规疫苗接种的挤兑将逐步减弱，看好未来常规疫苗接种的恢复，重点推荐智飞生物、康泰生物、百克生物、欧林生物，建议关注康希诺生物、康华生物、沃森生物、华兰疫苗等。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，新冠疫苗接种超预期的风险，疫苗接种需求降低的风险。

内容目录

1. 常规疫苗恢复强劲，全球市场潜力依然巨大	4
2. 风险提示	8

图表目录

图 1：2010-2022H1 默沙东 HPV 疫苗销售额情况	4
图 2：2017-2022H1 GSK 带状疱疹疫苗分地区销售情况（百万英镑）	4
图 3：2010-2022H1 辉瑞 7/13 价肺炎疫苗销售额情况（2014 年开始为 13 价苗销售 额）	5
图 4：赛诺菲流感疫苗销售情况	6
表 1：2019-2022H1 全球主要疫苗品种销售额情况	6

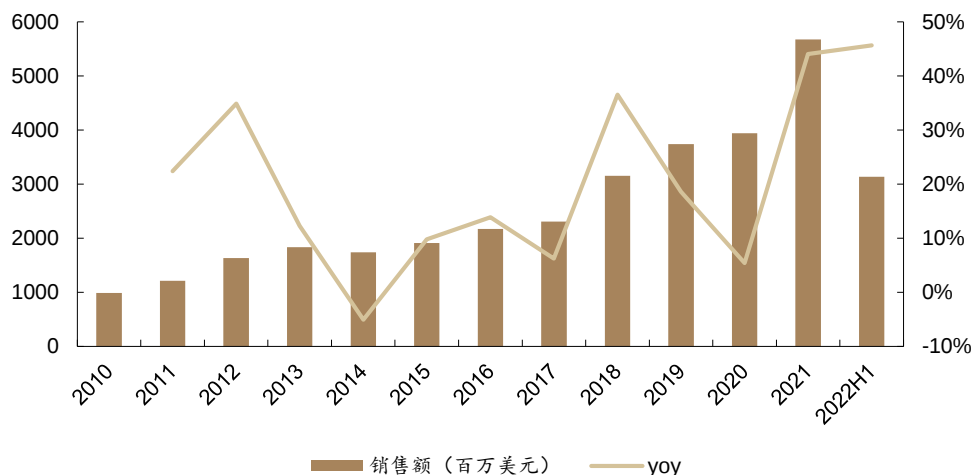
1. 常规疫苗恢复强劲，全球市场潜力依然巨大

1) HPV 疫苗系列：默沙东 Gardasil 市场表现惊艳，2021 年在新冠疫苗接种背景下，实现销售收入 56.7 亿美元，同比增长约 44%。分区域来看，美国市场实现销售收入 18.8 亿美元，同比增长约 7%，国际市场实现销售收入 37.9 亿美元，同比增长约 74%，海外市场已经成为默沙东 Gardasil 的战略市场。2022 年上半年，该产品销售额达 31.3 亿美元，同比增长 46%。

根据默沙东公告，该产品收入快速爆发主要系以下几方面原因：1) 整体供应量在 2021 年显著增加；2) 国际市场中如中国地区的市场需求依然旺盛，公司预计到 2030 年 Gardasil 销售额有望实现翻倍。

中国市场方面，近年来随着两癌筛查不断普及，HPV 疫苗也被越来越多人熟知，近几年两会中不断有代表提案建议加大 HPV 疫苗接种率，同时也可以看到如广东、海南等地方已经计划开展低年龄女性免费接种 HPV 疫苗，以及国内已经有两款国产 2 价 HPV 疫苗获批上市（万泰生物和沃森生物），我们认为未来 5 年 HPV 疫苗在中国将会呈现爆发增长态势，对于默沙东而言，中国市场已经成为其最重要的海外市场之一，如何在这波时代红利实现商业利益最大化，我们认为智飞生物将会发挥更重要的角色，智飞生物与默沙东合作已经超过 10 年，是国内销售能力最强的疫苗公司之一，我们判断随着默沙东未来在中国供应量的加大，智飞生物也有望实现业绩快速增长。此外，对于万泰生物而言，其 2 价 HPV 疫苗目前处于快速放量阶段，9 价 HPV 疫苗也是国内较早进入三期的品种之一，万泰生物长期业绩有望维持高增长。

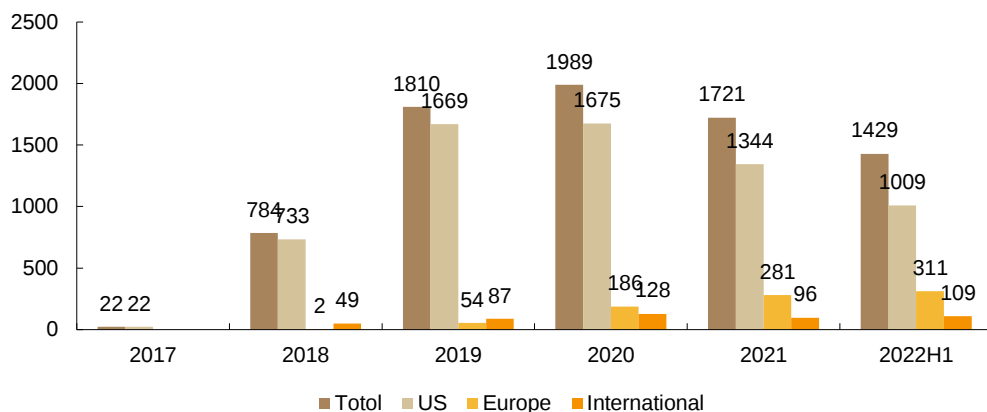
图 1：2010-2022H1 默沙东 HPV 疫苗销售额情况



资料来源：Merck 公司年报，德邦研究所

2) 带状疱疹疫苗：GSK 的带状疱疹疫苗 Shingrix 于 2017 年在美国上市，2017-2020 年保持高速增长，2021 年由于新冠疫情影响，2021 年实现收入 17.21 亿英镑，同比下降 13%。2022 上半年实现收入 14.29 亿英镑，同比增长超过 100%，收入贡献主要以美国和欧洲市场为主。

图 2：2017-2022H1 GSK 带状疱疹疫苗分地区销售情况（百万英镑）



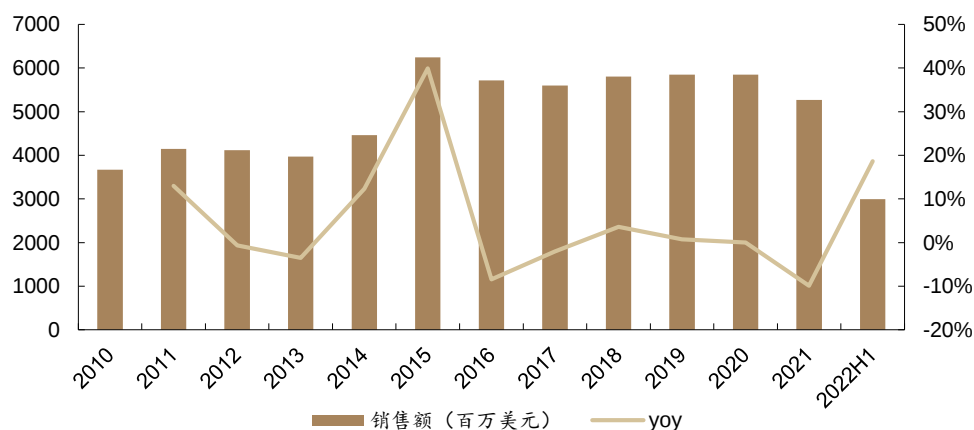
资料来源：GSK 公司公告，德邦研究所

国内方面，老龄化+人均寿命延长将是趋势，针对老年人的带状疱疹疫苗有望迎来黄金期。1) 发病率方面，中国 50 岁以上每年带状疱疹新发确诊病例在 150 万例以上；2) 接种率方面，美国 CDC 数据显示美国 60 岁以上成年人带状疱疹覆盖率从 2010 年的 15% 左右，提升至 2018 年的 34.5%，我们预估 2021 年接种率超过 40%，中国市场经过 2 年市场推广，逐渐进入放量期；3) 竞争格局方面，目前仅有百克生物的减毒活疫苗于 2022 年 4 月获得药监局上市受理，其余国产厂商研发进度均处于临床早期阶段，竞争格局良好。

2) 13 价肺炎疫苗：辉瑞公司的 13 价肺炎疫苗从 2016 年开始已经进入瓶颈期，2020 年该产品实现销售收入约 58 亿美元，与 2019 年相比基本持平。2021 年受新冠疫苗大范围接种以及加强接种的影响，该产品的销售额下滑约 10% 至 53 亿美金。2022 年上半年，辉瑞公司 13 价肺炎疫苗实现收入 29.9 亿美元，同比上涨 19%，恢复疫情前水平。考虑到 13 价肺炎疫苗在很多国家已经纳入免疫规划，以及该产品在海外发达国家渗透率已经到了很高的水平，以及最重要的新兴市场中国已经有 2 款国产 13 价肺炎疫苗获批上市，预计辉瑞的 13 价肺炎疫苗销售额未来难以有较大的增长空间。

中国市场方面，沃森生物和康泰生物的 13 价肺炎疫苗分别于 2019 年和 2021 年获批上市，13 价肺炎疫苗在儿童家长群体中属于知名度较高的疫苗产品，我们判断沃森生物和康泰生物的 13 价肺炎疫苗近几年有望实现快速增长态势。

图 3：2010-2022H1 辉瑞 7/13 价肺炎疫苗销售额情况（2014 年开始为 13 价苗销售额）



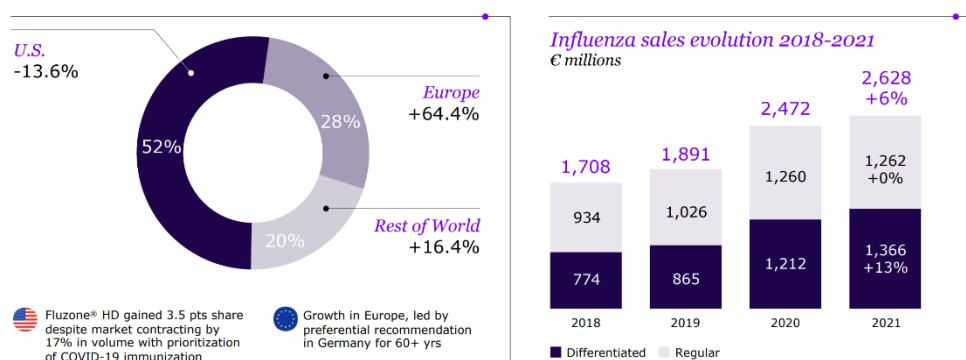
资料来源：辉瑞公司年报，德邦研究所

3) 流感疫苗系列：以赛诺菲的流感疫苗为例，该系列产品 2020 年实现销售收入 24.7 亿欧元，同比增长约 31%；根据公司年报显示，流感疫苗实现爆发增长主要系在疫情期间，政府大力推广流感疫苗接种所致（BioNtech、Moderna 的 mRNA 新冠疫苗都是 2020 年底左右获批）。该情形与中国的情况基本一致，2020 年中国流感疫苗批签发数量约 5765 万支，同比 2019 年批签发量增长约 87%，主要流感疫苗供应商如华兰疫苗 2020 年四价流感疫苗销量约 1942 万支，同比 2020 年销量增长约 135%。

2021 年，赛诺菲的流感疫苗实现销售收入 26.3 亿欧元，同比增长约 6%，主要系第四季度美国地区开始打新冠疫苗加强针下滑 13.6%，但海外市场增长较为不错。2022 年该产品上半年实现收入 1.8 亿欧元，同比下降约 11%，主要原因是销售旺季集中在下半年。国内市场方面，由于在第三季度新冠疫苗接种年龄段放宽至 3 岁以上，而儿童作为流感疫苗接种的主流人群因此与新冠疫苗产品冲突，影响国内流感疫苗销售，以华兰疫苗为例，根据其 2021 年年报，2021 年其流感疫苗销售约 1554 万支，同比 2020 年下滑约 28.5%。

图 4：赛诺菲流感疫苗销售情况

Flu sales reaching record levels in 2021



资料来源：赛诺菲公司公告，德邦研究所

其他品种我们不在这一讨论，具体可见下表，但整体来看，2020 和 2021 年期间，大部分品种销售都受到了不利影响，原因主要系新冠疫情的管控措施对消费者接种常规疫苗产生了一定的限制，以及 2021 年新冠疫苗接种的优先级对常规疫苗的接种也产生的一定的影响。

但从 2022 上半年以及长期来看，虽然我们认为新冠疫苗接种将成为常态化，但考虑到未来加强针接种可能仅需要一针，相比 2021 年的全程接种影响将会小很多。2022 年上半年常规疫苗的接种有所恢复，重磅品种大都恢复到疫情前销售额数值。

表 1：2019-2022H1 全球主要疫苗品种销售额情况

疫苗名称	2019		2020		2021		2022H1		国内相关上市公司
	销售额（百万美元）	增速	销售额（百万美元）	增速	销售额（百万美元）	增速	销售额（百万美元）	增速	
肺炎疫苗系列									
Synflorix（10 价肺炎结合疫苗）-GSK	604	10%	523	-14%	464	-11%	215	-17%	沃森生物、 康泰生物、 智飞生物、 康希诺等
Pneumovax 23（23 价肺炎多糖疫苗）-默沙东	926	2%	1087	17%	893	-18%	325	1%	
Prevnar 13（13 价肺炎结合疫苗）-辉瑞	5847	1%	5850	0%	5272	-10%	2994	19%	

HPV 疫苗系列									智飞生物、 万泰生物、 沃森生物等
Cervarix（二价 HPV 疫苗）-GSK	65	-64%	181	180%	179	-1%	66	-37%	
Gardasil（四价 HPV 疫苗）/Gardasil 9（九价 HPV 疫苗）-默沙东	3737	19%	3938	5%	5673	44%	3133	46%	
流感疫苗系列									华兰疫苗 智飞生物、 百克生物、 金迪克等
Fluarix/FluLaval（三/四价流感病毒疫苗）-GSK	698	3%	953	35%	883	-7%	65	-2%	
Influenza vaccine（三/四价流感疫苗系列）-赛诺菲	2080	11%	2719	31%	2891	6%	199	-11%	
QIV/TIV/Fluad/Pandemic（三/四价流感疫苗系列）-Seqirus(CSL)	1018	12%	1136	12%	1552	33%	1592	18%	康泰生物、 沃森生物等
百白破疫苗系列									
Infanrix/Pediarix（百白破+脊灰+乙肝/Hib）-GSK	946	8%	818	-14%	706	-14%	384	8%	
Boostrix（百白破）-GSK	753	13%	619	-18%	677	9%	369	18%	康希诺、 康泰生物、 智飞生物、 沃森生物等
Pentacel/Pentaxim/imovax/Hexaxim（百白破+脊灰+Hib/乙肝）-赛诺菲	2102	11%	2317	10%	2375	3%	1322	9%	
脑膜炎疫苗系列									
Bexsero（B 型脑膜炎疫苗）-GSK	876	16%	845	-4%	845	0%	426	10%	康希诺、 康泰生物、 智飞生物、 沃森生物等
menveo（ACYW135 流脑结合疫苗）-GSK	344	15%	345	0%	354	3%	144	13%	
其他脑膜炎疫苗-GSK	93	11%	148	58%	51	-66%	10	-56%	
FSME/IMMUN-TicoVac（蜱传脑膜炎疫苗）-辉瑞	220	20%	196	-11%	185	-6%	110	-3%	
Trumenba（B 型脑膜炎疫苗）-辉瑞	135	16%	112	-17%	118	5%	-	-	
Nimenrix（ACYW135 流脑结合疫苗）-辉瑞	230	64%	221	-4%	193	-13%	142	50%	
Menactra（ACYW135 流脑结合疫苗）-赛诺菲	737	12%	598	-19%	724	21%	292	-21%	百克生物、 康泰生物等
麻腮风水痘疫苗系列									
Priorix/priorix Tetra/Varilrix（麻腮风水痘疫苗系列）-GSK	299	-24%	339	13%	338	0%	113	-26%	
ProQuad/M-M-R- II/Varivax（麻腮风水痘疫苗系列）-默沙东	2275	27%	1878	-17%	2135	14%	1047	8%	百克生物等
带状疱疹疫苗系列									
Zostavax（带状疱疹减毒疫苗）-默沙东	--	--	--	--	--	--	-	-	
shingrix（带状疱疹重组疫苗）-GSK	2335	131%	2586	10%	2237	-13%	1855	>100%	智飞生物等
轮状病毒疫苗系列									
Rotarix（轮状病毒疫苗）-GSK	720	7%	727	1%	703	-3%	308	-4%	
RotaTeq（五价口服轮状疫苗）-默沙东	791	9%	797	1%	807	1%	389	6%	康泰生物等
肝炎疫苗系列									
Hepatitis（肝炎疫苗系列）-GSK	1127	8%	749	-34%	598	-20%	365	37%	

资料来源: GSK 公司年报季报、辉瑞公司年报季报、赛诺菲公司年报季报、默沙东公司年报季报, CSL 公司年报季报, 德邦研究所 (注: 仅统计默沙东、辉瑞、GSK 和赛诺菲相关疫苗品种销售情况, 另外假设 Seqirus 收入全部来自流感疫苗, 2022 年 H1 Seqirus 收入实际为 2021 年下半年收入, 英镑兑美元汇率为 1.3, 欧元兑美元汇率为 1.1)

2. 风险提示

- 1、市场竞争加剧的风险：部分疫苗品种目前已经有多家玩家获批上市，未来或存在竞争加剧的风险；
- 2、新冠疫苗接种超预期的风险：考虑到新冠病毒的变异性，若未来再次出现大规模新冠疫苗接种，或将对常规疫苗接种产生不利影响；
- 3、疫苗接种需求降低的风险：目前疫情持续反复，疫情防控措施或在一定程度上限制消费者外出，可能将在一定程度上降低部分二类苗接种需求。

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。