



中国大型民营疫苗企业

—艾美疫苗 (6660.HK) IPO 点评

报告摘要

公司概况

- 艾美疫苗是中国大型民营疫苗企业，拥有8款针对6个疾病领域的疫苗产品和5种人用疫苗技术平台。按2021年批签发量统计（不含新冠疫苗），艾美疫苗排中国第二，市占率达7.4%，仅次于中生集团。按2021年收入统计（不含新冠疫苗），公司市占率达2.1%。
- 财务状况，2019-2021年及2022年4月公司收入分别为9.52亿元、16.38亿元、15.70亿元和2.75亿元，毛利分别为7.33亿元、13.54亿元、12.95亿元和2.20亿元，净利润则由2019年的1.20亿元大幅增长至2020年的4.00亿元，而2021年亏损额达6.76亿元，该亏损主要原因系股份报酬开支（合计约9.52亿元，其中一次性股份报酬开支8.97亿元）和研发支出，2022年4月亏损达0.96亿元。

行业状况及前景

- 疫苗作为预防控制传染病最有效的手段，在应对全球传染病有着举足轻重的作用。根据灼识咨询统计，全球疫苗市场由2015年的401亿美元增长至2021年的640亿美元，并预计于2030年达1,127亿美元（不含新冠疫苗），增长主要是由创新疫苗的普及、发达国家及发展中国家不断增长的医疗支出以及接种疫苗意识提高所推动。若按照全球前十大畅销疫苗收入（不含新冠疫苗）来计算，一半疫苗目前尚未在中国市场上市。
- 中国疫苗市场规模巨大，但与发达国家仍有差距。2021年中国疫苗市场规模为761亿元（不含新冠疫苗），且人均疫苗支出为8.4美元，远低于美国的65.0美元和日本的21.8美元，主要原因系缺乏创新型疫苗。未来在疫苗不断更新迭代、居民购买力提高、接种意识提高、政策大力支持等多重因素的利好下，中国疫苗市场发展前景可观。

优势与机遇

- 在研产品丰富，未来三年新产品集中推出。目前公司有针对13个疾病领域的22款在研产品，其中5款疫苗处于临床阶段，分别为针对原始毒株的mRNA新冠疫苗、减活新冠疫苗、PCV13、PPSV23及MCV4，并预计在这5款产品中，未来1-3年至少推出4款。另外，公司计划明年末提交超过10项临床试验申请，在研产品不断推进。
- 布局广阔，排名前列。公司疫苗产品组合及在研产品囊括世界排名前十的所有疫苗产品，布局范围科学且广阔。按2021年批签发量来计，公司是全球及中国最大的乙肝疫苗供应商和第二大的人用狂犬疫苗供应商，在中国市占率分别达45.4%和18.1%。
- 五大疫苗技术平台赋能，构建起较高技术壁垒。公司是全球唯一一家拥有全部五种经过验证的人用疫苗平台技术的疫苗企业，平台技术包括细菌疫苗、病毒疫苗、基因工程疫苗、联合疫苗和mRNA疫苗。各平台下至少拥有一种获批产品或处于临床试验或临床申请的在研疫苗。

(转下页...)

股份名称: 艾美疫苗
股份代码: 6660.HK

IPO 专用评级 5.4

-- 评级基于以下标准，最高10分

1. 公司营运 (30%)	7
2. 行业前景 (30%)	7
3. 招股估值 (20%)	4
4. 市场情绪 (20%)	2

主要发售统计数字

上市日期:	2022/10/6
发行价范围(港元)	16.16
发行股数, 绿鞋前(百万股)	9.71
-- 香港公开发售; 占比	0.97; 10%
-- 最高回拨后股数; 占比	4.86; 50%
-- 发行中旧股数目; 占比	0; 0%
总发行金额, 绿鞋前(亿港元)	1.57
总集资金额, 绿鞋前(亿港元)	1.57
净集资金额, 绿鞋前(亿港元)	0.70
发行后股本(百万股)	
-- 绿鞋前	1,209.71
-- 绿鞋后	1,211.17
发行后市值(亿港元)	
-- 绿鞋前	195.49
-- 绿鞋后	195.73
备考每股有形资产净值(港元)	2.93
备考市净率(倍)	5.52

保荐人: 高盛、中金、中信建投国际、麦格理

账簿管理人: 中银国际、工银国际、招银国际、富途证券、老虎证券

会计师: EY

资料来源: 公司招股书

赵宁达 医药行业分析师
zhaond@essence.com.cn
+86-010-8332 1328

谢欣茹 医药行业分析师
xiexr1@essence.com.cn
+86-0755-8168 2613

弱项与风险

- 市场情绪低迷
- 研发进展不及预期
- 产品商业化不及预期
- 政策风险
- 行业竞争加剧
- 发生安全风险等突发事件风险

发行所得款用途

约60%或42.00百万港元将分配用于推进在研疫苗的研发和丰富管线；约35%或24.50百万港元将用于为建设新生产设备的资本开支提供资金；约5%或3.51百万港元将投入销售及营销活动来扩大市场领导地位，例如医学会议、新疫苗产品上市前营销活动。

基石投资者

本次发行未引入基石投资者，即所有在IPO发行的股份都在市场流通。若市场情绪持续欠佳，上市初期的交易股价或会承受较大压力。

投资建议

艾美疫苗是中国大型民营疫苗企业，拥有8款针对6个疾病领域的疫苗产品和22款针对13个疾病领域的在研产品，批签发量（不含新冠疫苗）排中国第二。公司在研产品丰富，未来三年新产品将集中推出。在研疫苗中5款产品处于临床阶段，分别为针对原始毒株的mRNA新冠疫苗、减活新冠疫苗、PCV13、PPSV23及MCV4。公司预计在这5款产品中，未来1-3年至少推出4款，产品上市后有望带动业绩持续增长。

由于公司2021年处于亏损状态，我们以PS来估值，根据发行市值来测算，艾美疫苗2021年PS达11倍。因港股市场3家疫苗公司不具备可比性，例如康希诺收入以新冠疫苗为主，收入结构和艾美疫苗相差较大，瑞科生物和三叶草生物尚未有产品商业化，故我们参考可比A股上市公司同期的估值水平，即智飞生物（PS=4）、康泰生物（PS=9）和康华生物（PS=10），公司PS要高于行业平均水平。虽然公司长期发展可期，综合考虑公司估值、市场情绪低迷等因素，我们给予IPO专用评级“5.4”。

图 1：艾美疫苗的研发管线



数据来源：艾美疫苗招股说明书、安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他公司成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010