



生物制品

优于大市（维持）

证券分析师

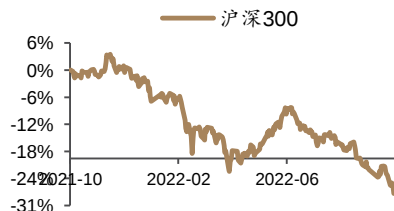
陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 1.《长春高新 (000661.SZ): 业绩符合预期, 看好疫情改善后新患恢复》, 2022.10.28
- 2.《智飞生物 (300122.SZ): 常规业务高速增长, 自研产品兑现在即》, 2022.10.28
- 3.《疫苗板块 2022H1 中报总结》, 2022.9.5
- 4.《智飞生物 (300122.SZ): 业绩符合预期, HPV 疫苗批签发高增长》, 2022.8.31
- 5.《长春高新 (000661.SZ): 收入端符合预期, 看好下半年新患恢复情况》, 2022.8.26

疫苗行业专题：大品种陆续兑现催化下，看好 23 年疫苗机会

投资要点：

- **当前时点看好疫苗板块。**我们认为当前在医药子版块中，疫苗细分板块还处于底部区间，看好理由：1) 疫苗兼具科技和消费属性，由于新冠扰动业绩或估值，经过一年半的调整，疫苗板块当前估值极具性价比。2) 医药行情正陆续展开，有业绩，有估值的大市值板块中，疫苗行业目前机构配置极低，可容纳大资金；3) 很多疫苗公司在 2022-23 年将有大品种陆续兑现，我们判断 2023 年疫苗板块业绩或将明确提速，行业基本面有强力的业绩支持；
- **2023 年大品种陆续兑现，疫苗板块将迎来多个催化剂。**国内相关疫苗企业经过多年的研发积累，目前已经形成了相对较为丰富的产品管线，无论是在 HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗、人二倍体狂犬疫苗等大品种方面的布局已经进入临床中后期。看 2023 年，我们预计多家疫苗公司将有品种催化，如康泰生物的人二倍体狂犬疫苗获批上市、百克生物的带状疱疹疫苗获批上市、智飞生物的人二倍体狂犬、四价流感疫苗已获得 III 期临床试验总结报告有望在 2022 年底前获得受理等等。此外在新型疫苗的布局上，目前国内疫苗公司已经开始逐步布局，如智飞生物布局 mRNA（参股深信生物），沃森生物与艾博生物合作，康希诺和康泰生物布局 mRNA 新冠疫苗等，新技术将有望打开行业长期成长空间。
- **我们判断 2023 年疫苗板块将迎来业绩拐点。**从业绩上来看，智飞生物、康希诺和康泰生物表现业绩主要受新冠疫苗干扰，考虑到 2021 年新冠疫苗的贡献主要集中在 2021Q2 和 Q3 季度，2021Q4 季度贡献相对较小，我们预计从 2021Q4 开始，相关公司表现业绩有望好转。此外，考虑到多家疫苗公司 2023 年将有多品种有望放量，如智飞生物的 HPV 疫苗、微卡疫苗，康泰生物的 13 价肺炎疫苗、人二倍体狂犬疫苗，万泰生物的 2 价 HPV 疫苗，百克生物的带状疱疹疫苗，康华生物的人二倍体狂犬病疫苗等，我们判断 2023 年疫苗板块业绩表现将会十分亮眼。
- **投资建议：**疫苗行业仍为大品种驱动的板块，我们从重点品种上市/放量，以及后续持续管线角度重点推荐如下标的：1) **智飞生物：**代理 HPV 疫苗快速放量，且中期格局良好，自产管线民营企业第一，结合业绩增速当前估值极具性价比；2) **万泰生物：**自产 HPV 快速放量中，鼻喷新冠疫苗或贡献增量；3) **康泰生物：**利空出尽，未来 13 价放量和人二倍体狂犬上市催化下，23 年业绩有望爆发式增长，当前估值性价比极高；4) **百克生物：**激励后业绩向上，且大品种带状疱疹兑现在即；5) **康希诺生物：**4 价流脑疫苗开始放量，吸入式新冠疫苗贡献增量；6) **欧林生物：**特色疫苗品种，关注大品种金葡菌疫苗和幽门螺旋杆菌疫苗进展；**同时建议关注：**1) 沃森生物：自产 2 价 HPV 正在放量，mRNA 新冠疫苗或有突破；2) 康华生物：三代狂犬疫苗渗透率低，长期成长空间大；3) 华兰疫苗和金迪克：流感疫苗国内目前渗透率较低，看好流感疫苗长期成长空间，国产流感疫苗龙头企业。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；研发不及预期的风险；产品销售不及预期的风险。

内容目录

1. 当前时点强烈看好疫苗板块投资机会	4
1.1. 疫苗公司业绩有望在 2023 年加速.....	4
1.2. 疫苗公司研发管线丰富，2023 年将迎来多个催化剂.....	5
1.3. 相关个股情况	6
2. 风险提示	7

图表目录

表 1：国内疫苗企业 2022 年前三季度业绩增速情况.....	4
表 2：全部公募基金重仓疫苗公司占比情况	4
表 2：申万医药分类前十大市值医药公司情况	5
表 3：国内部分疫苗企业研发管线情况	5

1. 当前时点强烈看好疫苗板块投资机会

1.1. 疫苗公司业绩有望在 2023 年加速

从业绩上来看，智飞生物、康希诺和康泰生物表现业绩主要是受到新冠疫苗干扰，考虑到 2021 年新冠疫苗的贡献主要集中在 2021Q2 和 Q3 季度，2021Q4 季度贡献相对较小，我们预计从 2021Q4 开始，相关公司表现业绩有望好转。

此外，考虑到多家疫苗公司 2023 年将有多品种有望放量，如智飞生物的 HPV 疫苗、微卡疫苗，康泰生物的 13 价肺炎疫苗、人二倍体狂犬疫苗，万泰生物的 2 价 HPV 疫苗，百克生物的带状疱疹疫苗等等。

表 1：国内疫苗企业 2022 年前三季度业绩增速情况

证券代码	证券简称	收入增速			利润增速		
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
300122.SZ	智飞生物	125%	3%	9%	105%	-60%	-36%
300601.SZ	康泰生物	215%	23%	-44%	988%	-149%	-88%
603392.SH	万泰生物	285%	142%	67%	360%	215%	168%
300142.SZ	沃森生物	51%	85%	74%	20%	33%	144%
688276.SH	百克生物	-44%	-10%	17%	-69%	-32%	46%
688185.SH	康希诺	7%	-92%	-92%	960%	-111%	-223%
300841.SZ	康华生物	12%	25%	73%	35%	19%	-49%
688670.SH	金迪克	-59%	92%	-36%	50%	19%	-41%
301207.SZ	华兰疫苗	33%	1255583%	NA	79%	1303%	NA
688739.SH	成大生物	-38%	-11%	-15%	-46%	-22%	-18%

资料来源：Wind，德邦研究所

公募基金重仓方面，从疫苗公司公募基金持仓占流通市值比例来看，相比 2019-2021 年，除了智飞生物、康华生物和沃森生物以外，其他公司占比均较低，当前公墓持仓也处于相对低位区间。

表 2：全部公募基金重仓疫苗公司占比情况

	名称	2022Q3		2021		2021H1		2020		2020H1		2019		2019H1	
		流通市值占比	持仓市值(亿)	流通市值占比	持仓市值(亿)	流通市值占比	持仓市值(亿)	流通市值占比	持仓市值(亿)	流通市值占比	持仓市值(亿)	流通市值占比	持仓市值(亿)	流通市值占比	持仓市值(亿)
300601.SZ	康泰生物	0.70%	1.82	8.12%	42.70	10.55%	83.53	14.08%	120.41	17.84%	128.90	20.50%	46.61	11.77%	15.94
603392.SH	万泰生物	5.45%	13.63	8.95%	29.90	5.32%	20.81	9.09%	7.98	1.24%	0.89	NA	NA	NA	NA
300122.SZ	智飞生物	16.04%	128.29	13.28%	152.56	15.56%	267.57	12.28%	163.40	8.61%	77.45	2.38%	10.37	3.24%	12.24
300142.SZ	沃森生物	8.14%	47.05	6.18%	53.57	2.13%	19.91	2.86%	16.35	6.85%	53.04	3.93%	18.54	6.58%	25.84
300841.SZ	康华生物	11.15%	8.83	2.94%	3.81	0.26%	0.44	0.55%	0.39	NA	NA	NA	NA	NA	NA
301207.SZ	华兰疫苗	0.94%	0.16	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
688185.SH	康希诺	1.07%	0.87	6.72%	13.45	19.87%	37.12	0.00%	0.00	NA	NA	NA	NA	NA	NA
600739.SH	辽宁成大	0.06%	0.11	0.13%	0.39	0.08%	0.25	0.17%	0.62	1.43%	4.13	0.17%	0.40	2.08%	4.62
688276.SH	百克生物	1.54%	2.07	1.29%	0.29	2.73%	0.90	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：Wind，德邦研究所

按照申万医药分类，医药前十大市值公司中，疫苗占据两位，分别为智飞生物（1358 亿元）和万泰生物（1177 亿元）。

表 3：申万医药分类前十大市值医药公司情况

证券代码	证券简称	总市值（亿元）↓
300760.SZ	迈瑞医疗	3910.2
600276.SH	恒瑞医药	2484.6
603259.SH	药明康德	2249.3
300015.SZ	爱尔眼科	1817.1
688271.SH	联影医疗	1574.1
600436.SH	片仔癀	1377.0
300122.SZ	智飞生物	1358.2
688235.SH	百济神州-U	1241.7
603392.SH	万泰生物	1177.8
000538.SZ	云南白药	984.3

资料来源：Wind，德邦研究所（截至 2022 年 10 月 28 日）

1.2. 疫苗公司研发管线丰富，2023 年将迎来多个催化剂

国内相关疫苗企业经过多年的研发积累，目前已经形成了相对较为丰富的产品管线，无论是在 HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗、人二倍体狂犬疫苗等大品种方面的布局已经进入临床中后期，此外在新型疫苗的布局上，目前国内疫苗公司已经开始逐步布局，如智飞生物布局 mRNA（参股深信生物），康泰生物与杭州嘉晨西海合作、沃森生物与艾博生物及蓝鹊生物合作等。

看 2023 年，我们预计多家疫苗公司将有品种催化，如康泰生物的人二倍体狂犬疫苗获批上市、百克生物的带状疱疹疫苗获批上市、智飞生物的人二倍体狂犬、四价流感疫苗已获得Ⅲ期临床试验总结报告有望在 2022 年底前获得受理等等。

表 4：国内部分疫苗企业研发管线情况

公司名称	产品名称	I 期	II 期	III 期	报产
康泰生物	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）				
	冻干水痘减毒活疫苗				
	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）				
	ACYW135 脑膜炎结合疫苗				
	甲型肝炎灭活疫苗				
	重组肠道病毒 71 型疫苗（汉逊酵母）				
	吸附无细胞百日咳（组分）联合疫苗				
	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）				
	吸附无细胞百日咳灭活脊髓灰质炎和 D 型流感嗜血杆菌联合疫苗				
	吸附无细胞百日咳灭活脊髓灰质炎联合疫苗				
	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）				
	四价流感病毒裂解疫苗				
智飞生物	60μg 重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（免疫调节剂）				
	三价流感病毒裂解疫苗				
	23 价肺炎多糖疫苗				
	15 价肺炎结合疫苗				
	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)				
	四价流感病毒裂解疫苗				
	ACYW135 脑膜炎结合疫苗				
	冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）				
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗				
	冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）				
	肠道病毒 71 型灭活疫苗				
	四价重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）				
	皮内注射用卡介苗				
	卡介苗纯蛋白衍生物				
	组份百日咳疫苗				
	灭活轮状病毒疫苗				
康希诺	13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（CRM197,TT 载体）				
	吸附无细胞百日咳（组分）白破联合疫苗				

沃森生物	重组肺炎球菌蛋白疫苗				
	TB-肺结核疫苗				
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗				
	重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗 (6、11、16、18、3133、45、52、58 型 L1 蛋白) (毕赤酵母) (九价 HPV 疫苗)				
	4 价流感病毒裂解疫苗				
	重组 EV71 疫苗				
万泰生物	伤寒 Vi 多糖疫苗				
	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58 型)疫苗(大肠埃希菌)				
	水痘减毒活疫苗				
	水痘减毒活疫苗 (VZV-7D)				

资料来源：各公司官网，医药魔方，德邦研究所（康泰生物浅粉色项目为临床前准备阶段）

1.3. 相关个股情况

智飞生物：随着默沙东 HPV 疫苗产能的提升，我们判断 23-24 年 HPV 疫苗放量将呈现快速增长态势，带动公司业绩实现快速增长态势。自主产品管线方面，微卡疫苗经过一年多的市场培育，我们判断在 2023 年将会迎来放量。自研产品管线方面，人二倍体狂犬、四价流感疫苗报产在即，公司自研产品管线即将兑现，公司自研+代理双轮驱动即将体现。

万泰生物：2 价 HPV 疫苗目前处于快速放量期，带动业绩快速增长；海外市场方面，2 价 HPV 疫苗已在摩洛哥获批上市，此外还有多个国家启动注册程序，未来有望打开长期成长空间；9 价 HPV 与原研 9 价 HPV 的头对头临床试验已完成临床试验现场及标本检测工作，正在进行数据统计分析，考虑到目前国内 HPV 疫苗渗透率依旧较低，看好公司长期成长空间。

百克生物：鼻喷流感疫苗方面，我们预计 22 年销售弹性较大，长期来看，公司产品为独家鼻喷剂型、依从性高，对于国内每年大几千万支流感疫苗需求量而言，替代空间较大。带状疱疹疫苗上市在即，该产品海外市场巨大，2022 上半年，GSK 公司的带状疱疹疫苗销售额达到 14.29 亿英镑，百克生物的带状疱疹是国产首家，且未来市场竞争格局极其良好，我们看好该产品未来市场表现。

康泰生物：看 2023 年，新冠疫苗资产减值和研发费用不再影响公司表现业绩，13 价肺炎疫苗方面，22 年疾控准入和市场推广受疫情影响，我们判断 2023 年 13 价肺炎疫苗将得到显著增长，同时四联苗有望实现稳健增长，叠加人二倍体狂犬疫苗在 2023 年将开始贡献利润，我们判断 2023 年公司业绩将得到显著增长，当前估值处于底部。

康希诺：公司拥有目前国内唯一获批上市的 4 价脑膜炎结合疫苗，目前正处于市场推广阶段，我们看好该产品市场空间。在新冠疫苗方面，公司的吸入剂型腺病毒新冠疫苗已经获得紧急使用，且已经纳入上海加强免疫接种程序，新冠疫苗未来有望贡献稳定现金流，同时公司还布局了 mRNA 新冠疫苗。在研产品管线方面，13 价肺炎疫苗已经进入三期临床阶段。

欧林生物：已上市破伤风疫苗目前处于市场推广阶段，AC-hib 联合疫苗处于申报生产阶段，金葡菌疫苗处于三期临床试验阶段，公司研发管线不断丰富。金葡菌为全球研发进度领先的超级细菌疫苗，若成功上市未来市场潜力巨大。

沃森生物：目前 13 价肺炎正处于快速放量期，公司获得了摩洛哥注册证，实现了海外销售，未来有望继续带动业绩快速增长。2 价 HPV 疫苗目前处于市场推

广初期，考虑到国内 HPV 疫苗较低的渗透率，未来有望实现快速放量。新冠疫苗方面，mRNA 新冠疫苗已获得印度尼西亚紧急使用授权（EUA），未来有望贡献利润。

康华生物：公司国内唯一获批上市的人二倍体狂犬病疫苗目前处于稳健放量期，国内狂犬疫苗市场空间巨大，目前人二倍体狂犬疫苗渗透率依然较低，未来有巨大替代空间。

华兰疫苗：国产流感疫苗龙头，国内流感疫苗渗透率较低，流感疫苗未来市场空间巨大。

金迪克：国产流感疫苗龙头之一，国内流感疫苗渗透率较低，流感疫苗未来市场空间巨大。

2. 风险提示

市场竞争加剧的风险；研发不及预期的风险；产品销售不及预期的风险。

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。