

疫苗板块2022年中报总结：

预计板块Q4表观业绩有明显改善

西南证券研究发展中心
2022年9月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

疫苗板块2022年中报总结

- **2022H1板块总结：**1) 疫苗板块2022年H1收入307亿元 (+53%)，归母净利润77.5亿元 (-1.3%)，扣非归母净利润76.3亿元 (-0.7%)，板块2022Q1/Q2单季度收入分别为144/163亿元 (+117%/+22%)，归母净利润分别为38.6/38.9亿元 (+122%/-36%)。收入端来看，HPV疫苗延续快速增长，弥补了新冠疫苗量价齐跌带来的收入空缺，且大部分传统品种受疫情的影响在逐季减弱。剔除新冠疫苗影响后，板块2022H1实现收入约298亿元 (+103%)，归母净利润约75.5亿元 (+74%)，板块收入利润均实现高速增长。从盈利能力来看，2022H1板块毛利率为55.7% (-12.6pp)，四费率为23% (+1%)，净利率为25.8% (-13.8pp) 2022Q2板块毛利率为56% (-16pp)，净利率为24% (-18.7pp)，四费率为24.4% (+4.6pp)，板块盈利能力下滑较大主要新冠疫苗价格下降明显所致。
- **预计板块Q4表观业绩有明显改善。**根据卫健委数据，我国新冠疫苗每日接种剂次从年初的600万剂次下降到了目前的20万剂次，已经处于长尾效应尾部，且新冠疫苗价格与去年同期相比下降了约7-8成，由此各家涉及到新冠疫苗企业利润端呈现明显下滑，我们预计到今年Q4，随智飞生物HPV疫苗持续放量，康泰生物四联苗、13价肺炎疫苗快速放量，由去年新冠疫苗造成的高基数效应将会逐渐减弱，板块表观业绩将明显改善。
- **流感疫苗接种提前，去年低基数下业绩有望较快增长。**22Q2由于南方流感严重，流感疫苗企业普遍将生产周期提前两个月左右，如华兰生物、科兴生物等厂家于5月24日获得首次批签发，且发货迅速。目前我国流感疫苗渗透率大约在5%左右，与海外发达国家相比仍有较大提升空间，且由于2021年流感疫苗受到新冠疫苗挤压影响，行业普遍销量较差，预计今年在低基数情况下，各厂家业绩有望快速增长。
- **重磅品种批签发延续高增长，关注在研管线上市节奏催化。**2022H1智飞生物、万泰生物、沃森生物的HPV疫苗实现较快增长，且大部分传统疫苗受疫情的影响在边际减弱，展望2022H2，各家企业有望实现各品种较快放量。在研管线方面，HPV疫苗目前已有10余款品种在研，但国产HPV疫苗普遍预计将于2024、2025年后陆续上市。肺炎球菌疫苗中，13价肺炎疫苗康希诺进度最快，15价肺炎疫苗智飞生物进展最快。带状疱疹疫苗中百克生物已于2022/4获得生产批件受理通知书，预计于2022年底获批上市。其他品种如康泰生物的人二倍体狂犬疫苗预计于22年底获批，智飞生物的人二倍体狂犬疫苗、四价流感疫苗也预计于23-24年获批。
- **主要标的：**智飞生物 (300122)、康希诺 (688185)、万泰生物 (603392)、康泰生物 (300601)、百克生物 (688276)、欧林生物 (688319)、康华生物 (300841)、华兰生物 (002007)、金迪克 (688670) 等。
- **风险提示：**疫苗销售不及预期；疫情反复导致发货、接种资源限制；竞争格局加剧。

疫苗板块2022年中报总结

HPV疫苗贡献主要业绩增量，新冠疫苗量价齐跌

疫苗板块2022年H1收入307亿元（+53%），归母净利润77.5亿元（-1.3%），扣非归母净利润76.3亿元（-0.7%），板块2022Q1/Q2单季度收入分别为144/163亿元（+117%/+22%），归母净利润分别为38.6/38.9亿元（+122%/-36%）。收入端来看，HPV疫苗延续快速增长，弥补了新冠疫苗量价齐跌带来的收入空缺，且大部分传统品种受疫情的影响在逐季减弱。剔除新冠疫苗影响后，板块2022H1实现收入约298亿元（+103%），归母净利润约75.5亿元（+74%），板块收入利润均实现高速增长。

从盈利能力来看，2022H1板块毛利率为55.7%（-12.6pp），四费率为23%（+1%），净利率为25.8%（-13.8pp），2022Q2板块毛利率为56%（-16pp），净利率为24%（-18.7pp），四费率为24.4%（+4.6pp），板块盈利能力下滑较大主要新冠疫苗价格下降明显所致。

疫苗板块21-22Q2业绩速览

（亿元）	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营收	66.3	134.2	139.8	149.5	143.8	163.1
同比增速	59%	81%	73%	77%	117%	22%
归母净利润	17.4	61.2	49.6	32.6	38.6	38.9
同比增速	83%	204%	102%	50%	122%	-36%
扣非归母净利润	14.7	56.5	48.3	32.1	38.2	38.1
同比增速	64%	185%	108%	98%	150%	-36%

疫苗板块21-22Q2盈利能力指标概览

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
毛利率	59.9%	72.4%	62.7%	54.7%	55.1%	56.3%
净利率	26.2%	45.6%	35.5%	21.8%	26.8%	23.8%
销售费用率	15.9%	13.0%	13.0%	16.3%	14.7%	15.8%
管理费用率	4.9%	2.7%	2.5%	3.4%	2.4%	2.6%
财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.4%
研发费用率	5.6%	4.3%	5.1%	7.5%	4.3%	6.5%

疫苗板块2022年中报总结

智飞生物仍为板块业绩主要贡献者

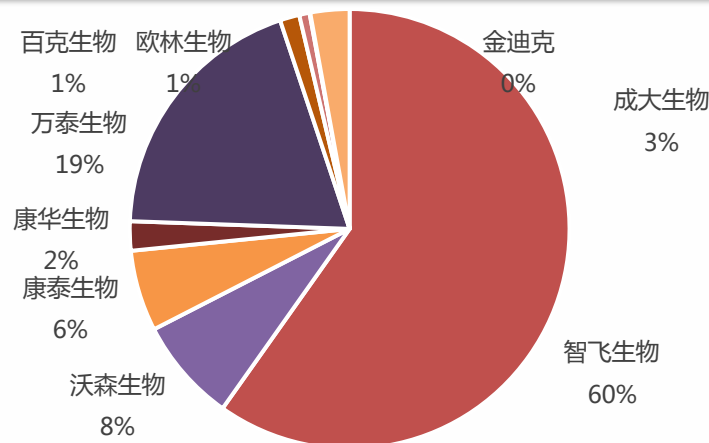
2022H1疫苗板块实现收入307亿元，6家样本公司收入实现正增长，3家公司收入增速均超过50%增长，1家公司净利润增速超过50%增长。

从2022H1疫苗板块收入占比看，智飞生物占比60%；从2022H1疫苗板块归母净利润占比看，智飞生物占比48%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。

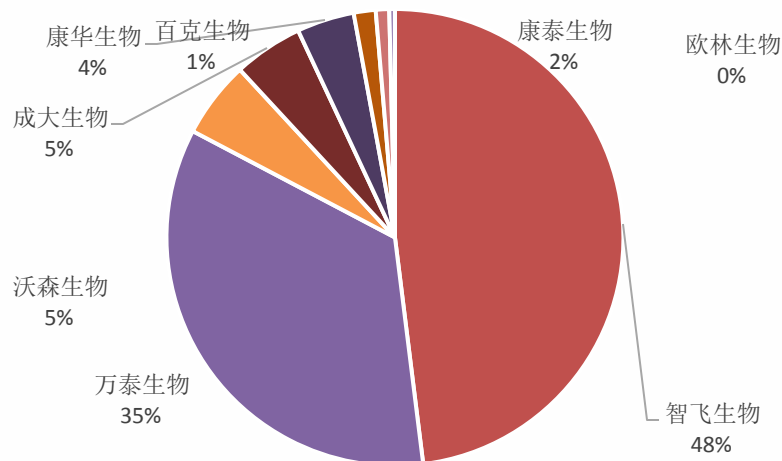
板块2022H1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	53.04%	3	5	6	3
占比		33%	56%	67%	33%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.34%	1	2	4	5
占比		11%	22%	44%	56%

2022H1板块收入占比



2022H1板块归母净利润占比

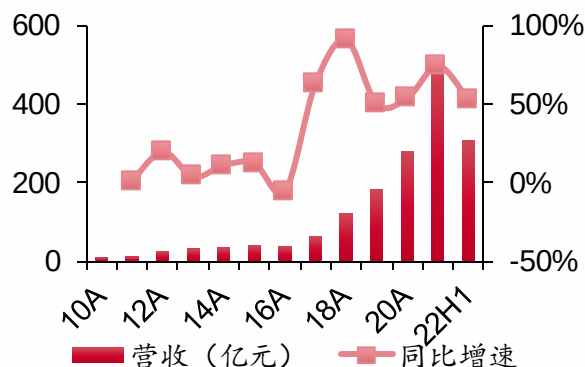


疫苗板块2022年中报总结

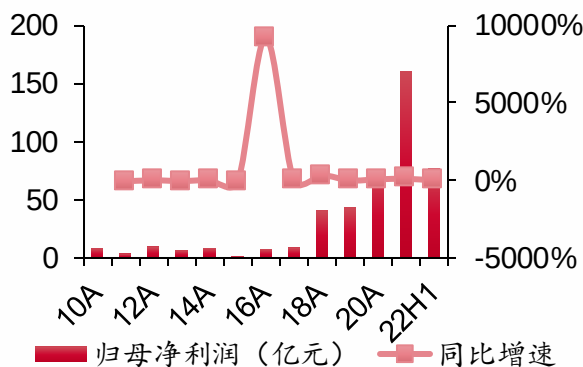
累计：2022H1HPV疫苗延续高增长带动板块收入快速增长，新冠疫苗量价齐跌导致板块利润端有所下降。

疫苗板块2022年H1收入307亿元（+53%），归母净利润77.5亿元（-1.3%），扣非归母净利润76.3亿元（-0.7%），盈利能力看，板块扣非归母净利率为25%，主要系各家新冠疫苗价格大幅下降所致。

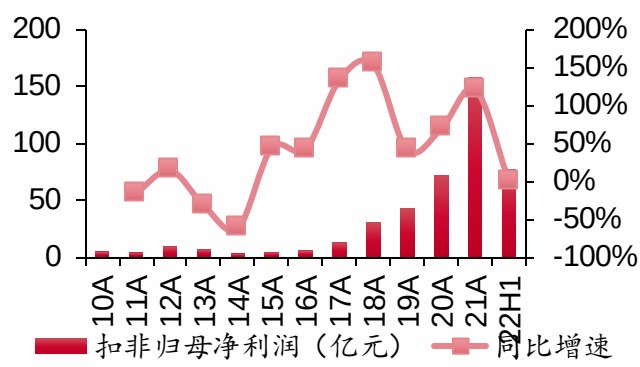
2010年~22H1收入及增速



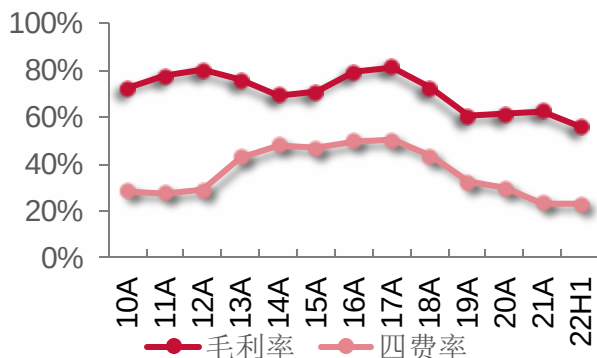
2010年~22H1归母净利润及增速



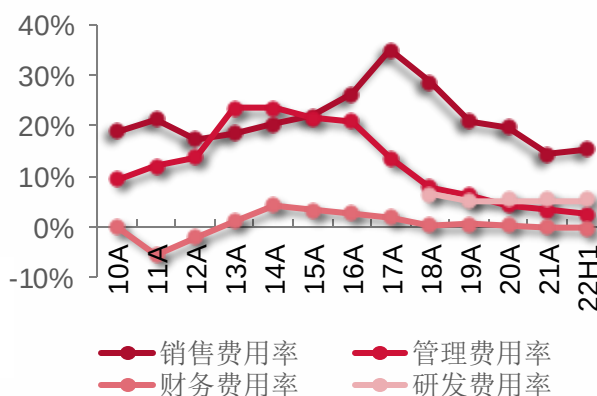
2010年~22H1扣非归母净利润收入及增速



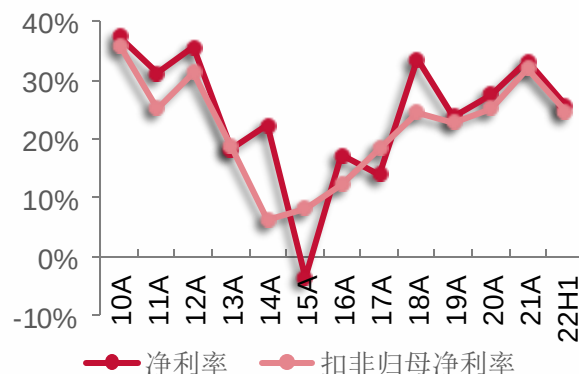
2010年~22H1毛利率与四费率变化趋势



2010年~22H1期间费用率变化趋势



2010年~22H1净利率变化趋势

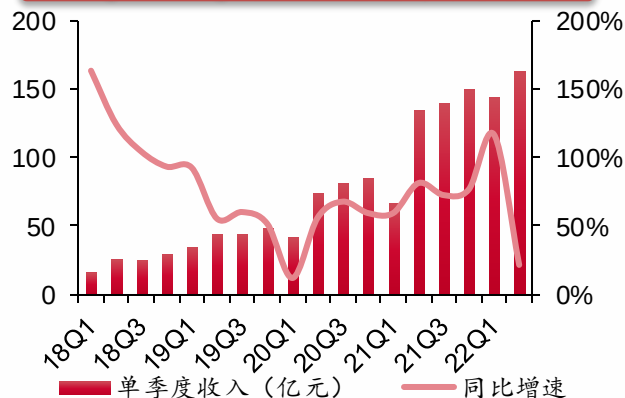


疫苗板块2022年中报总结

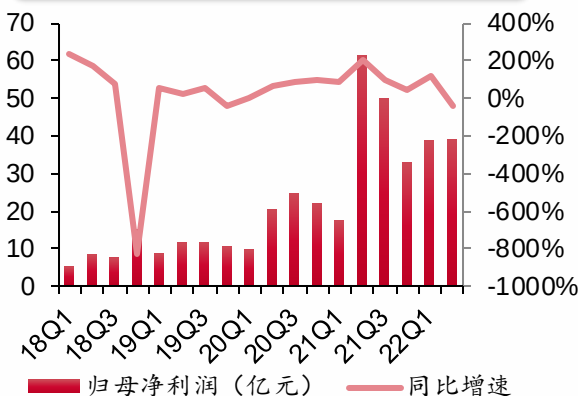
2022Q2：去年同期因新冠疫苗首次上市高基数，今年Q2新冠疫苗量价齐跌，导致板块利润端下降明显。

疫苗板块2022Q2收入163亿元（+21.6%），归母净利润38.9亿元（-36.4%），扣非归母净利润38.1亿元（-36%）。
盈利能力看，2022Q2板块毛利率为56%（-16pp），净利率为24%（-18.7pp）。

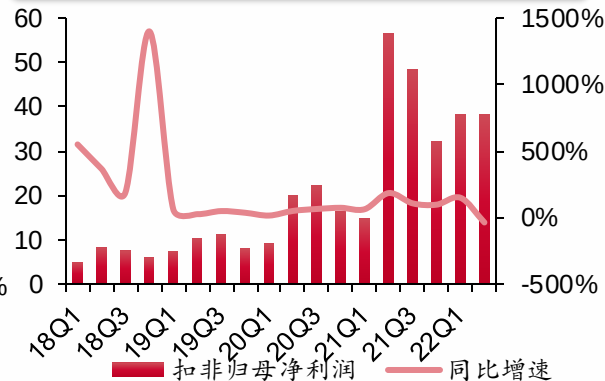
18Q1~22Q2收入及增速（单季度）



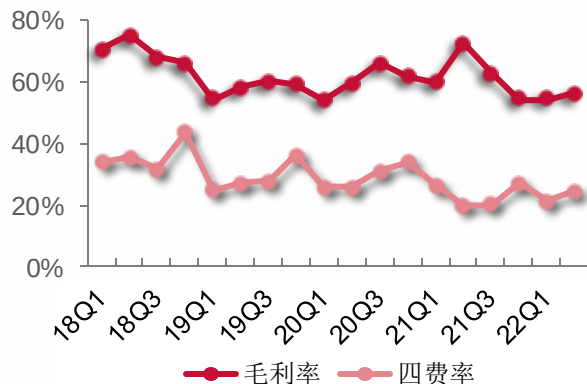
18Q1~22Q2归母净利润及增速（单季度）



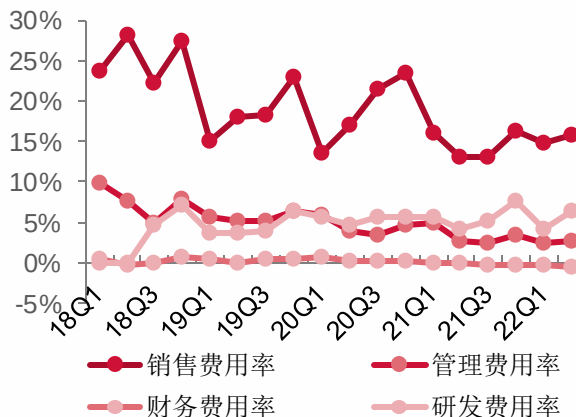
18Q1~22Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



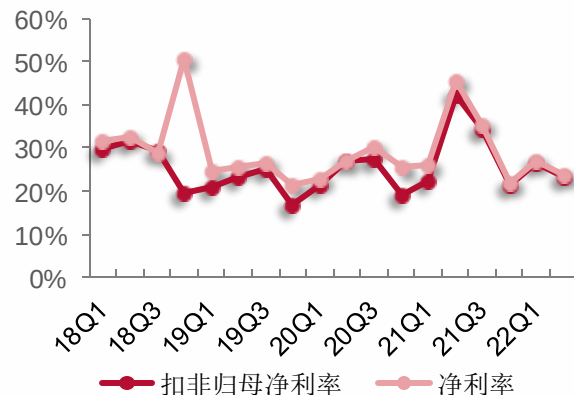
18Q1~22Q2毛利率与四费率变化趋势



18Q1~22Q2期间费用率变化趋势



18Q1~22Q2净利率变化趋势



疫苗板块2022年中报总结

疫苗行业2022H1疫苗批签发

重点疫苗批签发情况：多数重磅品种延续较快增长。

多联苗：2022年H1，康泰生物四联苗批签发15批次（-12%）；赛诺菲巴斯德五联苗批签发52批次（+108%）。三联苗由于药品注册文号失效，2019年7月后无批签发数据。

肺炎疫苗：2022年H1，13价肺炎结合疫苗批签发57批次（+12%），其中康泰22批次、沃森生物34批次。23价肺炎结合疫苗批签发19批次（-57%），辉瑞批签发1批次（-97%），默沙东批签发5批次（+67%），科兴生物批签发7批次（+133%），成都所批签发为3批次（-88%）。

HPV疫苗：2022年Q2，HPV疫苗批签发总计101批次（+173%）。其中双价HPV疫苗批签发69批次，万泰生物批签发61批次（+126%），沃森生物批签发6批次，葛兰素史克批签发2批次；默沙东四价HPV疫苗批签发13批次（+117%）；默沙东九价HPV疫苗批签发19批次（+533%）。2022H1HPV总批发批次为219批次（+213%）。

疫苗名称		企业名称	签发批次（次）		同比增速	签发批次（次）		同比增速
			2021H1	2022H1		2021Q2	2022Q2	
百白破-Hib-IPV（五联苗）		赛诺菲巴斯德	25	52	108%	15	27	80%
百白破-Hib（四联苗）		康泰生物	17	15	-12%	4	11	175%
吸附白喉破伤风联合疫苗		武汉所	1	15	1400%	0	12	/
吸附破伤风疫苗		欧林生物	22	24	9%	8	20	150%
		康泰生物	0	2	/	0	0	/
		成都所	17	3	-82%	8	0	-100%
吸附无细胞百白破联合疫苗		武汉所	21	7	-67%	21	0	-100%
		沃森生物	6	12	100%	4	0	-100%
		总计	44	24	-45%	33	0	-100%
重组带状疱疹疫苗（CHO细胞）		GSK	5	0	-100%	0	0	/
HPV	二价HPV	GSK	4	2	-50%	1	2	100%
		沃森生物	0	6	/	0	6	/
		万泰生物	45	147	227%	27	61	126%
	四价HPV	默沙东	13	23	77%	6	13	117%
	九价HPV	默沙东	8	41	413%	3	19	533%
		总计	70	219	213%	37	101	173%
肺炎	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	辉瑞	29	1	-97%	15	0	-100%
		康泰生物	0	22	/	0	10	/
		沃森生物	22	34	55%	9	14	56%
		总计	51	57	12%	24	24	0%
	23价肺炎球菌多糖疫苗	默沙东	3	5	67%	2	2	0%
		科兴生物	3	7	133%	0	1	/
		康泰生物	4	0	-100%	0	0	/
		成都所	26	3	-88%	9	3	-67%
		沃森生物	8	4	-50%	2	4	100%
		总计	44	19	-57%	13	10	-23%
			总计	95	76	-20%	37	34
脑膜炎		总计	312	110	-65%	169	54	-68%
IPV		总计	102	263	158%	86	107	24%
肠道病毒		总计	80	76	-5%	43	51	19%
b型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib疫苗）		赛诺菲巴斯德	0	1	/	0	1	/
		康泰生物	14	3	-79%	0	3	/
		智飞生物	0	1	/	0	0	/
		欧林生物	0	4	/	0	4	/
		兰州所	0	5	/	0	0	/
		沃森生物	8	0	-100%	1	0	-100%
		总计	22	14	-36%	1	8	700%
流感疫苗		总计	13	118	808%	0	109	/
狂犬疫苗		总计	399	330	-17%	246	132	-46%
轮状病毒		总计	110	126	15%	76	49	-36%
水痘减毒活疫苗		总计	211	201	-5%	120	109	-9%
乙肝疫苗		总计	290	197	-32%	170	108	-36%

疫苗板块2022年中报总结

疫苗行业重磅品种

HPV疫苗：除已上市的智飞生物代理MSD的4/9价品种、万泰二价HPV疫苗之外，国产HPV疫苗普遍预计将于2024、2025年后陆续上市。

肺炎球菌疫苗：13价肺炎疫苗目前已有辉瑞、沃森、康泰三家企业上市。

带状疱疹疫苗：百克生物已于2022/4获得生产批件受理通知书，预计于2022年底或2023年初获批上市。其他厂商目前仍处于临床早期。

HPV疫苗行业竞争格局

公司	产品	临床进展	最新进展日期
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/17
	二价HPV	已上市	2020/05
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24
	九价HPV（毕赤酵母）	I期	2020/12/3
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4
	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4
诺宁生物/神州细胞	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24

带状疱疹疫苗行业竞争格局

公司名称	技术路线	临床进展
百克生物	减毒活疫苗	报产受理
上海所	减毒活疫苗	II期
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	I期
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得
康希诺	重组蛋白	临床前
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前

肺炎疫苗行业竞争格局

产品	公司	临床进展	最新进展日期
13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13
	兰州所	III期	2019/9/19
	科兴中维	I期	2018/4/10
	成都安特金	I期	2020/4/21
	江苏坤力	I期	2021/7/27
	艾美卫信	I期	2021/1/26
	康泰生物	已上市	2021/10
15价肺炎球菌结合疫苗	沃森生物	已上市	2020/3/30
	辉瑞	已上市	2016国内获批
	智飞生物	III期	2021/7/16
23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20
	康泰生物	III期	2014/5/9
	科兴中维	IV期	2021/7/5
	华安科创	I期	2020/9/8

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，医药魔方，各公司公告，西南证券整理

疫苗板块2022年中报总结

疫苗板块成分股

成分股	2022Q1		2022Q2		2022H1		市值	收入yoy		净利润yoy		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2022H1	2022H1	2022H1	2022H1	2022H1	占比	2022H1	占比	2022H1	占比	2022H1	占比
智飞生物	125%	105%	3%	-60%	39%	-32%	1553	5182	1762	388	2%	951	5%	172	1%	7	0%		
万泰生物	285%	360%	142%	215%	202%	273%	1174	3966	2051	233	4%	1634	28%	101	2%	-20	0%		
沃森生物	51%	20%	85%	33%	74%	32%	705	998	94	400	17%	903	38%	114	5%	-32	-1%		
康泰生物	215%	988%	23%	-149%	74%	-64%	374	776	-216	340	19%	607	33%	129	7%	-18	-1%		
百克生物	-44%	-69%	-10%	-32%	-24%	-47%	248	-141	-65	76	17%	168	38%	63	14%	-10	-2%		
成大生物	-38%	-46%	-11%	-22%	-25%	-34%	194	-291	-194	115	13%	164	19%	93	11%	-17	-2%		
康华生物	12%	35%	22%	19%	20%	25%	139	99	64	68	10%	153	23%	40	6%	-8	-1%		
欧林生物	-16%	-133%	70%	73%	38%	-27%	68	64	-11	32	14%	103	44%	31	14%	1	0%		
金迪克	-59%	-50%	92%	-19%	-49%	26%	39	-16	6	18	112%	7	43%	25	154%	-1	-3%		

- 9家疫苗公司样本选择标准：1）根据申万行业疫苗分类选择；2）剔除了2022年上市公司；3）剔除了疫苗收入占比小于50%的公司；4）剔除了受新冠疫苗影响较大的公司。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn