

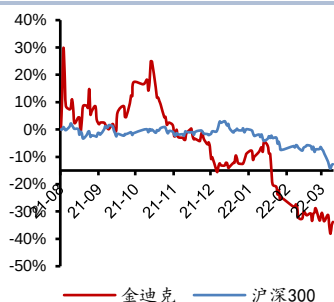
专而精、小而美，借四价流感疫苗放量乘行业东风

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-13

收盘价（元） 54.89
近 12 个月最高/最低（元） 111.19/49.79
总股本（百万股） 88
流通股本（百万股） 19
流通股比例（%） 22%
总市值（亿元） 48
流通市值（亿元） 10

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任雯莹

执业证书号：S0010121080050

邮箱：renwx@hazq.com

主要观点：

● 提高大单品渗透率是国内疫苗企业的长期发展逻辑

中国作为疫苗快速放量的新兴市场，未来行业规模增速将超过欧美市场。同时，国内市场将向着全球疫苗市场当前的结构进行演化：集中度高、品种为王。受益于行业规范度的提升、民众疫苗接种意识的不断增强、支付能力和意愿的提升以及新型疫苗的发展，国内疫苗市场正处于行业整合及规模提速期。预计 2018~2023 年国内疫苗按行业市场规模复合增长率为 25.1%，其中非免疫规划苗占比不断提升。因此，未来国内疫苗行业增速提升依赖的是新型大单品疫苗拉动非免疫规划苗市场高速扩张。

● 四价流感疫苗助力公司业绩快速起步，研发管线布局全年龄段覆盖

四价流感疫苗将享受渗透率提升+替代三价市场双重红利，因此专注四价流感疫苗的开发和生产是未来国内流感疫苗市场的长期发展趋势。公司目前有一款四价流感病毒裂解疫苗于 2019 年获批，与其他获批厂家比，公司生产的流感疫苗生产工艺领先，产品稳定性、安全性好。上市后产品销量迅速增长，产能利用率快速提升。为确保产品供给，公司使用募集资金投入新增 3000 万产能的产线建设项目。同时，公司还在针对老人和儿童群体研发专属流感疫苗系列产品。2021 年，受新冠疫苗接种影响，公司流感疫苗销量下滑。但随着疫情得到控制、疫苗基础接种工作收尾，疫情带来的短期负面影响将逐渐消失。预计公司流感疫苗系列产品整体收入规模有望在 2025 年超过 20 亿元。

● 在研管线多维发力大单品+新型疫苗，乘行业东风共成长

公司还有 7 款在研产品，覆盖几类当前最有潜力的疫苗大单品：①狂犬疫苗系列产品：公司狂犬系列产品覆盖高市占率+高价双品种。在研的冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）已完成临床 III 期试验，目前正在申报注册中。另有冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）正处于临床前研究阶段，预计于 2023 年申报临床。②水痘-带状疱疹疫苗系列产品：双路线同步开展带状疱疹疫苗研发。公司冻干水痘减毒活疫苗以及冻干带状疱疹减毒活疫苗的研发项目均预计 2022 年可申报临床。另外公司开展了重组带状疱疹疫苗的研发项目，预计 2023 年可申报临床。带状疱疹有望成为人口老龄化市场的重磅产品。③肺炎疫苗系列产品：公司 23 价肺炎球菌多糖疫苗以及 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的研发项目分别预计于 2023 年和 2024 年可申报临床。肺炎球菌疫苗是全球疫苗市场的重要大单品。

● 投资建议

估算公司 2021~2023 年营业收入为 4.0/ 9.7/ 12.7 亿元，同比增长-32.9%/ 144.6%/ 31.1%；归母净利润为 0.82/ 3.0/ 4.2 亿元，同比增长-47.0%/ 263.0%/ 40.1%；公司 2021~2023 年 PE 分别为：59X/ 16X/ 12X，可比公司平均 PE 约为 123.7X。考虑疫苗行业的持续快速发展、公司流感疫苗的差异化优势以及公司在研的管线布局，我们首次

覆盖，给予公司“买入（首次）”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情对公司正常生产经营造成不利影响；临床试验不及预期的风险；主营产品单一的风险；产品推广不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	589	396	967	1268
收入同比（%）	777.3%	-32.9%	144.6%	31.1%
归属母公司净利润	155	82	298	418
净利润同比（%）	914.1%	-47.0%	263.0%	40.1%
毛利率（%）	87.5%	86.1%	87.8%	87.9%
ROE（%）	63.9%	5.6%	16.9%	19.2%
每股收益（元）	2.35	0.93	3.39	4.75
P/E	0.00	58.78	16.19	11.56
P/B	0.00	3.30	2.74	2.22
EV/EBITDA	0.88	31.12	9.45	6.17

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 凭借优势单品快速扎根的“小而美”公司	5
1.1 专业的管理团队引领公司稳步发展	5
1.2 核心技术平台为公司研发生产保驾护航	6
1.3 流感疫苗获批后业绩快速增长，经营向稳	7
2 提高大单品渗透率是国内疫苗企业的长期发展逻辑	8
2.1 全球疫苗市场存量以发达国家为主，增量以新兴市场为主	8
2.2 国内疫苗市场正处于行业整合及规模提速期	10
3 四价流感疫苗助力公司业绩快速起步	11
3.1 四价流感疫苗将享受渗透率提升+替代三价市场双重红利	11
3.1 公司四价流感疫苗销量产能同步提升，预计 2022 年销售额达 10 亿元	13
3.3 公司流感疫苗系列产品有望领先行业实现全年龄覆盖	14
4 在研管线多维发力大单品+新型疫苗	15
4.1 公司狂苗系列产品覆盖高市占率+高价双品种	15
4.2 水痘疫苗为基础，带状疱疹有望成为人口老龄化市场的重磅产品	17
4.3 肺炎球菌疫苗是全球疫苗市场的重要大单品	20
5 业绩预测及投资建议	22
5.1 业绩拆分与估值对比	22
5.2 投资建议	23
风险提示:	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

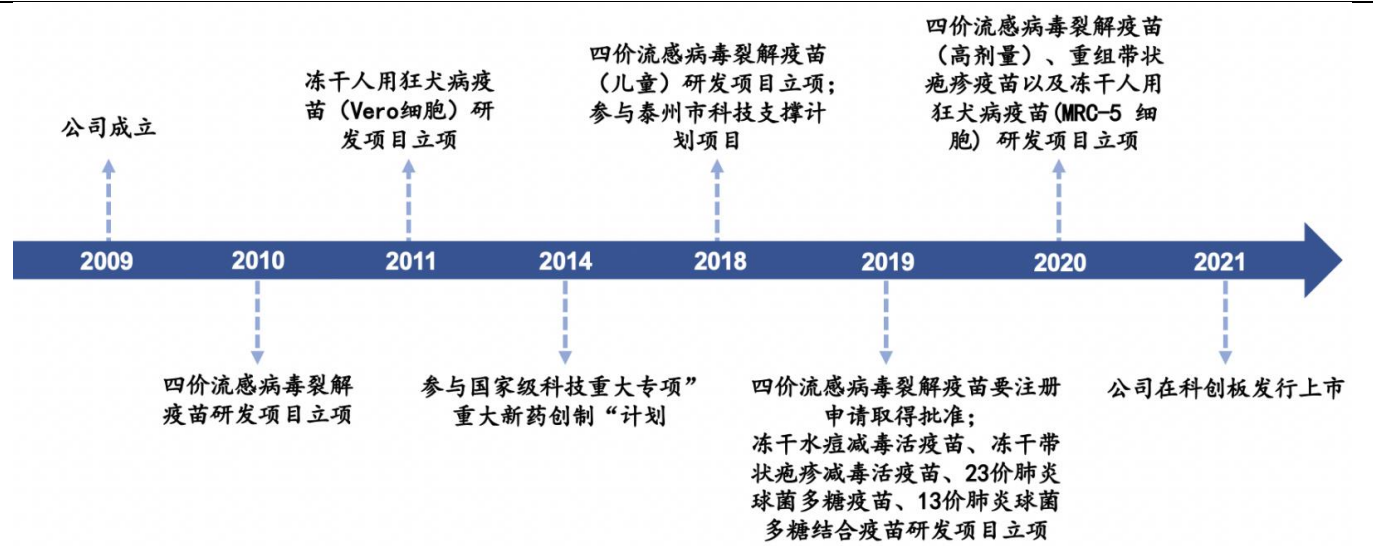
图表 1 公司历史沿革	5
图表 2 公司最新股权结构	6
图表 3 公司四大核心技术平台技术特点及应用	6
图表 4 公司主要产品研发进度情况	7
图表 5 2019~2021 年公司业绩情况	8
图表 6 2019~2021 年公司费用情况	8
图表 7 全球疫苗行业市场规模 (亿美元)	9
图表 8 2018 年疫苗在全球药品市场占比情况	9
图表 9 2018 年全球疫苗市场按区域拆分情况	9
图表 10 2020 年四大疫苗厂商全球市场份额 (按销售额)	10
图表 11 2019-2020 年全球销售额前十的疫苗销售情况	10
图表 12 2015-2023 年我国疫苗市场规模及预测 (亿元)	10
图表 13 2014-2019 年中国本土疫苗企业数量	11
图表 14 2020 年中国十大疫苗制造商批签发量占比	11
图表 15 2020~2021 年度国内批签发流感疫苗种类汇总	12
图表 16 中国各企业流感疫苗在研情况	12
图表 17 公司产能利用率及产销率情况	13
图表 18 2020-2025 年公司流感疫苗系列产品市场规模及预测	14
图表 19 流感疫苗品种管线	14
图表 20 2015-2023 年中国人用狂犬疫苗市场规模及预测 (亿元)	15
图表 21 2020 年中国狂犬病疫苗批签发量 (万支) 及产品类型分布情况	16
图表 22 我国已上市的人用狂犬病疫苗产品主要厂商	16
图表 23 2014-2020 年我国水痘疫苗批签发量 (万支) 及增速	17
图表 24 中国与部分发达国家水痘疫苗接种率对比情况	18
图表 25 2014-2019 年国内水痘疫苗批签发量 (万支)	18
图表 26 2020 年国内厂商水痘疫苗年度销售额占比	18
图表 27 全球两款带状疱疹疫苗具体情况	19
图表 28 国内厂家带状疱疹疫苗在研情况	19
图表 29 公司带状疱疹病毒疫苗品种研发情况	20
图表 30 23 价肺炎球菌多糖疫苗与 13 价肺炎球菌结合疫苗对比	20
图表 31 2015~2019 年我国肺炎球菌疫苗批签发量 (万支)	21
图表 32 国内已进入临床阶段的肺炎球菌疫苗研发情况	21
图表 33 公司肺炎球菌疫苗品种的在研产品管线情况	22
图表 34 2018-2023E 公司业绩拆分及预测 (百万元)	22
图表 35 2018-2023E 公司费用预测 (百万元)	22
图表 36 可比公司市值、归母净利以及 PE (WIND 一致预期) 情况 (截至 2022/3/11)	23

1 凭借优势单品快速扎根的“小而美”公司

1.1 专业的管理团队引领公司稳步发展

公司于2008年12月29日由侯云德院士牵头成立，并于2021年7月21日在科创板发行上市。公司目前有一款主营产品四价流感病毒裂解疫苗成功获批上市。公司于2010年开展四价流感病毒裂解疫苗研发项目，于2019年该四价流感病毒裂解疫苗获得“药品批准文号”，实现规模化生产。除四价流感疫苗病毒裂解疫苗之外，公司于2011年开展冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）研发项目，于2018年开展四价流感疫苗病毒裂解疫苗（儿童）研发项目，于2019年开展冻干水痘减毒活疫苗、冻干带状疱疹减毒活疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗以及13价肺炎球菌多糖疫苗研发项目，于2020年开展四价流感病毒裂解疫苗（高剂量）、重组带状疱疹疫苗以及冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5细胞）研发项目。2021年7月21日，公司在上海证券交易所科创板上市。

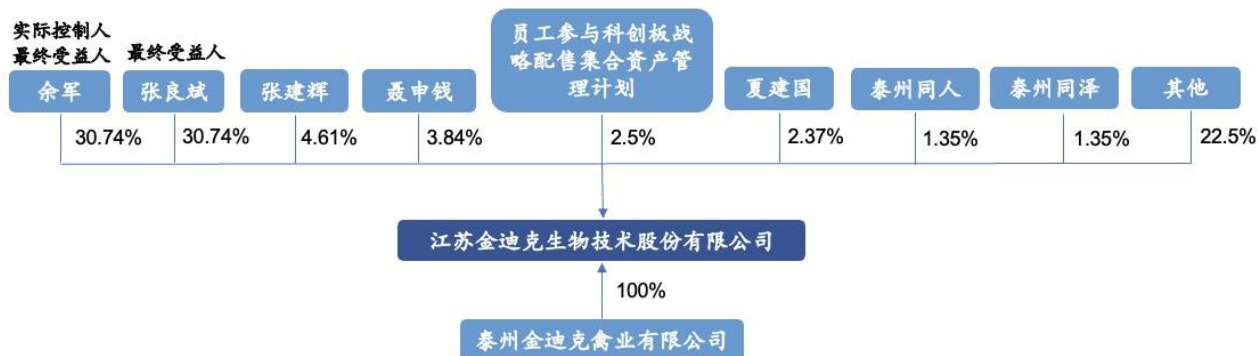
图表 1 公司历史沿革



资料来源：招股书，华安证券研究所

公司股权集中，且设立了员工持股平台，有助于公司的稳健经营与长期成长。目前公司的实际控制人为董事长及总经理余军，最终受益人为余军和公司董事张良斌，其二人自2015年6月起即为公司第一大直接股东，目前合计持有的公司股权超过60%。除公司控股股东外，张建辉、聂申钱、夏建国的个人股权占比分别为4.61%、3.84%、2.37%。此外，公司于2020年5月对核心员工实施股权激励，设立泰州同泽、泰州同人2个员工持股平台。截至2020年9月，已有71名公司员工成为2个持股平台的有限合伙人。公司的核心员工通过上述股权激励机制持股，将与公司形成利益共同体，有助于公司长期稳定发展。

图表 2 公司最新股权结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

管理团队具备扎实的专业背景，行业经验丰富。公司的主要董事、核心管理人员均拥有超过 10 年的生物制品行业从业经历，具备丰富的市场、研发、质量、生产及工程设备管理经验。公司创始人、顾问侯云德院士是医学病毒学专家、国家最高科学技术奖获得者；董事长兼总经理余军先生具有超过 25 年的生物制品企业运营管理经验，目前还负责公司产品的研发、生产工艺研究和质量控制研究工作等。

1.2 核心技术平台为公司研发生产保驾护航

公司自主构建了四大核心平台技术：鸡胚基质疫苗制备生产技术、细胞基质病毒培养与疫苗制备技术、多糖纯化与蛋白偶联技术和规模化制剂生产技术。这些技术使公司具备了构建多品种疫苗研发管线的技术基础；另外这些技术的应用场景囊括了疫苗研发和生产的关键步骤，即掌握了疫苗研发、生产一体化的综合技术能力。

图表 3 公司四大核心技术平台技术特点及应用

核心平台技术	鸡胚基质疫苗制备生产技术	细胞基质病毒培养与疫苗制备技术	多糖纯化与蛋白偶联技术	规模化制剂生产技术
现有技术特点及未来应用前景	1.采用经过优化的三步纯化工艺，较其它流感疫苗产品的两步纯化方法增加了一步离心和除菌操作，能更有效地去除病毒培养基中的卵清蛋白杂质、提高疫苗有效成分血凝素的纯度，使产品具有更好的安全性、有效性； 2.不涉及抗生素和防腐剂的使用，所以能够进一步避免疫苗接种后发生不良反应的可能	1、公司开发以 Vero 细胞为基质的病毒培养制备工艺，已实现狂犬病毒在细胞中的转染、繁殖与纯化； 2、公司开发以 MRC-5 细胞为基质的病毒培养制备工艺，已实现水痘-带状疱疹病毒在细胞中的转染、繁殖与纯化	1、公司的多糖纯化技术采用高效安全的内毒素去除工艺，能够显著降低疫苗中内毒素的含量，提高多糖疫苗的质量水平； 2、公司建立了以 CRM197 为基础的多糖蛋白偶联技术，能使结合疫苗接种人群获得更高的免疫应答	1、公司的制剂生产技术涵盖对水针、冻干粉针两类剂型的生产工艺，公司已具有生产西林瓶、预充针、冻干灭活疫苗及冻干减毒活疫苗制剂的相关技术能力； 2、公司已建成每年 1,000 万剂西林瓶制剂及每年 1,500 万剂冻干灭活疫苗制剂的规模化生产技术平台
应用的公司产品	四价流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（儿童）、四价流感病毒裂解疫苗（高剂量）	冻干人用狂犬（Vero 细胞）、冻干水痘减毒活疫苗、冻干带状疱疹疫苗、冻干人用狂犬（MRC-5 细胞）	23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	公司所有的疫苗产品

资料来源：招股书，华安证券研究所

公司经历多年自主研发，目前有 1 款上市产品四价流感疫苗。公司已上市的四价流感病毒裂解疫苗于 2019 年 5 月获批，公司是国内最早实现四价流感疫苗批签发及上市销售的两家企业之一，2019 年和 2020 年实现批签发数量在国内全部四价流感疫苗生产企业中排名第二和第三。

公司还有 9 款在研产品，预防流感、狂犬病、水痘、带状疱疹和肺炎疾病等 5 种重要传染性疾病：①流感疫苗系列产品：为进一步巩固四价流感疫苗细分市场的竞争优势，公司于 2018 年 12 月开展针对 6 月至 3 岁以下儿童接种的儿童型四价流感疫苗的研发项目，目前正处于临床 I 期试验阶段，预计 2023 年申报注册；又于 2020 年 3 月开展 65 岁以上老年人接种的高剂量型四价流感疫苗，预计于 2022 年申报临床。②狂犬疫苗系列产品：针对狂犬病的预防，公司在研的冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）已于 2021 年 1 月完成临床 III 期试验，目前正在申报注册中。车间 1500 万剂（300 万人份）产能获得注册批件后可启动正式生产。另外于 2020 年 6 月开展了冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)的研发项目，正处于临床前研究阶段，预计于 2023 年申报临床。③水痘-带状疱疹疫苗系列产品：该系列产品均处于临床前研究阶段。公司于 2019 年 9 月开展了冻干水痘减毒活疫苗以及冻干带状疱疹减毒活疫苗的研发项目，两个项目均预计 2022 年可申报临床。另外公司于 2020 年 6 月开展了技术要求更高的重组带状疱疹疫苗的研发项目，预计 2023 年可申报临床。④肺炎疫苗系列产品：肺炎系列产品同样处于临床前研究阶段。公司于 2019 年 11 月开展了 23 价肺炎球菌多糖疫苗以及 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的研发项目，分别预计于 2023 年和 2024 年可申报临床。

图表 4 公司主要产品研发进度情况

序号	疫苗产品	针对适应症	（拟）适用人群	主要研究时间节点	当前阶段进展及未来计划
1	四价流感病毒裂解疫苗	流行性感冒	3 岁以上人群	2013 年 6 月，获批临床； 2015 年 3 月，完成临床 I 期试验； 2016 年 9 月，完成临床 III 期试验	2019 年 5 月获批上市
2	冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)	狂犬病	狂犬病毒暴露人群	2015 年 1 月，获批临床； 2021 年 1 月，完成临床 III 期试验	预计于 2021 年申报注册
3	四价流感病毒裂解疫苗（儿童）	流行性感冒	6-35 月龄儿童	2018 年 12 月，研发项目立项； 2019 年 1 月，取得临床试验通知书	于 2020 年 6 月开展临床 I 期试验；预计于 2023 年申报注册
4	冻干水痘减毒活疫苗	水痘	6 月龄以上人群	2019 年 9 月，研发项目立项	预计于 2022 年申报临床；于 2025 年申报注册
5	冻干带状疱疹减毒活疫苗	带状疱疹	50 岁以上人群	2019 年 9 月，研发项目立项	预计于 2022 年申报临床；于 2025 年申报注册
6	23 价肺炎球菌多糖疫苗	肺炎疾病	50 岁以上人群	2019 年 11 月，研发项目立项	预计于 2023 年申报临床；于 2026 年申报注册
7	13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	肺炎疾病	2-15 月龄儿童	2019 年 11 月，研发项目立项	预计于 2024 年申报临床；于 2027 年申报注册
8	四价流感病毒裂解疫苗（高剂量）	流行性感冒	65 岁以上人群	2020 年 3 月，研发项目立项	预计于 2022 年申报临床；于 2025 年申报注册
9	重组带状疱疹疫苗	带状疱疹	50 岁以上人群	2020 年 6 月，研发项目立项	预计于 2023 年申报临床；于 2026 年申报注册
10	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)	狂犬病	狂犬病毒暴露人群	2020 年 6 月，研发项目立项	预计于 2023 年申报临床；预计于 2026 年申报注册

资料来源：招股书，华安证券研究所

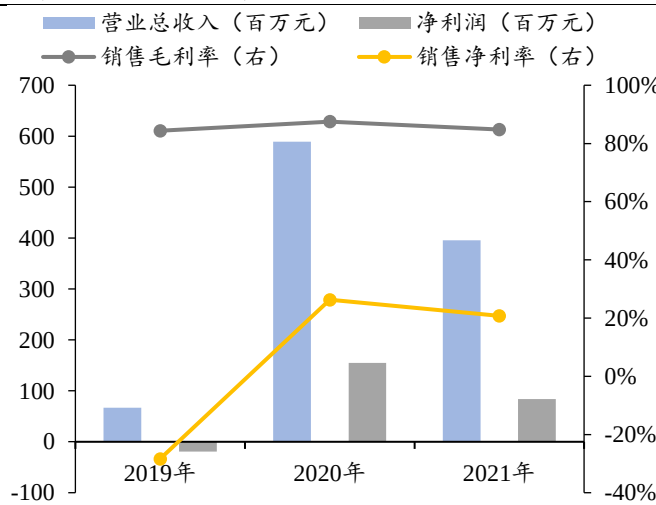
1.3 流感疫苗获批后业绩快速增长，经营向稳

2019-2021 年公司主营业务的收入全部来源于四价流感病毒裂解疫苗。该产品于 2019 年 11 月开始上市销售，销售金额为 0.67 亿元。于 2020 年该疫苗产品销售

金额大幅增长,达到 5.89 亿元。2021 年,受新冠疫苗接种影响,公司流感疫苗销量下滑。叠加公司四价流感疫苗季节性特点比较明显,产品有效期为 12 个月,受新冠疫情及新冠疫苗接种等影响,2021 年度公司对预计无法实现销售的库存商品四价流感疫苗计提存货跌价准备 0.58 亿元,2021 年 Q4 公司几乎无营业收入,全年总营收 3.96 亿元。但随着疫情得到控制、疫苗基础接种工作收尾,疫情带来的短期负面影响有望逐渐消失,公司也将逐步恢复正常经营状态。

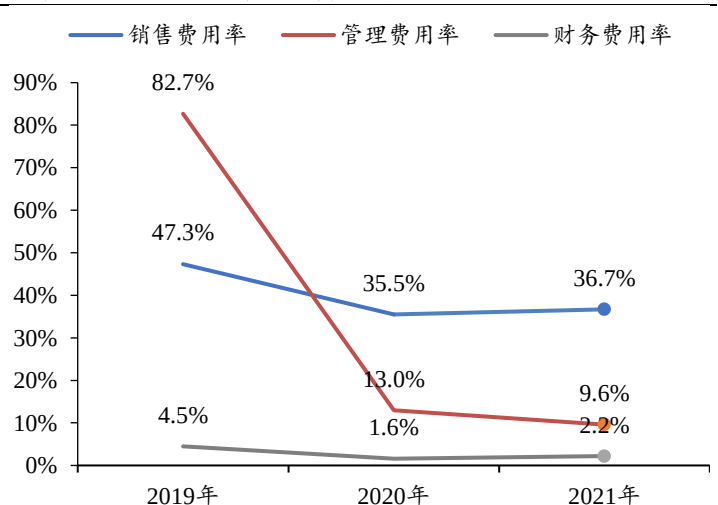
流感疫苗获批后营收快速上升,但公司业绩受流感疫苗销售的影响,同样呈现较强季节性。公司疫苗产品于 2019 年 5 月上市,同年总营收约 0.67 亿元。2020 年,全年营收约 5.89 亿元,增幅较大;截至 2021Q3,公司出现了亏损,主要是因为流感疫苗的销售具有很强的季节性,9-12 月的秋冬季为销售旺季,次年 1-6 月为销售淡季,这导致了上半年营业收入偏低,且研发费用有所增加,最终导致账面出现亏损。2019 年~2021Q3,公司支出结构优化,各项费用支出占比均逐渐下降。

图表 5 2019~2021 年公司业绩情况



资料来源:招股书,华安证券研究所

图表 6 2019~2021 年公司费用情况



资料来源:招股书,华安证券研究所

2 提高大单品渗透率是国内疫苗企业的长期发展逻辑

疫苗行业有较高的门槛,新进者要面对 5 大行业壁垒:①准入壁垒:疫苗的研发、生产、销售都受到国家相关法规的严格监管,准入门槛高。②研发技术壁垒:疫苗研发周期长,获批的不确定性风险较高。且疫苗产品的产业化难度较高。③生产工艺壁垒:《疫苗管理法》规定,未经国务院有关部门特别审批,疫苗不允许外包生产。④资金投入壁垒:疫苗行业具有高投入、高风险和高回报的特点。⑤专业人才壁垒:疫苗行业的研发、生产、销售各环节都需要专业知识和行业经验较为丰富的专业人才。

2.1 全球疫苗市场存量以发达国家为主,增量以新兴市场为主

未来全球疫苗市场增长主要依靠新兴市场规模快速提升

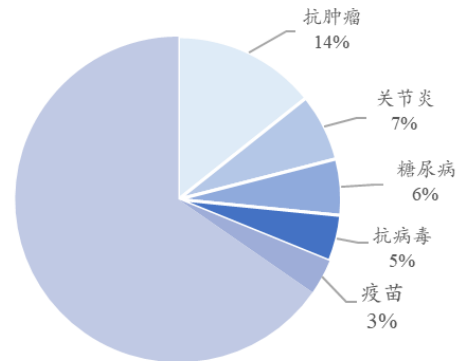
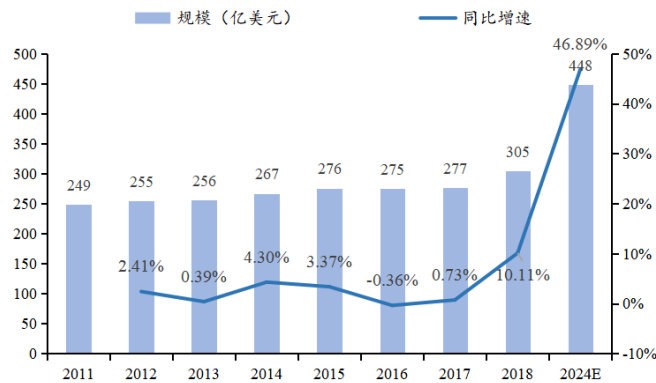
接种疫苗已成为目前人类最有效、最经济的疾病预防方式。根据美国约翰霍普金斯大学研究,对于全球疫苗免疫联盟(GAVI)所支持的 73 个国家,在 2021-2030 年,每 1 美元的疫苗相关投入预计约会节约 21 美元的疾病经济负担、获得 54

美元的统计生命价值。

全球疫苗市场规模增速较快。由于全球人均寿命提高、老龄化比例提升、民众疾病预防意识增强、公共医疗卫生支出增加及公共医疗卫生发展，全球疫苗市场规模持续增长。根据 Evaluate Pharm 统计，2018 年全球疫苗市场规模达到 305 亿美元，占全球药品市场份额的 3.5%，在众多治疗领域中位列第五。未来，在创新疫苗上市及新兴市场销售扩张的推动下，全球疫苗市场将进一步扩大。预计 2024 年全球疫苗市场的规模将达到 448 亿美元，复合增长率 6.6%，仅次于抗肿瘤药物。

图表 7 全球疫苗行业市场规模（亿美元）

图表 8 2018 年疫苗在全球药品市场占比情况

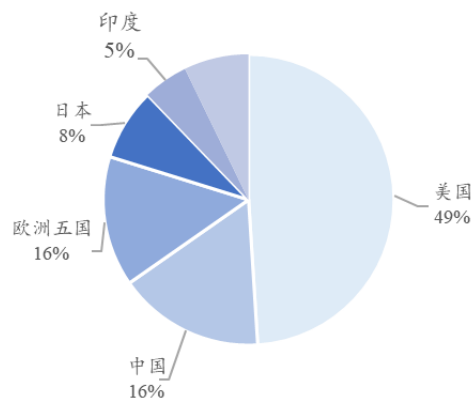


资料来源：招股书，华安证券研究所

资料来源：招股书，华安证券研究所

与欧美发达地区疫苗接种率相比，新兴市场疫苗品种和接种率都处于初级水平。2018 年欧美疫苗销售金额占全球疫苗市场的比例超过 60%，民众疫苗接种意识成熟，既有品种接种率达到较高水平。而以中国、印度、南美为代表的新兴市场基础相对薄弱，疫苗品种和接种率处于初级水平。随着居民收入水平的增长以及社会整体接种意识的提升，新兴国家的疫苗市场正在崛起，预计在未来 5-10 年内将成为全球疫苗市场增长的重要推动力量。

图表 9 2018 年全球疫苗市场按区域拆分情况



资料来源：招股书，华安证券研究所

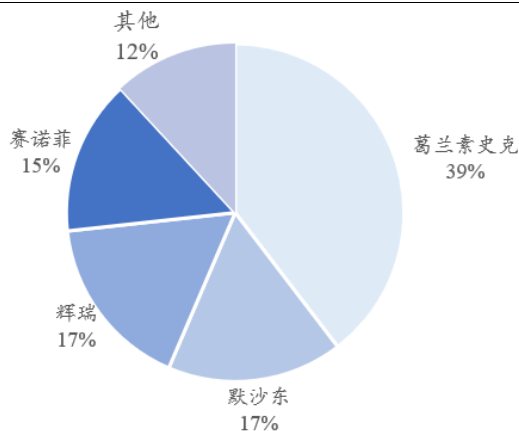
注：欧洲五国是指英国、法国、德国、西班牙和意大利

全球疫苗市场总体呈现集中度高、品种为王的状态

全球疫苗市场经过多年整合，行业集中度颇高。2019 年，国际四大疫苗企业葛兰素史克、默沙东、赛诺菲和辉瑞分别占据全球市场 24.2%、20.3%、17.5% 和 16.5% 的份额，合计垄断约 80% 的市场。而 2020 年垄断份额接近 90%。2019 年全球销售额前十大重磅疫苗均来自四大巨头。2019 年，全球销售额前十的重磅疫苗

中, 包括抗肺炎球菌疫苗、百白破疫苗、抗脑膜炎球菌疫苗和流感疫苗等在内的呼吸系统疫苗占比最大, 为 62%。

图表 10 2020 年四大疫苗厂商全球市场份额 (按销售额)



资料来源: 招股书, 华安证券研究所

图表 11 2019-2020 年全球销售额前十的疫苗销售情况

排名	通用名	生产商	2020 年销售额 (亿美元)
1	13 价肺炎疫苗	辉瑞	58.5
2	HPV 疫苗	默沙东	39.38
3	四价流感疫苗	赛诺菲	24.72
4	百白破-脊髓灰质-Hib 五联苗	赛诺菲	21.06
5	重组带状疱疹疫苗	GSK	19.89
6	麻腮风-水痘疫苗	默沙东	18.78
7	23 价肺炎疫苗	默沙东	10.87
8	水痘疫苗	默沙东	8.23
9	流感病毒疫苗	GSK	7.33
10	B 型脑膜炎疫苗	GSK	6.5

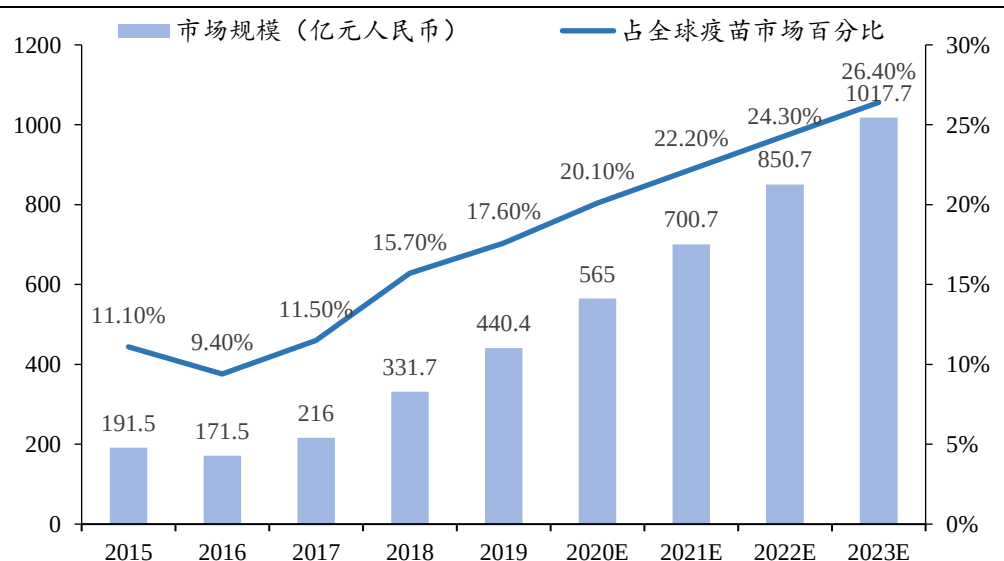
资料来源: 招股书, 华安证券研究所

2.2 国内疫苗市场正处于行业整合及规模提速期

国内疫苗支出水平与发达国家仍然相差甚远, 市场规模仍具有较大增长空间。2018 年, 中国疫苗人均支出仅为 3.7 美元, 而美国的人均支出为 47.7 美元, 欧洲五国和日本分别为 14.4 美元和 20.0 美元, 中国人均疫苗费用支出远低于发达国家, 中国疫苗市场仍有较大的发展潜力。

随着民众疫苗接种意识的不断增强、支付能力和意愿的提升以及新型疫苗的发展, 我国疫苗市场规模呈逐年扩张趋势。2018 年我国疫苗市场收入为 331.7 亿元, 占全球疫苗市场的 15.7%, 预计于 2023 年增加到 1017.7 亿元, 2018~2023 年复合增长率为 25.1%, 届时将占全球疫苗市场的 26.4%。而驱动行业规模整体增长的动力主要源于随着自费接种新型疫苗的普及, 非免疫规划苗市场高速扩张。非免疫规划疫苗市场营收规模在 2018 年达到 300.9 亿元, 占疫苗市场收入的 90.7%, 预计到 2023 年增到 973.6 亿元, 2018~2023 年复合增长率为 26.5%。

图表 12 2015-2023 年我国疫苗市场规模及预测 (亿元)

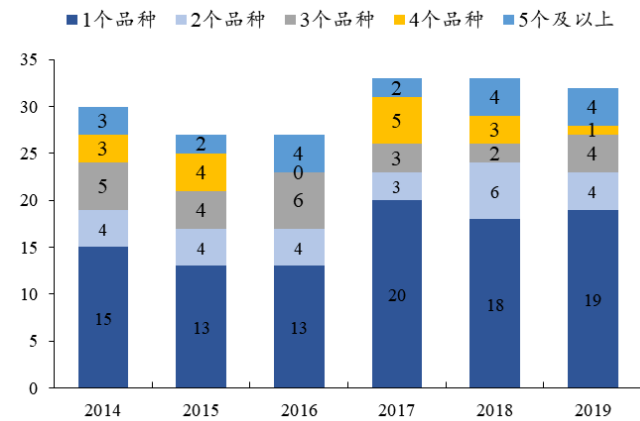


资料来源: 招股书, 华安证券研究所

我国疫苗目前市场参与者众多、市场集中度相对较低，且各企业品种较为单一。目前本土疫苗企业约 30 多家，以最近三年批签发看，一半以上国产疫苗企业仅能生产 1-2 个品种，大部分企业产品较为单一，销售规模较小。2019 年 6 月，我国正式发布《疫苗管理法》，首次就疫苗管理单独立法。随着《疫苗管理法》正式实施，行业监管日趋严格，行业准入门槛进一步提高，未来我国疫苗行业将逐步淘汰部分品种较少、生产体系相对落后的企业，具有较强创新研发实力和能安全稳定生产的优质疫苗公司将占据更多市场份额，国内行业集中度趋于提升。

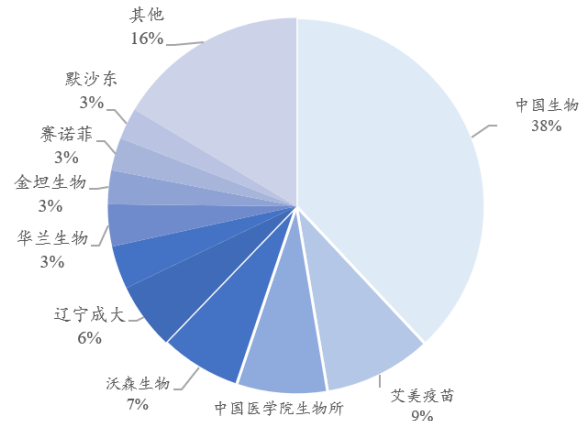
未来国内疫苗行业增速提升依赖的是新型大单品疫苗拉动非免疫规划苗市场高速扩张。从 2019 年中国十大疫苗的销售数据（根据中检院批签发量及中标价格测算的批签发价值）中可见，前十大疫苗品种中，绝大部分均为近 5 年内刚刚于国内获批的重磅品种，仍处在市场推广和放量增长的阶段，参考国际市场的销售趋势，这些品种在国内市场有较大增长潜力。

图表 13 2014-2019 年中国本土疫苗企业数量



资料来源：国家药监局，中检院，华安证券研究所

图表 14 2020 年中国十大疫苗制造商批签发量占比



资料来源：医药魔方，华安证券研究所

3 四价流感疫苗助力公司业绩快速起步

3.1 四价流感疫苗将享受渗透率提升+替代三价市场双重红利

流感疫苗分为三价和四价，用于预防流感病毒引的流感全球大流行。流感病毒根据核蛋白和基质蛋白，可分为甲、乙、丙、丁四型。目前引起流感季节性流行的病毒是甲型中的 H1N1、H3N2 亚型及乙型病毒的 Victoria 和 Yamagata 系。乙型流感病毒流行规模比甲型流感病毒小很多。三价流感疫苗能够覆盖甲型 H1N1、甲型 H3N2 以及一种乙型流感病毒分型，而四价流感疫苗则在此基础上增加了对乙型流感病毒中的另一种分型的覆盖。1978 年，三价流感疫苗首先在美国上市，上市后在美国的接种率从 5% 提高到接近 50%，此后销量增长进入平台期。2013 年，四价流感疫苗于美国上市销售，到 2018-2019 年流感季，美国 FDA 流感疫苗放行批次中的四价流感疫苗占比已提升至 81%。

目前我国流感疫苗市场也显现出四价替代三价的趋势。2020 年，流感疫苗批签发量创高，四价流感疫苗市占率首超三价。2020 年，我国流感疫苗总批签发 5765.25 万剂。其中获批签发三价流感疫苗的企业有 9 家，合计批签发 2407.03 万剂，占比 41.8%；获批签发四价流感疫苗的企业 5 家，合计批签发 3358.23 万剂，占比 58.2%。公司批签发 424.03 万剂，在国内全部四价流感疫苗生产企业中排名第三，占比 12.6%。

图表 15 2020~2021 年度国内批签发流感疫苗种类汇总

	种类	接种方式	适用人群	接种程序	价格	厂家	疫苗类型	规格	2020 年批签发量 (万支)	占比
三价流感疫苗	三价灭活疫苗	注射剂	六月龄以上	6 月-8 岁：既往接种 <2 剂：接种 2 剂；既往接种 ≥2 剂：接种 1 剂 9 岁以上：接种 1 剂	儿童：22-30 元/剂 成人：40-50 元/剂	华兰疫苗	裂解	0.5ml/0.25ml	253	10.5%
						深圳赛诺菲巴斯德	裂解	0.5ml/0.25ml	892	37.1%
						长春所	裂解	0.5ml/0.25ml	164	6.8%
						上海所	裂解	0.5ml	61	2.5%
						北京科兴	裂解	0.5ml/0.25ml	707	29.4%
						中逸安科	亚单位	0.5ml	5	0.2%
						大连雅立峰	裂解	0.5ml/0.25ml	138	5.7%
						国光生物	裂解	0.5ml	30	1.3%
	三价减毒活疫苗	鼻喷剂	3-17 岁	3-8 岁：既往接种 <2 剂：接种 2 剂；既往接种 2 剂：接种 1 剂 9-17 岁：接种 1 剂	298 元/剂	百克生物	减毒活疫苗	0.2ml	157	6.5%
四价流感疫苗	四价流感病毒裂解疫苗	注射剂	3 岁以上	接种 1 剂	110-140 元/剂	华兰疫苗	裂解	0.5ml	2,062	61.4%
						北京科兴	裂解	0.5ml	366	10.9%
						武汉所	裂解	0.5ml	3	0.1%
						长春所	裂解	0.5ml	502	15.0%
						江苏金迪克	裂解	0.5ml	424	12.6%

资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所

流感疫苗国内接种率不足 4%，与发达国家相比处于极低水平。随着政策鼓励，叠加国内高人口基数，潜在市场空间广阔。2019 年，美国四价流感疫苗的接种率提升至 81%，而国内接种率不足 4%，远低于美国水平，市场增长空间较大。我国多地实施针对老人、儿童免费接种流感疫苗的相关政策，未来流感疫苗的渗透率有望快速提升。2019 年 7 月，健康中国行动推进委员会制定了《健康中国行动（2019-2030 年）》，在“传染病及地方病防控行动”中，明确提出儿童、老人、慢性病患者是流感的高危人群，建议每年流感流行季节前接种流感疫苗。该行动还鼓励有条件地区为 60 岁及以上老人、托幼机构幼儿、在校中小学生和中等专业学校学生免费接种流感疫苗，并同时要求流感疫苗的供应需要得到保障。目前我国多个地区正陆续开展重点人群流感疫苗免费接种政策，重点覆盖 60 岁以上老人。

专注四价流感疫苗的开发和生产是未来国内流感疫苗市场的长期发展趋势。目前在研的四价流感疫苗厂家中，智飞龙科马、国光生科、赛诺菲巴斯德的四价流感病毒裂解疫苗以及中慧元通的四价流感病毒亚单位疫苗的研发处于临床 III 期实验中。国内四价流感疫苗市场中的生产企业数量将进一步增加。

图表 16 中国各企业流感疫苗在研情况

生产厂商	批准文号/受理号/登记号	药品名称	注所申请分类	批准日/受理日/受试者入组日	产品状态
智飞龙科马	CTR20180918	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品 6 类	2019.05.10	临床 III 期

国光生科	CTR20190913	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品进口	2019.05.10	临床 III 期
赛诺菲巴斯德	CTR20191861	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品 6 类	2020.01.09	临床 III 期
江苏中慈元通生物科技有限公司	CTR20200971	四价流感病毒亚单位疫苗	预防用生物制品 1 类	2020.05.17	临床 III 期

资料来源：国家药监局，药智网，华安证券研究所

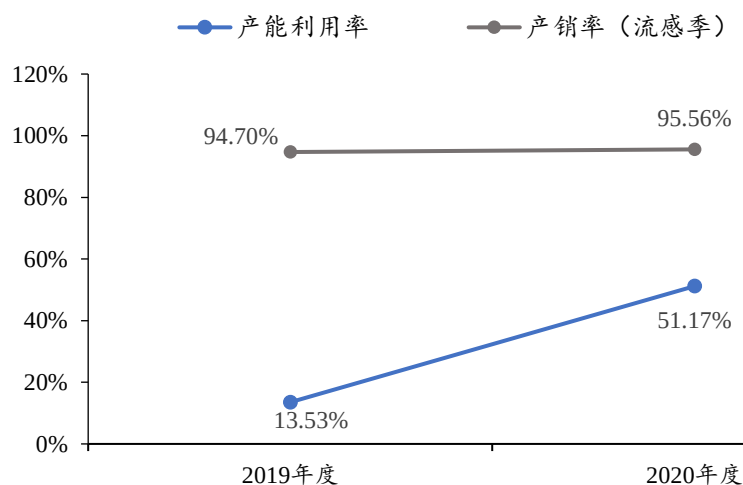
3.1 公司四价流感疫苗销量产能同步提升，预计 2022 年销售额约 9 亿元

公司四价流感病毒裂解疫苗的生产过程中创新地采用三步纯化工艺，产品稳定性、安全性好。截至 2020 年 9 月 30 日，四价流感疫苗已批准上市的企业有华兰疫苗、金迪克、长春所、武汉所以及北京科兴。稳定成熟的生产工艺和严格质量控制能力是疫苗企业进行产品产业化的核心竞争能力。在四价流感病毒裂解疫苗的生产过程中，公司创新地采用三步纯化工艺，实现了各项杂质的有效去除以及血凝素纯度的有效提高。其生产的四价流感疫苗产品在卵清蛋白含量和蛋白质含量/血凝素含量这两项主要指标中明显优于国家药典标准，确保了产品安全及有效，具有质量优势。

公司四价流感疫苗在 2019 年获批上市后，现有 1000 万剂/年的产能迅速释放。2019 年 11 月，公司的四价流感病毒裂解疫苗开始上市销售，在 2019 年度和 2020 年度的销售金额分别为 0.67 亿元和 5.89 亿元，贡献公司全部的主营业务收入。2019 年，四价流感病毒裂解疫苗产量为 135.26 万剂，产能利用率为 13.53%，销量为 128.10 万剂，流感季产销率为 94.7%；2020 年产量达到 511.72 万剂，产能利用率为 51.17%，销量为 489.03 万剂，流感季产销率达 95.56%。

为充分满足流感疫苗市场的增量需求，公司正新建产能为 3,000 万剂/年的四价流感疫苗车间，以扩大核心产品的产能。本次 IPO 募集资金中，使用募集资金 6 亿元用于新建新型四价流感病毒裂解疫苗车间建设项目，实际投资总额为 8.45 亿元。2021 年，受新冠疫苗接种影响，公司流感疫苗销量下滑。但随着新冠疫苗集中接种步入尾声，接种点资源释放，2022 年公司有望恢复正常销售状态。

图表 17 公司产能利用率及产销率情况



资料来源：招股书，华安证券研究所

截至 2021 年 10 月，公司已建立了覆盖全国 29 个省（直辖市、自治区）2,000 余家区县疾控中心的销售网络，产品上市销售及接种情况良好。除港澳台地区外，公司目前在国内销售网络未覆盖的地区是北京和河北。北京市场仅允许预充针剂型的流感疫苗进入，公司目前还是西林瓶，新产线规划的预充针剂型正在申报。河北市场没有完成补标，待完成补标后将有望进入河北市场。

考虑到公司上市后迅速推进市场准入及推广工作，2020 年流感疫苗销售收入增幅超过 700%。结合目前市场竞争格局及公司产品的质量优势等综合因素，我们预计公司四价流感裂解疫苗系列产品的销售规模有望在 2022 年达到约 9 亿元，在 2025 年超过 20 亿元。

图表 18 2020-2025 年公司流感疫苗系列产品市场规模及预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
四价流感病毒裂解疫苗						
3 岁以上人口数量（万人）	135393	135697	136002	136307	136073	135729
渗透率	0.35%	0.24%	0.50%	0.70%	1.05%	1.20%
销量(万支)	478.35	321.60	680.01	954.15	1428.77	1628.75
平均出厂价（元/支）	123	125	127	127	126	125
销售额（亿元）	5.89	4.02	8.64	12.12	18.00	20.36
四价流感病毒裂解疫苗(儿童)						
3 岁以下人口数量（万人）	5773	5664	5558	5453	5350	5250
渗透率					1.00%	4.00%
销量(万支)					53.50	209.99
平均出厂价（元/支）					152.0	151.0
销售额（亿元）					0.81	3.17
流感疫苗总销售额（亿元）	5.9	4.0	8.6	12.1	18.8	23.5

资料来源：国家统计局，招股书，华安证券研究所

3.3 公司流感疫苗系列产品有望领先行业实现全年龄覆盖

公司合理布局研发管线，充分利用自有技术平台，深度开发四价流感病毒裂解疫苗系列产品。在公司的流感疫苗品种管线中，适用于三岁及以上人群的四价流感病毒裂解疫苗已获批上市。此外，公司正利用自有技术平台深度开发四价流感病毒裂解疫苗系列产品：①适用于 6-35 月龄儿童的四价流感病毒裂解疫苗（儿童）目前处于 I 期临床试验阶段，目前国内尚未有适合 3 岁以下儿童接种的四价流感疫苗上市，公司的儿童剂型流感疫苗为全国最早进行临床申报和投入研发的产品。已有的安全性观察结果显示，该产品在 6-35 月龄健康受试者中具有良好的安全性。预计该产品于 2023 年获批上市销售；②四价流感病毒裂解疫苗（高剂量）处于临床前研究阶段，预计 2025 年获批上市销售。这两款产品将作为现有四价流感裂解疫苗的补充，实现公司流感疫苗产品的全年龄段覆盖，为公司提供持续增长的现金流。

图表 19 流感疫苗品种管线

序号	产品名称	疫苗种类	(拟)适用人群	当前阶段	中报临床时间	(拟)申报注册时间
1	四价流感病毒裂解疫苗(儿童)	病毒型灭活疫苗	6-35 月龄儿童	I 期临床试验	2018 年	2023 年
2	四价流感病毒裂解疫苗(高剂量)	病毒型灭活疫苗	65 岁以上人群	临床前研究	2022 年	2025 年

资料来源：招股书，华安证券研究所

4 在研管线多维发力大单品+新型疫苗

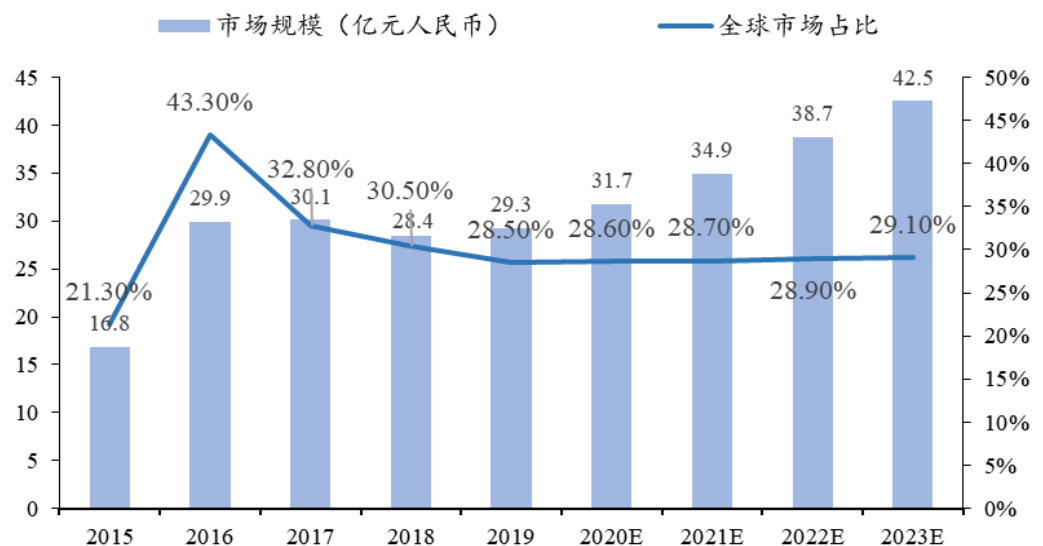
公司在研产品管线丰富，现正围绕流行性感冒、狂犬病、水痘、带状疱疹和肺炎疾病等 5 种重要传染性疾病的预防研发 9 个在研产品。其中冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）已完成临 III 期试验，四价流感病毒裂解疫苗（儿童）处于临床 I 期试验阶段，23 价肺炎球菌多糖疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（高剂量）、冻干水痘减毒活疫苗、冻干带状疱疹减毒活疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗、重组带状疱疹疫苗和冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）等处于临床前研究阶段。

4.1 公司狂苗系列产品覆盖高市占率+高价双品种

目前针对狂犬病尚无有效治疗手段，接种疫苗和使用抗狂犬病血清是主要的预防手段。狂犬病是致死人数最多的动物源传染性疾病，全球每年约 6 万人死于该疾病。狂犬病是一种人畜共患的严重传染病，临床症状发作后病死率接近 100%。我国狂犬病发病数仅次于印度，位居第二位。狂犬病疫苗是目前唯一用来控制和预防狂犬病的主动免疫制剂，在我国属于非免疫规划疫苗，除了为已接触狂犬病毒的人接种该疫苗，该疫苗亦可以作为暴露后预防措施进行接种。

人用狂犬病疫苗是我国批签发重磅品种，2015 年至今批签发量稳定在 6,000~8,000 万支左右。依据 2019 年批签发数据，结合中标价格推算，我国狂犬病疫苗行业批签发货值将近 38 亿元。2018-2023 年我国人用狂犬疫苗市场占全球市场份额比例预计将保持在 28%-30%。2015 年至 2018 年，我国人用狂犬病疫苗市场的销售收入从 16.8 亿元上升至 28.4 亿元人民币，且预计将于 2023 年达到 42.5 亿元，2018 年至 2023 年的年复合增长率为 8.4%。我国人用狂犬病疫苗市场在 2015 年占全球市场份额为 21.3%，2018 年已增至 30.5%，预计 2019 年至 2023 年会保持在 28% 至 30% 区间之内。

图表 20 2015-2023 年中国人用狂犬疫苗市场规模及预测（亿元）

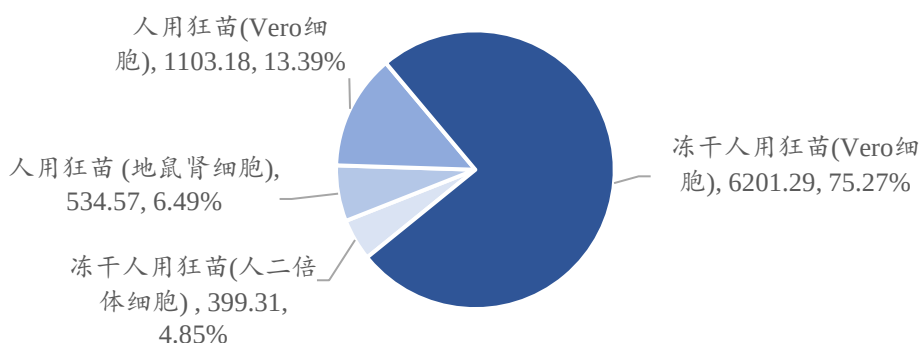


资料来源：招股书，华安证券研究所

在细胞培养的狂犬病疫苗中，Vero 细胞基质培养的狂犬病疫苗仍然占据市场主导地位，人二倍体细胞基质培养的狂犬病疫苗正在逐步崛起。按照培养基质分品种进行统计，目前 Vero 细胞狂犬病疫苗是市场上的主流产品。2020 年，冻干人用

狂犬病疫苗(Vero 细胞)的批签发量为 6201.29 万支, 市占率为 75.27%; 人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)的批签发量为 1103.18 万支, 市占率为 13.39%; 地鼠肾细胞狂犬病疫苗的批签发量为 534.57 万支, 市占率为 6.49%; 最后是人二倍体细胞狂犬病疫苗的批签发量为 399.31 万支, 市占率为 4.85%。

图表 21 2020 年中国狂犬病疫苗批签发量(万支)及产品类型分布情况



资料来源: 中检所, 华安证券研究所

国内狂犬疫苗市场中现已上市销售的厂家共 15 家, 其中使用 Vero 细胞培养的共 8 家、使用地鼠肾细胞培养的共 5 家、使用人二倍体细胞培养的 1 家、使用鸡胚细胞培养的 1 家。其中人二倍体细胞培养的狂犬再杂质含量及安全性方面具有显著优势, 因此有望成为未来狂犬疫苗行业的发展趋势。

图表 22 我国已上市的人用狂犬病疫苗产品主要厂商

公司名称	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	批签发量 (万人份)	占比	批签发量 (万人份)	占比	批签发量 (万人份)	占比
百克生物	-	0.0%	4.85	0.4%	63.34	4.9%
成大生物	962.94	54.3%	1003.91	73.1%	566.49	44.0%
广东诺诚	-	0.0%	94.47	6.9%	209.92	16.3%
宁波荣安	376.14	21.2%	81.18	5.9%	175.70	13.6%
河南远大	55.75	3.1%	50.28	3.7%	26.39	2.1%
成都康华	72.46	4.1%	47.55	3.5%	44.64	3.5%
长春卓谊(长春卫尔赛)	91.10	5.1%	39.34	2.9%	53.94	4.2%
中科生物	45.74	2.6%	22.47	1.6%	76.01	5.9%
其他	170.69	9.6%	29.75	2.2%	72.60	5.6%
合计	1774.81	100.0%	1373.80	100.0%	1289.03	100.0%

资料来源: 百克生物招股书, 华安证券研究所

目前, 公司对冻干人用狂犬疫苗(Vero 细胞)的研发项目已完成 III 期临床试验。公司于 2015 年取得冻干人用狂犬疫苗(Vero 细胞)临床试验批件, 当前已完成 III 期临床试验阶段。根据临床 III 期试验总结报告, 公司的冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)具有良好的免疫原性、免疫持久性和安全性。

公司具备非常好的狂犬疫苗产业化能力。在这款冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)的研发过程中,针对产品不能除菌操作的特点,公司设计了全程管道化的原液生产工艺,减少了人工操作对系统封闭条件的破坏,保证了生产过程的全程无菌条件及产品稳定性。狂犬车间已建成,预计产能 1500 万剂,300 万人份,公司将按程序向 CDE 提交产品注册申请,预计 2022 年获批启动生产。

此外,对冻干人用狂犬苗(MRC-5 细胞)的研发项目已立项,目前正处于临床前阶段。

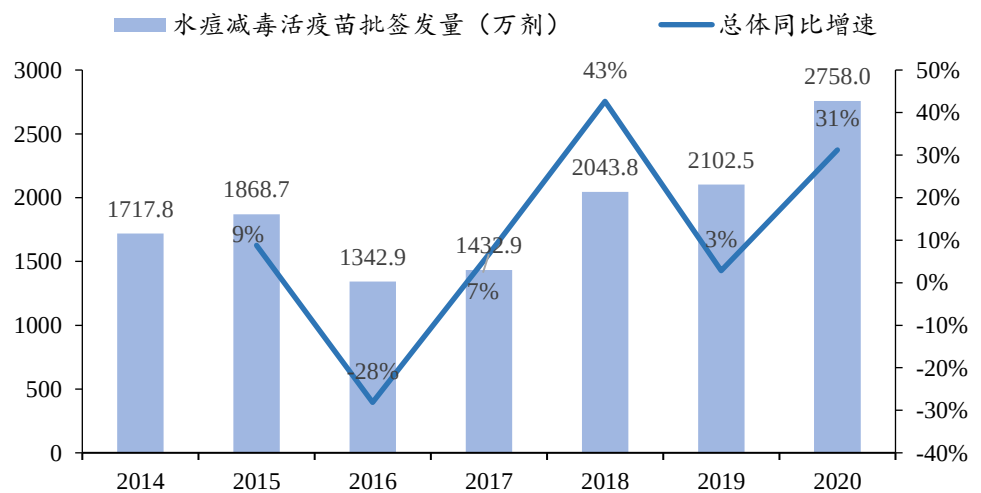
4.2 水痘疫苗为基础,带状疱疹有望成为人口老龄化市场的重磅产品

水痘-带状疱疹病毒是一种具有高度传染性的疱疹病毒,在全球广泛存在,如无水痘疫苗接种计划,大多数人都会在中年期感染该病毒。水痘-带状疱疹病毒既可引发水痘,也可引发带状疱疹,前者通常见于儿童期,后者则在成年后才会发病。

水痘疫苗受市场两针法推广有望进一步扩张

水痘疫苗是预防水痘感染的唯一手段,经水痘病毒传代毒株制备而成,在我国属于非免疫规划疫苗。近年来,国内水痘或有聚集性爆发。目前,国内市场上仅有毒株为 Oka 株的水痘减毒活疫苗。2014-2020 年,我国水痘疫苗批签发量从 1717.84 万剂增长到 2758 万剂,总体上批签发量在微幅上涨。水痘疫苗在民众中认知度较高,作为主要感染对象的儿童和青少年,在接种水痘疫苗后能够得到充分的预防,因此国内水痘疫苗仍然有较大的市场空间。此外,国内逐渐开始推荐使用两针法接种程序接种水痘疫苗,随着两针法的普及,未来水痘疫苗市场有望进一步扩张。

图表 23 2014-2020 年我国水痘疫苗批签发量(万支)及增速

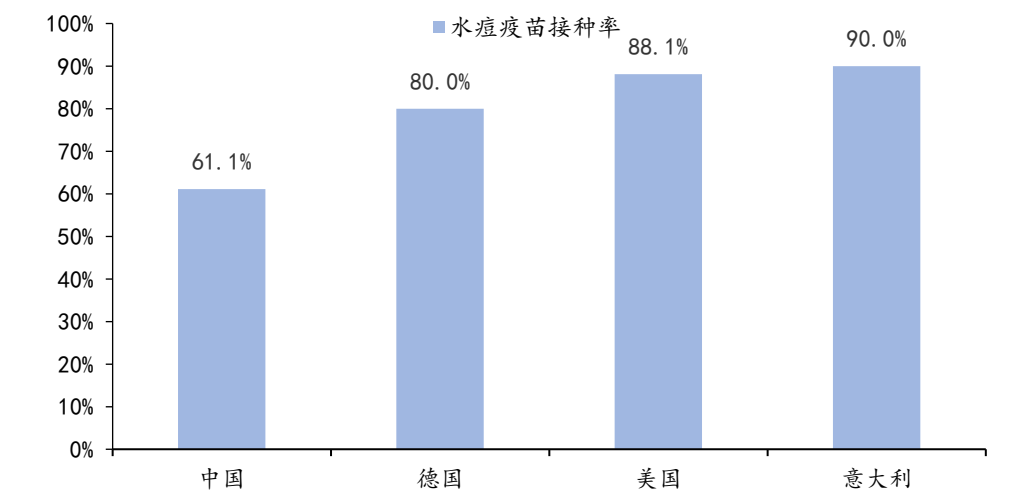


资料来源:中检院,华安证券研究所

国内水痘疫苗市场逐渐扩大,但与发达国家相比,国内水痘疫苗接种率仍有一定的提升空间。在我国水痘疫苗是第二类疫苗,在部分地区属于自费、自愿接种的疫苗,因此区域间接种率差异较大,东部地区显著高于中西部地区。就中国水痘市场整体而言,接种率只有 61.1%,而大多发达国家的接种率都达到了 80%以上。若“两针法”逐步普及,水痘疫苗纳入免疫规划的地区进一步扩大,水痘疫苗的接种率和市场规模仍存在一定的增长空间。同时随着公众的消费水平以及对疫苗的消费意

识逐步提高,水痘疫苗的渗透率将会稳步提高,从而市场需求也会逐步增大。

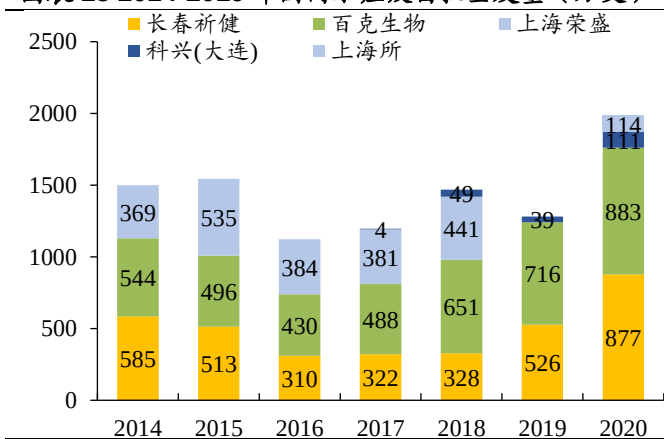
图表 24 中国与部分发达国家水痘疫苗接种率对比情况



资料来源:招股书,华安证券研究所

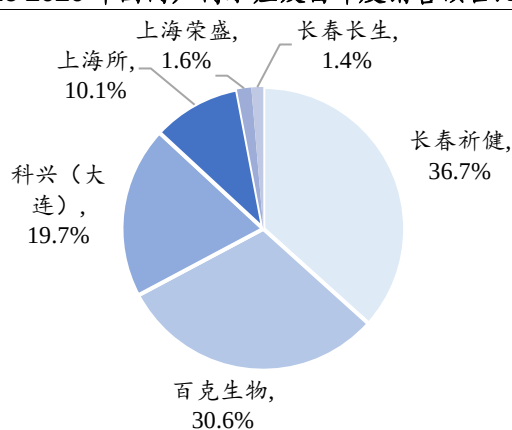
截至 2021 年中国水痘疫苗市场共有五家已上市生产厂商。数据显示 2014 年至 2018 年期间,祁健生物、百克生物和上海荣盛生物三家厂商是我国水痘疫苗市场的主要生产厂家。2017 年~2020 年,科兴疫苗与上海所生产的水痘疫苗陆续上市。2021 年销售数据显示,祁健生物、百克生物、科兴疫苗和上海所是我国主要的销售厂家。其中祁健生物和百克生物的市占率高于 30%。从获批厂商的数量以及市场格局看,水痘疫苗市场的竞争较为激烈,但获批水痘疫苗可以为后续带状疱疹疫苗的研发和生产做必要准备。

图表 25 2014-2019 年国内水痘疫苗批签发量(万支)



资料来源:中检院,华安证券研究所

图表 26 2020 年国内厂商水痘疫苗年度销售额占比



资料来源:Wind,华安证券研究所

公司研发的冻干水痘减毒活疫苗目前处于临床前研究阶段,系通过 Oka 减毒株在人二倍体 MRC-5 细胞中扩增传代制成,为目前国内市场中主流的水痘疫苗品种。公司的该款疫苗计划的接种对象为 6 月龄以上人群,免疫程序计划为在一年左右的间隔内进行 2 针剂接种。产品当前正处于临床前研究阶段,计划 2022 年申报临床,2025 年申报注册。

带状疱疹疫苗是面向老年人推出的潜力品种

在国内,每年有近 300 万成年人受到带状疱疹影响,但目前还缺少有效预防手

段。带状疱疹的发病率和严重程度随年龄增长而增高，50岁以后明显升高，这与老龄免疫下降有关。据估计，85岁以上老年人约有一半发生过至少一次带状疱疹。我国随着老龄化的持续深入，预计带状疱疹患者数在未来还将进一步提升，预防带状疱疹存在较大的需求空间。

目前，全球有两种带状疱疹疫苗，但在国内尚无国产带状疱疹疫苗产品，市场空间较大。全球市场已上市的两种带状疱疹疫苗为默沙东的 Zostavax 和 GSK 的 Shingrix。默沙东研制的 Zostavax 于 2006 年获得 FDA 批准上市，该疫苗通过减毒病毒传代的技术路线制备。其后，GSK 研发出的新型重组亚单位佐剂疫苗 Shingrix 于 2017 年获得 FDA 批准上市，该疫苗通过基因重组的技术路线制备。同时，Shingrix 中含有 AS01B 佐剂系统，能够产生强而持久的免疫应答。然而佐剂可能引起更多的注射局部反应或全身反应。有效性方面，Shingrix 使 50 岁及以上老年群体感染带状疱疹的风险降低 97.2%。而默沙东 Zostavax 在 50-59 岁老年群体中的疗效数据仅为 69.8%，在 60 岁以上老年群体中疗效更低。据此，美国疾控中心推荐 Shingrix 取代 Zostavax，用于 50 岁及以上老年人群的免疫接种。Shingrix 于 2020 年成为全球销量第五大疫苗，其销售额为 25.7 亿美元。2020 年 6 月 28 日，国内引进上市 GSK 生产的欣安立适(Shingrix)疫苗，适用于 50 岁以上老年人。但该疫苗的价格较高，且可提供数量有限，国内市场的带状疱疹疫苗需求仍需靠国内厂商研发生产来满足。

图表 27 全球两款带状疱疹疫苗具体情况

疫苗名称	研发企业	疫苗种类	适用人群	接种方式
Zostavax	默沙东	病毒活疫苗	50 岁及以上	一次接种
Shingrix	GSK	基因重组亚单位疫苗	50 岁及以上	两次接种，间隔 2-6 个月

资料来源：招股书，华安证券研究所

为填补国内带疱市场空白，多家疫苗厂商正在加紧研发带状疱疹疫苗，公司也启动了该疫苗的研发项目。目前国内已有 6 家企业处于临床研究阶段，其中百克生物以及长春长生的带疱减毒活疫苗处于临床 III 期试验阶段，处于领先地位。上海所完成临床 II 期试验，另外有大连雅立峰、长春祈健、中慧元通已获批临床试验。公司带状疱疹疫苗正处于临床前研究阶段。

图表 28 国内厂家带状疱疹疫苗在研情况

疫苗名称	研发企业	临床获批时间	研发进展
带状疱疹减毒活疫苗	百克生物	2014 年 6 月 26 日	临床 III 期
带状疱疹减毒活疫苗	上海所	2017 年 8 月 21 日	I、II 期临床已完成
冻干带状疱疹减毒活疫苗	北京万泰	2015 年 10 月 13 日	主动撤回
带状疱疹减毒活疫苗	长春祈健	2017 年 8 月 21 日	获批临床
带状疱疹减毒活疫苗	大连雅立峰	2018 年 10 月 8 日	获批临床
重组带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	江苏中慧元通/怡道生物	2020 年 5 月 6 日	获批临床
带状疱疹减毒活疫苗	长春长生	2014 年 8 月 26 日	临床 III 期

资料来源：招股书，华安证券研究所

公司带状疱疹疫苗品种的在研产品管线覆盖了目前的两种技术路线，减毒活疫

苗以及重组疫苗。公司研发的冻干带状疱疹减毒活疫苗目前处于临床前研究阶段，与水痘疫苗相同，系通过 Oka 减毒株在人二倍体 MRC-5 细胞中扩增传代制成，但较在研水痘疫苗产品的抗原成分更加浓缩，该产品与目前市场中的 Zostavax 疫苗采用同一技术路线。公司同时在研的重组带状疱疹疫苗，系在 CHO 细胞中培养实现重组基因的抗原表达后，通过进一步浓缩并添加佐剂后制备而成，该产品与目前市场中的 Shingrix 疫苗采用同一技术路线。

图表 29 公司带状疱疹病毒疫苗品种研发情况

产品名称	疫苗种类	(拟) 适用人群	当前阶段	计划申报临床时间	计划申报注册时间
冻干带状疱疹减毒活疫苗	病毒型减毒疫苗	50 岁以上人群	临床前研究	2022 年	2025 年
重组带状疱疹疫苗	病毒型重组疫苗	50 岁以上人群	临床前研究	2023 年	2026 年

资料来源：招股书，华安证券研究所

4.3 肺炎球菌疫苗是全球疫苗市场的重要大单品

全球肺炎疫苗销售额稳居榜首，国内市场前景广阔。根据中国疾病预防控制中心的数据，肺炎是导致 5 岁以下儿童死亡的主要疾病之一，全球每年约有 1 亿例新发病例报告，并有 90 万儿童死于肺炎。根据 Fierce Pharma, Evaluate Pharma 联合推出的 2020 年全球药品销售额 TOP20 名单，2020 年辉瑞制药公司的肺炎球菌疫苗 Prevnar13 以 59.5 亿美元的全球销售额位列榜单第 12 名，2019 年为 13 名。在美国，保险覆盖的人群中，PCV13 的接种率为 40%，PPSV23 的接种率为 43.2%。据 BUSINESS WIRE 预测，2021 年全球肺炎球菌疫苗市场估计为 84 亿美元，预计到 2026 年将达到 118 亿美元，复合年增长率为 7%。

图表 30 23 价肺炎球菌多糖疫苗与 13 价肺炎球菌结合疫苗对比

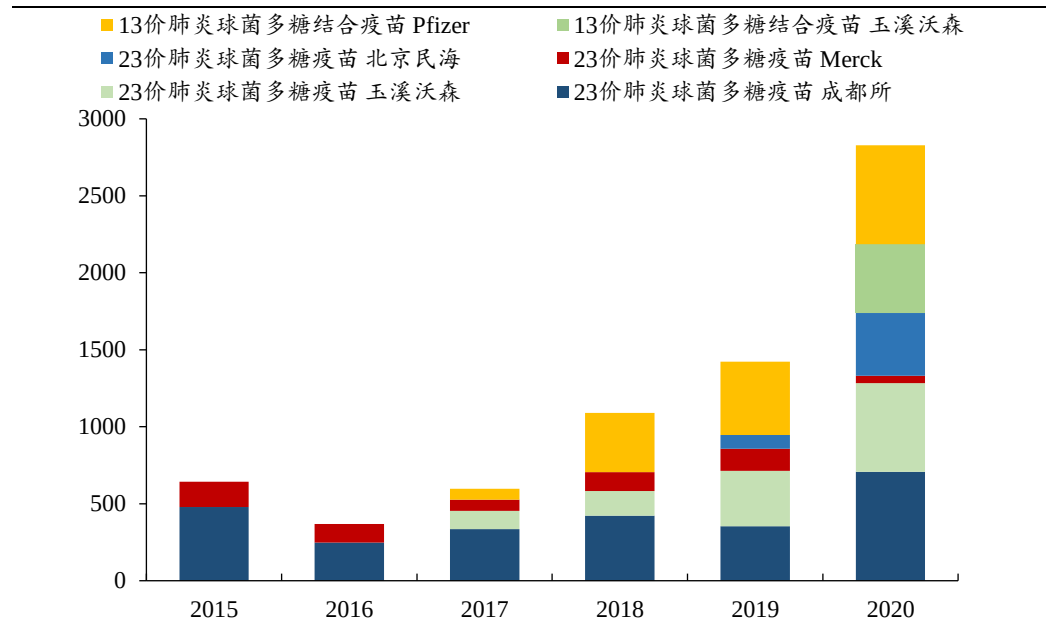
	13 价肺炎球菌结合疫苗	23 价肺炎球菌多糖疫苗
生产公司	辉瑞	默沙东、成都所、沃森生物
适应症	预防由肺炎链球菌血清型 1、3、4、5、6A、6B、7F、9V、14、18C、19A、19F 和 23F 引起的疾病(包括菌血症性肺炎、脑膜炎、败血症等)	适用于免疫预防该疫苗所含荚膜菌型的肺炎球菌疾病
疫苗类型	结合疫苗	多糖疫苗
适用人群	适用于 6 周龄至 15 月龄婴幼儿	2 岁以上的高危人群和 50 岁以上人群
接种程序	在 12-15 月龄接种一剂	至少在脾切除前 2 周接种肺炎球菌疫苗。对于计划进行肿瘤化疗或其它免疫抑制治疗的患者，接种疫苗和开始免疫抑制治疗之间至少应间隔 2 周。
价格	698 元/支	200 元/支

资料来源：疫苗产品说明书，华安证券研究所

从疫苗的批签发数据来看目前国内肺炎球菌疫苗接种率较低，与发达国家相比还有很大的差距，国内市场前景广阔。我目前国内肺炎疫苗市场有两个类型产品在销售：PPSV23，主要针对老年人群及部分 2~65 岁人群；PCV13，主要针对 2 岁以下的儿童人群。PCV13 的厂家有辉瑞、沃森以及康泰；PPSV23 的厂家主要有默沙东、成都所、民海生物和沃森生物。2020 年全年，肺炎球菌疫苗的总批签发量达到 2828.19 万支，其中 23 价肺炎球菌多糖疫苗的批签发量为 1739.33 万支。以我国 65 岁以上人口数量为 1.9 亿人计算，23 价肺炎球菌多糖疫苗的渗透率不足 1%，

与美国存在非常大的差距。

图表 31 2015~2019 年我国肺炎球菌疫苗批签发量 (万支)



资料来源: 中检所, 华安证券研究所

2017 年以后有多款国产肺炎疫苗被批准上市。23 价肺炎球菌多糖结合疫苗的国内厂商主要有成都所、玉溪沃森、北京民海、北京科兴。13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的国内厂商有玉溪沃森。随着疫苗接种知识的普及、国家医疗卫生支出的提高、民众生活水平的上升, 部分地区免费提供疫苗接种服务等, 国内多价肺炎疫苗市场需求还将进一步增加。未来肺炎疫苗将全面开启国产替代。2017 年~2021 年, 沃森和康泰先后完成了肺炎疫苗产品线的完整布局。从批签发量上看, 国产 23 价肺炎疫苗已经具备绝对销量优势, 国产 13 价肺炎疫苗获批后也迅速成功追赶进口疫苗的销量, 肺炎疫苗的国产替代程度在不断加深。另有多款国产肺炎疫苗即将在未来 3~5 年内先后获批。

图表 32 国内已进入临床阶段的肺炎球菌疫苗研发情况

登记号	药物名称	申办人	首次公告日期	试验阶段
CTR20191792	13 价肺炎球菌结合疫苗	兰州所	2019/9/19	III 期
CTR20191734		康希诺 (CRM197, TT 载体)	2021/4/13	III 期
CTR20211822		江苏坤力	2021/7/27	I 期
CTR20200079		成都安特金	2020/4/21	I 期
CTR20160352		北京科兴中维	2018/4/10	I 期
CTR20210117	15 价肺炎球菌结合疫苗	艾美卫信	2021/1/26	I 期
CTR20211737		北京智飞绿竹	2021/7/16	III 期
CTR20171552		北京智飞绿竹	2017/12/20	完成临床试验
CTR20130165	23 价肺炎球菌多糖疫苗	北京民海生物	2014/5/9	III 期
CTR20211577		北京科兴中维	2021/7/5	IV 期
CTR20201780		北京华安科创	2020/9/8	I 期
CTR20191743	重组肺炎球菌蛋白疫苗	康希诺	2019/9/6	I 期

资料来源: Wind 医药库, 华安证券研究所

公司的 23 价肺炎球菌多糖疫苗与 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗均处在临床前研究阶段。公司肺炎球菌疫苗产品管线覆盖了市场中主流的肺炎球菌疫苗技术路线。

23 价肺炎球菌多糖疫苗拟适用于 50 岁以上人群，目前在进行临床前研究，预计 2023 年申报临床；13 价肺炎球菌多糖结合疫苗拟适用于 2-15 月龄儿童，目前在进行临床前研究，预计 2024 年申报临床。

图表 33 公司肺炎球菌疫苗品种的在研产品管线情况

序号	产品名称	拟适用人群	当前阶段	计划申报临床时间	计划申报注册时间
1	23 价肺炎球菌多糖疫苗	50 岁以上人群	临床前研究	2023 年	2026 年
2	13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	2-15 月龄儿童	临床前研究	2024 年	2027 年

资料来源：招股书，华安证券研究所

5 业绩预测及投资建议

5.1 业绩拆分与估值对比

1.影响公司业绩的流感疫苗产品线包含已上市的四价流感疫苗以及预计可能于 2023 年申报注册的儿童用四价流感疫苗。根据估算，2021~2025 年公司流感疫苗系列产品合计销售额分别为 5.89/ 3.96/ 9.67/ 12.12/ 17.96/ 22.68 亿元，同比增长-32.9%/ 144.6%/ 25.3%/ 48.2%/ 26.3%。

2.另外，预计公司将于 2022~2023 年获批生产狂犬疫苗（Vero 细胞）。根据估算，公司狂犬疫苗（Vero 细胞）2023~2025 年的销售额分别为 56/68/79 百万元，同比增长 21.4%/ 16.5%。

图表 34 2018-2023E 公司业绩拆分及预测（百万元）

报告期	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营营业总收入	67.15	589.10	395.52	967.24	1,267.77
四价流感裂解疫苗					
营收占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	95.58%
收入	67.15	589.10	395.52	967.24	1,211.77
YOY		777.29%	-32.86%	144.55%	25.28%
成本	10.49	74.00	55.00	118.00	145.00
毛利	56.66	515.10	340.52	849.24	1,066.77
毛利率	84.38%	87.44%	86.09%	87.80%	88.03%
狂苗（Vero）					
营收占比					4.42%
收入					56.00
YOY					
成本					8.00
毛利					48.00
毛利率					85.71%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 35 2018-2023E 公司费用预测（百万元）

营业总收入(百万元)	67.15	589.10	395.52	967.24	1,267.77
主营收入(百万元)	67.15	589.10	395.52	967.24	1,267.77
YoY		777.3%	-32.9%	144.6%	31.1%
主营成本(百万元)	10.49	74.00	55.00	118.00	153.00

YoY		605%	-26%	115%	30%
主营毛利(百万元)	56.66	515.10	340.52	849.24	1,114.77
毛利率	84.4%	87.4%	86.1%	87.8%	87.9%
YoY		809.1%	-33.9%	149.4%	31.3%
净利润(百万元)	-19.04	154.98	82.17	298.28	418.02
净利率	-28.4%	26.3%	20.8%	30.8%	33.0%
YoY			-47.0%	263.0%	40.1%
销售费用 (百万元)	25.97	209.13	138.43	319.19	393.01
YoY		705.3%	-33.8%	130.6%	23.1%
占营业收入的比重	38.7%	35.5%	35.0%	33.0%	31.0%
管理费用 (百万元)	31.77	47.91	37.97	72.54	88.74
YoY		50.8%	-20.7%	91.1%	22.3%
占营业收入的比重	47.3%	8.1%	9.6%	7.5%	7.0%
财务费用 (百万元)	3.02	9.39	7.91	19.34	25.36
YoY		210.9%	-15.8%	144.6%	31.1%
占营业收入的比重	4.5%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用 (百万元)	23.75	28.53	35.60	48.36	57.05
YoY		20.1%	24.8%	35.9%	18.0%
占营业收入的比重	35.4%	4.8%	9.0%	5.0%	4.5%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司作为从事人用疫苗的研发、生产和销售的创新型生物医药企业,拥有主打产品四价流感裂解疫苗,后续有狂犬疫苗上市作为业绩补充,且将逐步建立覆盖全年龄段的流感疫苗产品系列。选取与公司产品结构相似的疫苗上市公司进行估值比较,包括华兰疫苗(首个国产四价流感病毒裂解疫苗)、百克生物(独家鼻喷流感疫苗、在研带状疱疹疫苗)、欧林生物(吸附破伤风疫苗贡献主要收入),可比公司平均 PE 为 123.7X,估算公司 2021~2023 年 PE 分别为: 59X/ 16X/ 12X。

图 36 可比公司市值、归母净利润以及 PE (Wind 一致预期) 情况 (截至 2022/3/11)

编号	证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			净利润增长率			PE			EPS		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
1	688276	百克生物	210.5	2.4	5.6	8.6	-42%	128%	55%	116.3	37.8	24.4	-	1.4	2.1
2	688319	欧林生物	94.6	1.1	2.6	4.4	204%	140%	68%	131.2	35.9	21.4	-	0.7	1.1
平均			152.6	1.8	4.1	6.5	-22%	132%	59%	123.7	36.8	22.9	-	1.0	1.6
3	688670	金迪克	48.3	0.8	3.0	4.2	-47%	263%	40%	58.8	16.2	11.6	0.9	3.4	4.8

资料来源: Wind, 华安证券研究所

注: 2021~2023 年可比公司业绩为 wind 一致性预测, 金迪克 2021~2023 年业绩为我们预测的数据。

5.2 投资建议

提高大单品渗透率是国内疫苗企业的长期发展逻辑。中国作为疫苗快速放量的新兴市场,未来行业规模增速将超过欧美市场。同时,国内市场将向着全球疫苗市场当前的结构进行演化: 集中度高、品种为王。受益于行业规范度的提升、民众疫苗接种意识的不断增强、支付能力和意愿的提升以及新型疫苗的发展,国内疫苗市场正处于行业整合及规模提速期。预计 2018~2023 年国内疫苗按行业市场规模复

合增长率为 25.1%，其中非免疫规划苗占比不断提升。因此，未来国内疫苗行业增速提升依赖的是新型大单品疫苗拉动非免疫规划苗市场高速扩张。

四价流感疫苗助力公司业绩快速起步，研发管线布局全年龄段覆盖。四价流感疫苗将享受渗透率提升+替代三价市场双重红利，因此专注四价流感疫苗的开发和生产是未来国内流感疫苗市场的长期发展趋势。公司目前有一款四价流感病毒裂解疫苗于 2019 年获批，与其他获批厂家比，公司生产的流感疫苗生产工艺领先，产品稳定性、安全性好。上市后产品销量迅速增长，产能利用率快速提升。为确保产品供给，公司使用募集资金投入新增 3000 万产能的产线建设项目。同时，公司还在针对老人和儿童群体研发专属流感疫苗系列产品。预计公司流感疫苗系列产品整体收入规模有望在 2025 年超过 20 亿元。

公司还有 7 款在研产品，覆盖几类当前最有潜力的疫苗大单品：①狂犬疫苗系列产品：公司狂犬系列产品覆盖高市占率+高价双品种。在研的冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）已完成临床 III 期试验，预计于 2023 年申报注册。另有冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）正处于临床前研究阶段，预计于 2023 年申报临床。②水痘-带状疱疹疫苗系列产品：公司冻干水痘减毒活疫苗以及冻干带状疱疹减毒活疫苗的研发项目均预计 2022 年可申报临床。另外公司开展了重组带状疱疹疫苗的研发项目，预计 2023 年可申报临床。水痘疫苗为基础，带状疱疹有望成为人口老龄化市场的重磅产品。③肺炎疫苗系列产品：公司 23 价肺炎球菌多糖疫苗以及 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的研发项目分别预计于 2023 年和 2024 年可申报临床。肺炎球菌疫苗是全球疫苗市场的重要大单品。

估算公司 2021~2023 年营业收入为 4.0/ 9.7/ 12.7 亿元，同比增长-32.9%/ 144.6%/ 31.1%；归母净利润为 0.82/ 3.0/ 4.2 亿元，同比增长-47.0%/ 263.0%/ 40.1%；公司 2021~2023 年 PE 分别为：59X/ 16X/ 12X，可比公司平均 PE 约为 123.7X。考虑疫苗行业的持续快速发展、公司流感疫苗的差异化优势以及公司在研的管线布局，我们首次覆盖，给予公司“买入（首次）”评级。

风险提示：

- 1.新冠肺炎疫情对公司正常生产经营造成不利影响：2021 年，由于全国集中资源开展新冠疫苗的全民接种，CDE 的接种点及接种人员不足，非免疫规划苗的接种普遍受到影响。2022 年，若疫情持续，则公司主营产品接种情况将继续受到影响。
- 2.临床试验不及预期：公司目前有 7 款产品处于临床前研发阶段，临床研发、产品申报审批等均存在不确定性。
- 3.主营产品单一的风险：未来两年内，四价流感裂解疫苗仍将是公司唯一的主营产品。产品结构单一可能导致公司收入不稳定。
- 4.产品推广不及预期风险：尽管 2022 年新冠疫苗接种对公司流感疫苗产品推广的影响下降，但受制于流感疫苗的季节性，集中销售限制了公司产业化以及销售的规模效应，实际销售情况仍有可能低于公司的产能规划以及销售目标。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E		会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	523	1508	1988	2505		营业收入	589	396	967	1268
现金	88	1170	1239	1526		营业成本	74	55	118	153
应收账款	355	238	583	764		营业税金及附加	4	8	19	25
其他应收款	0	0	1	1		销售费用	209	138	319	393
预付账款	6	5	10	13		管理费用	48	38	73	89
存货	33	25	53	69		财务费用	9	10	-14	-15
其他流动资产	40	71	102	133		资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	255	257	259	261		公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0		投资净收益	0	0	1	1
固定资产	178	178	178	178		营业利润	212	113	407	570
无形资产	50	50	50	50		营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	28	30	31	33		营业外支出	1	1	1	1
资产总计	778	1765	2247	2766		利润总额	211	112	406	569
流动负债	509	274	457	559		所得税	56	30	108	151
短期借款	297	97	97	97		净利润	155	82	298	418
应付账款	25	19	40	52		少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	187	159	320	410		归属母公司净利润	155	82	298	418
非流动负债	26	29	29	29		EBITDA	237	121	392	554
长期借款	0	0	0	0		EPS（元）	2.35	0.93	3.39	4.75
其他非流动负债	26	29	29	29						
负债合计	535	304	487	588						
少数股东权益	0	0	0	0						
股本	66	88	88	88						
资本公积	36	1148	1148	1148						
留存收益	140	225	524	942						
归属母公司股东权	243	1462	1760	2178						
负债和股东权益	778	1765	2247	2766						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E		会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	109	166	107	323		成长能力				
净利润	155	82	298	418		营业收入	777.3%	-32.9%	144.6%	31.1%
折旧摊销	26	0	0	0		营业利润	778.9%	-46.7%	260.5%	40.0%
财务费用	10	8	4	4		归属于母公司净利	914.1%	-47.0%	263.0%	40.1%
投资损失	0	0	-1	-1		获利能力				
营运资金变动	-147	72	-196	-99		毛利率（%）	87.5%	86.1%	87.8%	87.9%
其他经营现金流	369	14	495	518		净利率（%）	26.3%	20.8%	30.8%	33.0%
投资活动现金流	-71	-34	-33	-33		ROE（%）	63.9%	5.6%	16.9%	19.2%
资本支出	-41	-1	-1	-1		ROIC（%）	28.8%	5.7%	15.4%	17.7%
长期投资	0	-31	-31	-31		偿债能力				
其他投资现金流	-30	-2	-1	-1		资产负债率（%）	68.8%	17.2%	21.7%	21.3%
筹资活动现金流	42	949	-4	-4		净负债比率（%）	220.8%	20.8%	27.7%	27.0%
短期借款	240	-200	0	0		流动比率	1.03	5.50	4.35	4.49
长期借款	0	0	0	0		速动比率	0.95	5.39	4.21	4.34
普通股增加	16	22	0	0		营运能力				
资本公积增加	36	1112	0	0		总资产周转率	0.76	0.22	0.43	0.46
其他筹资现金流	-250	15	-4	-4		应收账款周转率	1.66	1.66	1.66	1.66
现金净增加额	80	1082	70	287		应付账款周转率	2.94	2.94	2.94	2.94

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	777.3%	-32.9%	144.6%	31.1%
营业利润	778.9%	-46.7%	260.5%	40.0%
归属于母公司净利	914.1%	-47.0%	263.0%	40.1%
获利能力				
毛利率（%）	87.5%	86.1%	87.8%	87.9%
净利率（%）	26.3%	20.8%	30.8%	33.0%
ROE（%）	63.9%	5.6%	16.9%	19.2%
ROIC（%）	28.8%	5.7%	15.4%	17.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	68.8%	17.2%	21.7%	21.3%
净负债比率（%）	220.8%	20.8%	27.7%	27.0%
流动比率	1.03	5.50	4.35	4.49
速动比率	0.95	5.39	4.21	4.34
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.22	0.43	0.46
应收账款周转率	1.66	1.66	1.66	1.66
应付账款周转率	2.94	2.94	2.94	2.94
每股指标（元）				
每股收益	2.35	0.93	3.39	4.75
每股经营现金流	1.24	1.89	1.21	3.67
每股净资产	2.76	16.61	20.00	24.75
估值比率				
P/E	0.00	58.78	16.19	11.56
P/B	0.00	3.30	2.74	2.22
EV/EBITDA	0.88	31.12	9.45	6.17

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：任雯萱，研究助理，主要负责生物制品（疫苗+血液制品）行业研究。上海财经大学金融硕士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。