

买入

2024年11月22日

流脑疫苗带动季度恢复盈利，多管线构建未来增长点

疫情后首次实现单季度盈利：2024Q3 公司营收 2.64 亿元（同比+76.1%，下同）。前三季度共计营收 5.67 亿元（+222.9%），扣除新冠疫苗预估退货影响，同比增长 36.9%。前三季度销售费用 1.96 亿元（+1.2%），管理费用 1.17 亿元（-37.6%），研发费用 2.72 亿元（-41.0%），管理费用和研发费用支出都有明显降低，公司费用管控效果显著。此外得益于存货及资产管理的不断优化，公司前三季度资产减值损失同比减少 7.77 亿元，归母净亏损缩窄至 2.22 亿元。其中 Q3 归母净利润 264 万，在新冠疫情之后首次实现季度盈利。扣非归母净亏损 672 万。

曼海欣增速喜人，扩龄申报上市在即：公司流脑疫苗产品收入取得高速增长，前三季度录得 5.16 亿元，同比增长 39.07%。曼海欣在短期内仍将是国内唯一的 MCV4 产品，有利于其进一步巩固在中国市场的地位。其 4-6 岁扩龄的申报工作也在积极推进中，有望在明年获批。获批后将实现国家免疫规划年龄的全覆盖，并进一步促进销售的增长。与此同时，曼海欣的海外市场开发方面也在稳步推进，在中东、东南亚等地进展顺利，有望在明年开始贡献少量收入。

多条管线顺利推进：公司多条在研管线也在顺利推进中。PCV13i 上市申请已获 CDE 受理，并完成了现场检查，有望在明年正式获批上市，为公司带来第二增长点。婴幼儿用 DTcP 的 III 期临床已完成了受试者前三针基础免疫接种工作，明年将启动 pre-NDA 工作。吸附破伤风疫苗也将在明年启动 pre-NDA 工作。多项 III 期临床接近尾声，将持续为公司提供新的增长动力。PBPV 于上半年读出了 Ib 期临床的积极数据，目前正积极与潜在合作伙伴接洽。10 月公司再次获得盖茨基金会 1700 万美元的资助，以推进重组脊髓灰质炎疫苗的研发，而 CS-2036 也获得了印尼药监局批准进行 I/II 期临床研究。此外，重组带状疱疹疫苗已于加拿大同步开展了肌肉注射和雾化吸入两种给药方式的临床 I 期试验，青少年及成人用 TdcP 的 I 期临床已接近尾声，Hib 的 I 期临床也已于日前完成了首例受试者入组。

目标价 35.10 港元，买入评级：我们采用 DCF 为公司估值，其中 WACC 为 10%，永续增长为 1%，测算得出目标价 35.10 港元，较现价有 20.6% 上升空间，买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-25321956

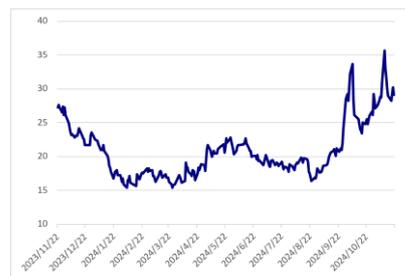
tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	29.15 港元
目标价	35.10 港元 (+20.6%)
股票代码	6185
已发行股本	2.47 亿股
市值	70.15 亿港元
52 周高/低	36.85/14.80 港元
每股净现值	20.46 港元
主要股东	创始人团队 (31.2%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入 (千元人民币)	345,182	820,337	1,138,707	1,670,133	2,136,664
变动 (%)	-66.5%	137.7%	38.8%	46.7%	27.9%
净利润 (千元人民币)	-1,967,433	-261,960	-105,382	190,425	386,903
每股摊薄收益 (元人民币)	-6.00	-0.91	-0.37	0.69	1.44
变动 (%)	-63.1%	84.8%	58.8%	284.8%	107.7%
市盈率@29.15港元	-4.5	-29.6	-71.9	38.9	18.7
每股派息 (HKD)	0	0	0	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<千元人民币>						<人民币>, 财务年度截至12月					
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	345,182	820,337	1,138,707	1,670,133	2,136,664	盈利能力					
毛利	-876,019	623,456	967,901	1,419,613	1,816,165	毛利率 (%)	-253.8%	76.0%	85.0%	85.0%	85.0%
分销及行政开支	-647,847	-674,350	-739,109	-861,409	-1,026,809	EBITDA 利率 (%)	-481.7%	2.2%	17.2%	30.2%	33.2%
其他亏损净额	197,293	320,403	197,293	197,293	197,293	净利率 (%)	-570.0%	-31.9%	-9.3%	11.4%	18.1%
营运收入	-678,726	943,859	1,165,194	1,616,906	2,013,458	SG&A/收入 (%)	187.7%	82.2%	64.9%	51.6%	48.1%
财务费用	35,714	35,714	35,714	35,714	35,714	实际税率 (%)	0.6%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
其他开支	-56,793	-56,793	-56,793	-56,793	-56,793	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发开支	-637,987	-510,390	-510,390	-510,390	-510,390	存货周转率天数		81	81	81	81
税前盈利	-1,978,884	-261,960	-105,382	224,029	455,180	应收账款天数		664	144	133	122
所得税	11,451	0	0	-33,604	-68,277	应付账款天数		31	205	256	188
净利润	-1,967,433	-261,960	-105,382	190,425	386,903	财务状况					
折旧及摊销	269,053	244,691	265,841	278,442	286,624	负债/权益	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDA	-1,662,666	18,446	196,174	504,580	709,241	收入/总资产	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
						总资产/股本	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
增长											
总收入	-66.5%	137.7%	38.8%	46.7%	27.9%						
EBITDA	123.4%	-101.1%	963.5%	157.2%	40.6%						
EPS	-63.1%	84.8%	58.8%	176.2%	107.7%						
资产负债表						现金流量表					
<千元人民币>						<千元人民币>, 财务年度截至12月					
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
现金	2,046,998	1,827,386	1,482,888	1,441,755	1,705,444	税前利润	-1,978,884	-261,960	-105,382	224,029	455,180
应收账款	636,882	328,135	421,322	567,845	662,366	营运资金变化	-156,955	289,012	-114,500	-169,542	-119,381
存货	350,656	378,708	409,005	441,726	477,064	其他经营性现金流变化	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,146,292	2,146,292	2,146,292	2,146,292	2,146,292	所得税	0	0	0	-33,604	-68,277
总流动资产	5,180,828	4,680,522	4,459,507	4,597,618	4,991,166	营运现金流	-916,252	281,287	55,502	308,867	563,689
固定资产	2,838,342	3,138,031	3,316,569	3,432,508	3,490,264	资本开支	-610,470	-500,000	-400,000	-350,000	-300,000
无形资产	111,841	67,461	23,081	-21,299	-65,679	其他投资活动	168,848	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	投资活动现金流	-441,622	-500,000	-400,000	-350,000	-300,000
总资产	9,318,769	9,073,771	8,986,915	9,196,585	9,603,509	股本变化	56,600	0	0	0	0
应付账款	103,970	112,288	121,271	130,972	141,450	负债变化	-192,004	7,419	8,983	9,702	10,478
短期贷款及借款	1,394,865	1,394,865	1,394,865	1,394,865	1,394,865	股息	0	0	0	0	0
其他短期负债	0	0	0	0	0	其他融资活动	184,422	-7,419	-8,983	-9,702	-10,478
总短期负债	2,591,844	2,599,263	2,608,246	2,617,947	2,628,425	融资活动现金流	-7,582	0	0	0	0
长期负债	1,439,510	1,439,510	1,439,510	1,439,510	1,439,510	现金变化	-1,365,456	-218,713	-344,498	-41,133	263,689
总负债	4,031,354	4,038,773	4,047,756	4,057,457	4,067,935	期初持有现金	3,391,268	2,046,099	1,827,386	1,482,888	1,441,755
股东权益	5,287,415	5,034,998	4,939,160	5,139,127	5,535,574	汇率变化	20,287	0	0	0	0
每股账面值 (RMB)	21,405	20,348	19,960	20,768	22,370	期末持有现金	2,046,099	1,827,386	1,482,888	1,441,755	1,705,444
营运资金	2,588,984	2,081,259	1,851,261	1,979,671	2,362,741						
股数 (基本)	247,022	247,450	247,450	247,450	247,450						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。