

MCV4 商业化进展顺利，带动公司营收快速增长

相关研究：

1. 《以创新为核心，由Biotech转型为Biopharma》 20241216

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	1	-10	6
绝对收益	3	-10	18

注：相对收益与沪深300相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: 021-50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

事件：

公司发布2024年度业绩快报。2024年实现营收8.46亿元，同比增长137.01%；实现归母净利润-3.79亿元，亏损幅度显著收窄（去年同期-14.83亿元）；EPS为-1.53元/股（去年同期-6.01元/股）。

核心要点：

□ 受益于MCV4商业化的快速推进，公司营收实现快速增长

公司目前已上市产品共五款，其中，MCV4 曼海欣®于2021年获批上市，于2023年正式开启商业化，2024年完整的销售年度显示曼海欣®商业化进展顺利，带动公司2024年营收实现快速增长。

公司产品曼海欣®为亚洲首款四价流脑结合疫苗ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，目前国内上市的四价脑膜炎球菌疫苗均为MPSV4产品，存在接种年龄限制。曼海欣®适用于3个月至3岁（47个月）的儿童，定位于中高端婴幼儿疫苗市场，并在临床试验中显示出良好的安全性和免疫原性，目前处于独家竞品地位。公司坚持学术营销推广模式，依托学术推广、品牌建设、市场开拓活动，渗透率快速提升。2024年已获得30个省级CDC准入、1500+地级等CDC准入、覆盖接种点10000+。从市占率来看，2岁以下流脑疫苗市场份额按销量计，2023年A群多糖（公费）、AC结合（公费）、AC结合（自费）、曼海欣占比分别约为62.2%、4.4%、27.8%、5.6%；2024年预计占比约为69%、2.9%、18.4%、9.7%；按销售额计，2023年A群多糖（公费）、AC结合（公费）、AC结合（自费）、曼海欣占比分别约为7.1%、1.1%、54.9%、36.9%；2024年预计占比约7.1%、0.7%、33.1%、59.1%。MCV4市占率提升明显。MCV4正在进行扩龄临床研究，2024年11月公司提交了MCV4适用人群年龄扩大至3月龄至6周岁儿童的补充申请，获批后可覆盖国家免疫规划的脑膜炎疫苗全程免疫程序。该产品2025年预计仍处于独家竞品地位。此外，MCV4已获得印尼上市许可，预计2025年将启动印尼的上市销售。

□ 强产品力、成功的商业化模式、丰富的在研管线及聚焦学龄前儿童布局构筑公司核心竞争力

公司的研发管线及产品布局体现出其较强的研发创新能力。强产品力、成功的商业化模式、丰富的在研管线、聚焦学龄前儿童布局四大优势构筑了公司核心竞争力。

产品力方面：已上市产品曼海欣®渗透率的快速提升以及在婴幼儿群体显示出良好免疫原性，尤其是在3周岁具有的特殊价值，表现出较强产品力。

商业化模式方面：接种点的快速覆盖、市占率的提升带动营收大幅增长，在一定程度上验证了公司的商业化模式。

研管线方面：公司在研管线布局合理，且聚焦多联多价苗，多款产品为中

国首创疫苗。目前，PCV13i 已完成临床现场检查及生产现场检查等相关工作，按评审要求进行了发补工作；婴幼儿用组分百白破疫苗 DTcP 的药品注册申请已获受理，并已申请纳入优先审评审批程序；吸附破伤风疫苗注册申请获受理；青少年及成人组分百白破疫苗、结核病加强疫苗、重组脊髓灰质炎疫苗、重组带状疱疹疫苗（腺病毒载体）、冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗等疫苗仍处临床阶段；DTcP-Hib-MCV4 联合疫苗获批临床。

适应人群方面：公司布局最全最强 0-6 岁学龄前儿童高端细菌性疫苗组合，需求端支付意愿相对较强。

□ 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8.46/11.43/16.57 亿元，归母净利润分别为-3.78/-1.48/1.52 亿元，EPS 分别为-1.53/-0.60/0.62 元。维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

- (1) 在研产品研发进度不达预期；
- (2) 商业化拓展不及预期；
- (3) 行业政策趋严的风险。

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	357	846	1143	1657
同比(%)	-65.5%	137.0%	35.0%	45.0%
归属母公司净利润	-1483	-378	-148	152
同比(%)	-63.0%	74.5%	60.9%	203.0%
毛利率(%)	27.4%	76.0%	81.0%	84.0%
ROE(%)	-28.1%	-7.7%	-3.1%	3.2%
每股收益(元)	-5.99	-1.53	-0.60	0.62
P/E	-10.53	-41.26	-105.64	102.55
P/B	2.96	3.17	3.29	3.25

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 财务报表及估值数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5181	5731	8313	6904	营业收入	357	846	1143	1657
货币资金	2822	2539	4570	2485	营业成本	259	203	217	265
应收账款	637	754	1339	2129	税金及附加	8	9	16	26
其他应收款	6	7	11	19	销售费用	353	339	400	530
预付账款	49	52	53	61	管理费用	286	212	217	232
存货	353	333	351	427	研发费用	638	508	514	663
其他流动资产	1315	2045	1989	1783	财务费用	-56	-6	-4	6
非流动资产	4138	3210	2960	2883	信用减值损失	-15	-9	-11	-11
长期股权投资	18	7	10	12	资产减值损失	-967	0	0	0
固定资产	1698	1689	1600	1599	公允价值变动收益	-15	0	0	0
在建工程	1114	557	278	139	投资收益	73	26	30	30
无形资产	144	180	182	170	营业利润	-1936	-381	-149	153
其他非流动资产	1164	777	890	963	营业外收入	1	0	0	0
资产总计	9319	8941	11273	9787	营业外支出	44	0	0	0
流动负债	2565	2530	5042	3493	利润总额	-1979	-381	-149	153
短期借款	854	1222	3613	1991	所得税	-11	-2	-1	1
应付账款	104	107	105	125	净利润	-1967	-378	-148	152
其他流动负债	1607	1201	1323	1378	少数股东损益	-485	0	0	0
非流动负债	1466	1481	1478	1475	归属母公司净利润	-1483	-378	-148	152
长期借款	1066	1066	1066	1066	EBITDA	-1747	-55	216	564
其他非流动负债	400	415	412	409	EPS (元)	-5.99	-1.53	-0.60	0.62
负债合计	4031	4011	6520	4968					
归属母公司股东权益	5275	4917	4741	4806	主要财务比率				
股本	247	247	247	247	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
资本公积	6574	6574	6574	6574	成长能力				
留存收益	-1440	-1818	-1966	-1913	营业收入	-65.5%	137.0%	35.0%	45.0%
少数股东权益	13	13	13	13	营业利润	-64.0%	80.3%	60.9%	203.0%
负债和股东权益	9319	8941	11273	9787	归属母公司净利润	-63.0%	74.5%	60.9%	203.0%
					获利能力				
					毛利率(%)	27.4%	27.4%	76.0%	81.0%
					净利率(%)	-415.2%	-44.7%	-12.9%	9.2%
					ROE(%)	-28.1%	-7.7%	-3.1%	3.2%
					ROIC(%)	-70.5%	-15.2%	-5.6%	4.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.3%	44.9%	57.8%	50.8%
					流动比率	2.02	2.27	1.65	1.98
					速动比率	1.88	2.13	1.58	1.85
					利息保障倍数	-31.07	-3.39	-0.90	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.03	0.09	0.11	0.16
					应收账款周转率	0.47	1.18	1.07	0.93
					存货周转率	0.21	0.25	0.34	0.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-5.99	-1.53	-0.60	0.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	-3.67	-0.02	-1.80	-1.57
					每股净资产(最新摊薄)	21.32	19.87	19.16	19.42
					估值比率				
					P/E	-10.53	-41.26	-105.64	102.55
					P/B	2.96	3.17	3.29	3.25
					EV/EBITDA	-7.62	-242.85	61.58	23.59

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-908	-6	-446	-389
净利润	-1967	-378	-148	152
资产减值准备	967	-527	183	126
折旧摊销	246	332	369	405
财务费用	20	-6	-4	6
投资损失	-58	-26	-30	-30
营运资金变动	158	264	-726	-997
其他经营现金流	-275	336	-90	-52
投资活动现金流	-450	-360	63	-52
资本支出	610	-270	-41	223
长期投资	-1070	-62	11	13
其他投资现金流	-909	-692	33	183
筹资活动现金流	-8	83	2414	-1644
短期借款	-676	368	2391	-1623
长期借款	188	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-34	0	0	0
其他筹资现金流	515	-285	23	-21
现金净增加额	-1345	-283	2031	-2085

资料来源:天软、湘财证券研究所

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并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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% 以上；
- 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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。