

2025 年 4 月 2 日
艾美疫苗 (6660.HK)

三款产品进入上市冲刺期，积极开拓国际市场

事件：2024 年公司收入同比增长 8.2%，因无大额无形资产及商誉减值亏损 2024 年净亏损大幅减少。

报告摘要

因无大额无形资产及商誉减值亏损 2024 年净亏损大幅减少。

2024 年公司实现收入 12.9 亿元，同比增长 8.2%；净利润同比减亏 16.7 亿元至-2.8 亿元，主要原因系 2024 年无大额无形资产及商誉减值亏损。费用方面，销售费用率和管理费用率较 2023 年均略有小幅提升，2024 年分别为 42.2%和 22.0%；研发支出同比下降 42.9%至 3.6 亿元，主要是因为海外临床试验减少，且多个产品的三期临床研发支出被计入递延开发成本。2024 年公司毛利率较 2023 年下降 1.7 个百分点至 74.2%，是由于毛利率较低的一类苗收入占比提升所致。

3 款产品进入冲刺期，建议关注 PCV13、PPSV23 和迭代无血清狂犬疫苗上市进展。

目前公司拥有 21 款在研疫苗产品，其中，三款产品已进入上市冲刺阶段：13 价肺炎结合疫苗（PCV13）已正式提交药品上市注册，预计最快于 2025 年四季度获批；23 价肺炎多糖疫苗（PPSV23）已完成 III 期临床试验现场工作，处于锁库前的准备阶段，即将揭盲进行统计分析，计划 2025 年提交上市注册预申请；迭代无血清狂犬疫苗已提交上市注册预申请，预计在 2026 年上市。此外，如 mRNA 带状疱疹疫苗和 mRNA 呼吸道合胞病毒疫苗已在美国获批临床许可。

开启国际化进程，打开市场空间。

公司积极开拓国际市场，已在东南亚、非洲、南美等地区开展已上市产品的注册工作。2024 年，公司的狂犬疫苗和 MPSV4 疫苗顺利出口至巴基斯坦、埃及等“一带一路”国家，助力当地疫情防控。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 13.4 亿元/30.6 亿元/37.2 亿元，净利润分别为 0 亿元/4.9 亿元/8.8 亿元。

风险提示：政策风险；研发进展不及预期；产品商业化不及预期；行业竞争加剧；流动性较低等风险。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 百万元)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	1,285	1,340	3,056	3,722
增长率 (%)	8.2%	4.3%	128.1%	21.8%
净利润	-278	0	493	883
增长率 (%)	-	-	591216.2%	79.1%
毛利率 (%)	74.2%	77.4%	81.5%	79.8%
每股盈利 (元)	-0.23	0.00	0.41	0.73
市盈率 (x)	-	-	9.7	5.4

数据来源：Wind、国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

医药

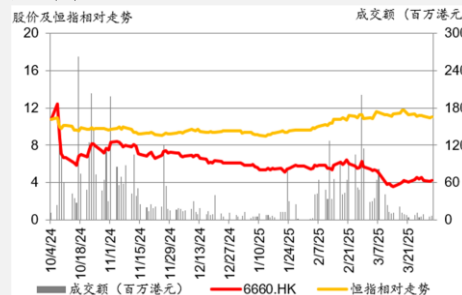
目标价	9.5 港元
股价 2025-4-1	4.22 港元

总市值(亿港元)	51.8
H 股市值(亿港元)	21.4
总股本(亿股)	12.3
H 股股本(亿股)	5.1
12 个月低/高(港元)	3.52/13.8
平均成交(百万港元)	33.0

股东结构

周延	33%
西藏盈丰	8%
其他股东	59%
总共	100%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-27.38	-46.96	-88.39
绝对收益	-26.22	-31.27	-48.09

数据来源：Wind、港交所、公司

谢欣洳 医药行业分析师
xiexinru@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表					资产负债表				
(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	1,285	1,340	3,056	3,722	现金及现金等价物	494	407	848	1,730
销售成本	-332	-303	-565	-750	应收账款	1,124	1,236	1,360	1,496
毛利	954	1,037	2,491	2,972	存货	463	486	510	536
销售费用	-543	-571	-1,284	-1,284	其他流动资产	307	325	349	373
管理费用	-283	-231	-254	-254	流动资产总额	2,387	2,454	3,067	4,134
研发费用	-363	-229	-321	-321	固定资产	3,274	3,340	3,407	3,475
财务成本净额	-53	-26	-66	-97	使用权资产	205	205	205	205
税前盈利	-291	-0.1	580	1,039	其他非流动资产	1,448	1,524	1,604	1,688
所得税	12	0.2	-87	-156	非流动资产总额	4,927	5,068	5,216	5,368
净利润	-278	0.1	493	883	总资产	7,314	7,523	8,283	9,502
EPS (元, 最新摊薄)	-0.23	0.00	0.41	0.73					
					应付账款	51	56	62	68
同比增长率					短期银行贷款	1,394	1,463	1,537	1,613
收入 (%)	8.2%	4.3%	128.1%	21.8%	其他流动负债	1,646	1,774	1,908	2,056
净利润 (%)	-	-	591216.2%	79.1%	流动负债总额	3,090	3,294	3,507	3,737
					长期银行贷款	425	446	469	492
财务指标					递延税项负债	25	25	25	25
盈利能力					其他非流动负债	163	164	165	166
毛利率	74.2%	77.4%	81.5%	79.8%	非流动负债总额	613	635	658	683
净利率	-21.7%	0.0%	16.1%	23.7%	总负债	3,703	3,929	4,165	4,420
营运能力					现金流量表				
行销费用/收入 (%)	64.2%	59.9%	50.3%	41.3%	经营活动现金流	96	-223	529	950
研发费用率 (%)	28.3%	17.1%	10.5%	8.6%	投资活动现金流	-586	-285	-433	-358
应收账款周转天数	298	317	153	140	融资活动现金流	398	418	342	286
					现金净增加额	-89	-87	441	881
资本结构					期初持有现金	583	494	407	848
资产负债率	50.6%	52.2%	50.3%	46.5%	期末持有现金	494	407	848	1,730

注：因 2024 年现金流量表尚未披露，故为预计值

数据来源：Wind、国证国际预测

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010