

证券研究报告
2025 年 4 月 3 日

股价 (2025/4/2)	HK\$4.07
目标价 (2026/4/2)	HK\$11.22
预期股价回报率	175.6%
市值 (2025/4/2)	HK\$49.92 亿

近一年股价表现 (06660.HK)



资料来源: WIND, 复星国际证券

复星国际证券研究部

research@fosunwealth.com

艾美疫苗 (06660.HK): 经营改善已获验证, 创新管线蓄势待发, 估值修复空间巨大

- 2024 年, 艾美疫苗 (06660.HK) 收入稳健增长 8.2%, 亏损大幅收窄 85.7%, 经营性现金流转正净流入近 1 亿元, 上涨空间逻辑在业绩改善、核心产品进展加速和上市节点临近的背景下得到强化。随着未来 1-2 年三大重磅新品上市, 预计公司收入将加速增长, 盈利能力将显著提升, 有望在 2025 年之后实现盈亏平衡并快速进入盈利期。基于现金流折现 (DCF) 模型测算, 我们维持公司目标价 11.22 港元/股和“买入”评级, 较 2025 年 4 月 2 日收盘价存在 175.6% 的上涨空间。

- 艾美疫苗作为中国疫苗行业领军企业, 拥有全产业链布局和卓越的研产销能力。公司已成功商业化 8 款疫苗, 包括市场领先的狂犬病疫苗和乙肝疫苗, 销售网络覆盖全国并已拓展至海外。更重要的是, 公司拥有涵盖 21 款在研疫苗的丰富管线, 覆盖五大技术平台, 2025-2028 年预计将有 10+ 款重磅产品上市销售, 其中三大单品: PCV13、迭代无血清狂犬、PPSV23 已进入上市冲刺阶段, 未来 1-2 年将陆续上市, 驱动公司业绩实现跨越式增长和价值重估。当前估值可能仍未充分反映其强大的研发实力、领先的技术优势、清晰的商业化路径以及国际拓展潜力所带来的投资价值。

投资逻辑和核心竞争力:

- 行业领导者与变革机遇:** 中国疫苗市场整合加速, 艾美疫苗凭借全产业链优势和差异化布局, 有望在国内外市场脱颖而出, 把握行业变革机遇。
- 迭代管线驱动增长:** 聚焦高价值疫苗, 狂犬病 (无血清、人二倍体、mRNA) 和肺炎 (PCV13、PPSV23、PCV20、PCV24) 两大产品梯队升级明确, PCV13 和无血清狂犬疫苗 NDA 已提交, 上市在即, 将显著提升盈利能力。mRNA、脑膜炎、手足口等其他重磅疫苗提供长期动力。
- 技术平台与生产保障:** 五大技术平台 (mRNA 平台已获 FDA 临床认可) 驱动持续创新, GMP 认证的高标准生产设施保障重磅产品上市后的稳定供应。
- 网络优势与全球拓展:** 国内销售网络完善, 支持新品快速放量。国际市场已成功出口, WHO 预认证和 FDA 临床批准将加速全球化进程。

- 与市场观点的差异:** 相比市场可能存在的对行业竞争加剧和公司短期亏损的担忧, 我们更看重艾美疫苗基本面的显著改善 (亏损大幅收窄, 现金流转正) 和重磅产品即将商业化所带来的确定性增长。其多元化产品组合、领先技术和全球化潜力提供了更强的抗风险能力和增长韧性。

- 风险提示:** 成熟产品竞争加剧、创新产品研发风险、创新产品推广挑战、创新技术发展风险、疫苗质量问题风险、潜在地缘政治风险。

1. 业绩概览：收入稳健增长，亏损大幅收窄，重磅产品上市在即

艾美疫苗 (06660.HK) 公布了 2024 年全年业绩，报告期内公司收入实现稳健增长，亏损额相较于前一年因大额减值影响而显著收窄，更为重要的是，其多个重磅在研疫苗产品取得了关键性进展，已步入上市申报的冲刺阶段，预示着公司即将从高强度研发投入期迈向商业化成果的收获期。

2024 年，艾美疫苗实现主营业务收入人民币 12.85 亿元，较 2023 年的 11.87 亿元增长 8.2%，增长主要得益于公司核心商业化疫苗产品，特别是乙型肝炎疫苗、甲型肝炎疫苗以及 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗 (MPSV4) 的销售均实现增长。从产品分类看，二类疫苗 (自费) 仍是收入基石，贡献 11.21 亿元 (同比微增 0.6%)，而一类疫苗 (免疫规划) 销售收入达 1.40 亿元，同比增长 92.6%，占比有所提升。此外，公司在本年度新增了 2358.5 万元的研发服务收入。地域分布上，绝大部分收入 (12.78 亿元) 来源于中国内地市场。伴随收入增长，公司全年毛利达到人民币 9.54 亿元，同比增长 5.8%。然而，毛利率从 2023 年的 75.9% 轻微下降至 74.2%，主要原因是毛利率相对较低的一类疫苗产品销售占比提升，对整体毛利率结构产生了轻微影响。

公司于 2024 年度的亏损额为人民币 2.78 亿元，较 2023 年度亏损额人民币 19.50 亿元减少 16.72 亿元，减幅高达 85.7%，主要是因为本年无大额无形资产及商誉减值亏损，同时收入增加 8.2%。公司研发费用的下降部分原因是后期开发成本的资本化，但整体研发投入依然巨大。贸易应收款的增加与收入增长相符，存货管理有所加强。资本负债比率的上升主要由于银行借款增加，以支持研发和运营。虽然截至年底公司仍有人民币 7.03 亿元的净流动负债，但这反映了公司在研发管线，特别是即将上市的重磅产品的 III 期临床和产业化建设上的持续高强度投入，董事确信公司能够在可预见的未来可以全额履行到期财务义务。公司经营活动净现金流 2024 年净流入近 1 亿元。

图表 1: 艾美疫苗的利润表

人民币千元，百分比除外		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入		1,264,073	1,187,468	1,285,031	1,461,608	3,806,684	5,513,538
	同比增长	-19.5%	-6.1%	8.2%	13.7%	160.4%	44.8%
销售成本		-236,414	-286,452	-331,523	-321,554	-761,337	-882,166
毛利		1,027,659	901,016	953,508	1,140,055	3,045,347	4,631,372
	毛利率	81.3%	75.9%	74.2%	78%	80%	84%
其他收入及收益		49,637	51,658	32,847	49,481	128,872	186,656
	%收入	3.9%	4.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
销售及行政支出		-943,923	-748,287	-825,396	-849,259	-1,772,674	-2,455,415
	%收入	74.7%	63.0%	64.2%	58.1%	46.6%	44.5%
研发支出		-500,310	-636,401	-363,126	-300,000	-430,000	-473,000
	%收入	39.6%	53.6%	28.3%	20.5%	11.3%	8.6%
减值损失		-27,215	-1,598,945	-26,488	-	-	-
其他开支		-14,320	-5,854	-1,267	-	-	-
财务成本		-25,693	-43,832	-60,796	-31,907	-24,036	-13,631
税前利润/(亏损)		-434,165	-2,270,645	-290,718	8,369	947,509	1,875,981
所得税开支		203,535	320,404	12,249	-1,255	-142,126	-281,397
年内利润/(亏损)		-230,630	-1,950,241	-278,469	7,114	805,383	1,594,584
以下人士应占利润/(亏损)							
	母公司拥有人	-319,601	-1,301,005	-277,234	6,758	765,114	1,514,855
	非控股权益	88,971	-649,236	-1,235	356	40,269	79,729
		-230,630	-1,950,241	-278,469	7,114	805,383	1,594,584
归属于母公司的每股收益							
	基本	-0.27	-1.07	-0.23	0.01	0.63	1.25
	摊薄	-0.27	-1.07	-0.23	0.01	0.63	1.25

资料来源：艾美疫苗历年财务报告，复星国际证券

艾美疫苗不仅收入稳健增长，亏损大幅收窄，更关键的是其研发管线迎来了重要的转折点。随着 PCV13、无血清狂犬疫苗、PPSV23 三大重磅单品的相继申报上市，公司正站在从研发驱动向商业化驱动转型的门坎上，预计未来 1-2 年内这些产品的获批上市将成为公司业绩爆发的核心催化剂。领先的 mRNA 技术平台及其国际化进展，则为公司打开了更广阔的长期增长空间。虽然短期内财务状况仍面临一定压力，但随着产品线的逐步兑现，公司有望在 2025 年后不断改善现金流并实现盈利。艾美疫苗凭借其丰富的产品管线、领先的技术平台和前瞻性的战略布局，有望在中国乃至全球疫苗市场扮演越来越重要的角色。

2. 核心竞争力：依托差异化优势，迈向高价值疫苗转型

艾美疫苗作为中国疫苗行业的领军企业之一，其核心竞争力在 2024 年得到了进一步的验证和强化。公司不仅延续了其在成熟疫苗市场的强大市场份额获取和商业化能力，更在向高价值疫苗转型的道路上取得了关键性进展。艾美疫苗全面且差异化的产品组合与研发管线是其核心竞争力的基石，覆盖了细菌性疫苗、病毒性疫苗、基因工程疫苗、联合疫苗及 mRNA 疫苗五大技术平台，涵盖多个高价值疫苗领域。尤其在狂犬病疫苗（从 Vero 细胞逐步迭代至人二倍体细胞、无血清及 mRNA 疫苗）和肺炎球菌疫苗（布局 PCV13、PPSV23、PCV20、PCV24 等）两大产品系列上，清晰展现了公司通过技术迭代创新，持续提升产品价值和市场竞争力的战略布局。这种策略使得公司能够有效利用现有成熟产品建立的广泛分销渠道，为即将上市的高价值疫苗快速抢占市场份额奠定了坚实基础。

艾美疫苗通过其强大且一体化的商业模式，实现了从研发、生产到商业化的疫苗全价值链覆盖。这种垂直整合模式在监管严格、注重质量和供应稳定的疫苗行业中，赋予了公司显著的竞争优势，确保了高效运营、成本控制和高标准的产品质量。五大技术平台的协同发展，特别是已通过美国 FDA 临床试验批准验证的 mRNA 平台，极大强化了其产品组合的多样性和持续创新能力。2024 年，公司在大幅削减非核心研发投入的同时，聚焦即将商业化的重磅产品，经营性现金流已转正（近 1 亿元人民币），显示其商业模式正逐步兑现价值。

2.1 全面且加速迭代的产品组合：重磅产品上市在即，管线价值凸显

2024 年是艾美疫苗研发管线取得里程碑式进展的关键一年，多个备受期待的重磅产品已接近商业化门坎，展现出强劲的发展势头。艾美疫苗对创新和高价值产品的坚定投入体现在其丰富且进展迅速的在研管线。截至 2024 年底，公司在研管线涵盖 21 款候选疫苗，针对 11 个疾病领域，其中 13 个品种已获得 20 项临床试验批件，重点布局高增长、高利润的细分市场。公司明确表示已进入上市冲刺阶段，预计 2025-2028 年将有 10 款以上重磅疫苗产品上市销售。其中三大单品：PCV13、迭代无血清狂犬、PPSV23 已进入上市冲刺阶段，未来 1-2 年将陆续上市。

公司的迭代产品战略正加速兑现商业价值。以**狂犬病疫苗**系列为例，在稳固 Vero 细胞疫苗市场份额的基础上，已提交上市申请（NDA）的无血清狂犬病疫苗和已获批临床的迭代工艺高效价人二倍体细胞疫苗（HDC）代表了公司显著的技术升级和价值提升能力。HDC 疫苗价格远高于目前仍占 95% 市场份额的 Vero 细胞疫苗，而无血清疫苗凭借更高的安全性，定价有望进一步超越 HDC。考虑到 2030 年中国狂犬病疫苗市场近 150 亿元的规模，艾美疫苗作为无血清狂犬病疫苗的先行者和 mRNA 狂犬病疫苗的潜在开发者，有望在这一巨大市场中占据领先地位。另外，目前全球**肺炎疫苗**市场缺口仍达 2 亿剂，由于技术迭代升级，2030 年中国肺炎疫苗市场规模有望达到 550 亿人民币（其中 PCV13 占 352.2 亿元、PCV20 占 109.5 亿元、PPSV23 占 54.4 亿元）。

狂犬病疫苗系列和肺炎球菌疫苗系列的三大重磅单品进入上市冲刺阶段是公司近期最核心的看点，预计将在未来 1-2 年陆续上市后为公司带来显著的收入贡献：

- ✦ **无血清迭代狂犬病疫苗：** 该产品很好地代表了狂犬病疫苗的技术升级方向，生产全程不使用动物血清，显著提高了安全性，降低了过敏风险。III 期临床试验结果有效性和安全性指标均表现优秀：首剂免疫后试验疫苗 5 剂免疫程序和两组简易 4 剂免疫程序第 14 天、28 天、42 天和 3 个月，各组抗体阳转率均达到 100%；与接种疫苗相关的不良事件发生率均处于极低水平。目前已完成 III 期临床试验的现场工作，并正式向 NMPA 提

交 NDA。作为国内首家申报的无血清狂犬病疫苗，预计上市后将凭借先发优势和差异化竞争力迅速占领高端市场。

- ◇ **13 价肺炎结合疫苗 (PCV13)**：艾美的 PCV13 已完成和辉瑞 PCV13 头对头对照 III 期临床试验且达到主要终点，所有血清型均达到非劣效，平均抗体滴度水平远高于保护性水平 0.35 μ g/ml，10 个血清型甚至优于对照组。已于 2024 年 10 月底向国家药监局 (NMPA) 提交上市注册申请 (NDA)，并获得了相应生产许可证。考虑到国内巨大的市场需求和有限的供货商格局，该产品上市后有望迅速成为公司的核心增长引擎，市场潜力巨大。
- ◇ **23 价肺炎多糖疫苗 (PPSV23)**：与 PCV13 形成市场互补，已完成 III 期临床试验现场工作，目前处于数据锁库前的准备阶段，即将进行揭盲和统计分析，并计划提交上市注册预申请 (pre-NDA)。将与 PCV13 形成协同，覆盖更广泛人群。

除以上即将获批的三大单品外，艾美疫苗的狂犬病疫苗系列和肺炎球菌疫苗系列的核心在研迭代产品还包括：

- ◇ **迭代工艺高效价人二倍体狂犬病疫苗**：已获得临床批件，率先突破了传统上该工艺病毒滴度低，产量小的技术瓶颈，实现产业化放量生产的全新技术平台；小鼠经不同剂量的迭代工艺高效价人二倍体狂犬病疫苗免疫后，可产生具有保护水平的抗体，在同一剂量条件下抗体水平均显著高于市售人用狂犬病疫苗。
- ◇ **迭代 mRNA 狂犬疫苗 (全球创新产品)**：接种针数更少、更好的体液免疫、细胞免疫、更快产生抗体、抗体持久性长。
- ◇ **20 价和 24 价肺炎球菌结合疫苗 (PCV20&PCV24)**：作为 PCV13 的进一步升级，已提交临床试验预申请 (pre-IND)，满足全球对肺炎球菌疾病预防的日益增长需求，扩大疫苗覆盖范围。此外公司也在开发更高价次的 PCV24 疫苗，2026 年计划提交临床申请。

mRNA 技术平台取得重大突破与国际认可：艾美疫苗在国内 mRNA 疫苗领域处于领先地位，已在 6 个国家取得 11 个 mRNA 疫苗临床批件，其中 2025 年已在美国取得 2 个 FDA 批件，其平台技术已通过上万例受试者的良好的安全性和有效性临床数据，彰显了公司在下一代疫苗技术领域的领先地位和快速商业化潜力。

- ◇ **mRNA 带状疱疹疫苗**：针对庞大的老年人市场，已获得美国 FDA 的临床试验许可，并已向中国 CDE 提交临床试验申请。该产品有望凭借 mRNA 技术潜在的更佳有效性和安全性挑战现有市场格局：与 GSK 的 Shingrix 疫苗相比，艾美迭代 mRNA 带状疱疹疫苗不添加新型佐剂，无严重全身不良反应，且有效性更优。2030 年中国带状疱疹疫苗市场规模可达 280 亿元。
- ◇ **mRNA RSV (呼吸道合胞病毒) 疫苗**：针对重要的呼吸道病原体，已同时获得中国 CDE 和美国 FDA 的临床试验批准，体现了其研发实力得到国际监管机构的认可。这为未来在全球市场 (尤其是尚无 RSV 疫苗获批的中国市场) 的竞争奠定了基础。小鼠试验数据显示，艾美迭代 mRNA RSV 疫苗的体液免疫和细胞免疫均高于 Moderna 对照苗。2030 年中国 RSV 疫苗市场规模可达 160 亿元。
- ◇ 此外，**mRNA 迭代狂犬病疫苗**和 **mRNA 流感疫苗**也分别在临床申请审批和临床前研究中，展示了平台的延展性，对应的 2030 年中国市场规模分别可达 150 亿元和 200 亿元。

其他潜力品种稳步推进，构建了公司中长期的增长动力：

- ◇ **新一代四价结合流脑疫苗 (MCV4, 预计 2027 年获批)**：正在进行 II 期临床，2030 年预计市场规模 34.2 亿元；另外公司正在进行迭代六价脑膜炎球菌疫苗和重组 B 群脑膜炎球菌疫苗的临床前研究。
- ◇ **EV71-CA16 二价手足口病疫苗 (人二倍体细胞)**：全球首研，2025 年计划开始 I 期临床。
- ◇ **第二代高效价吸附破伤风疫苗**：已获得临床批件，临床推进中，可产生高滴度保护水平的抗体，在同一剂量条件下抗体水平与市售对照疫苗持平。
- ◇ **b 型流感嗜血杆菌 (Hib) 结合疫苗**：已提交 pre-IND，IND 资料准备中。免经 Hib 疫苗免疫后，可产生高滴度的抗体，在同一剂量条件下三个批次的免疫原性均高于市售对照疫苗；
- ◇ **新技术路线悬浮培养四价 MDCK 细胞流感疫苗**：已获得临床批件。大鼠经四价 MDCK 细胞流感疫苗单次免疫后可产生高滴度的针对各亚型流感病毒的 HI 抗体，高于市售四价流感疫苗。

◇ 三大 DTP 联合疫苗 (DTP-Hib、DTaP、DTcP)、全球首研六价 B 族链球菌结合疫苗：均计划于 2026 年提交临床申请。

图表 2：艾美疫苗在研疫苗组合进度更新（截至 2024 年底）

技术平台	适应症	在研疫苗	自主研发/联合开发	临床前	CTA	I期	II期	III期	药品注册证书申请&批准
细菌疫苗	肺炎球菌病	13价肺炎结合疫苗 (PCV13)	自主研发	已提交上市注册申请					
		20价肺炎结合疫苗 (PCV20)	自主研发	已提交临床试验预申请					
		24价肺炎结合疫苗 (PCV24)	自主研发	2026年计划提交CTA					
		23价肺炎多糖疫苗 (PPSV23)	自主研发	2025年计划提交上市注册预申请					
	脑膜炎球菌病	四价结合流脑疫苗 (MCV4)	自主研发	II期临床试验进行中					
		六价脑膜炎球菌疫苗	自主研发	临床前研究					
	B族链球菌病	六价B族链球菌多糖结合疫苗	自主研发	2026年计划提交CTA					
	Hib感染	b型流感嗜血杆菌 (Hib) 结合疫苗	自主研发	已提交临床试验预申请					
病毒疫苗	手足口病	EV71-CA16二价手足口病疫苗 (人二倍体细胞)	自主研发	2025年计划开始I期					
	流感	四价MDCK细胞流感病毒疫苗	自主研发	已获得临床批件					
	狂犬病	无血清迭代狂犬病疫苗	自主研发	已提交上市注册申请					
		新型工艺高效价人二倍体狂犬病疫苗	自主研发	已获得临床批件					
mRNA疫苗	狂犬病	mRNA 迭代狂犬病疫苗	自主研发	临床试验申请审批中					
	带状疱疹	mRNA 带状疱疹疫苗	自主研发	已获得临床批件 (美国) 已提交临床试验申请 (中国)					
	呼吸道合胞病毒感染	mRNA 呼吸道合胞病毒RSV疫苗	自主研发	已获得临床批件 (中美)					
	流感	mRNA 流感疫苗	自主研发	临床前研究					
联合疫苗	DTP	无细胞百白破b型流感嗜血杆菌 (DTP-Hib) 联合疫苗	自主研发	2026年计划提交CTA					
		吸附无细胞百白破联合疫苗 (DTaP)	自主研发	2026年计划提交CTA					
		吸附无细胞百白破 (组分) 联合疫苗 (DTcP)	自主研发	2026年计划提交CTA					
基因工程疫苗	脑膜炎球菌病	重组B群脑膜炎球菌疫苗	自主研发	临床前研究					

资料来源：艾美疫苗 2024 年业绩公告，复星国际证券

2.2 先进的研发和强大的生产能力：平台驱动创新，产能保障供应

全技术平台+AI 支撑高效研发： 艾美疫苗持续创新的引擎是其覆盖全部 5 种经验证的人用疫苗技术平台（细菌疫苗、病毒疫苗、mRNA 疫苗、联合疫苗、基因工程疫苗），每种平台至少一款商业化或在研的疫苗产品。特别是 mRNA 平台，不仅在新冠疫情期间得到验证，更在 2024 年凭借 RSV 和带状疱疹疫苗获得美国 FDA 的临床试验批准，证明了其技术的成熟度和国际竞争力。此外，公司正利用 AI 进行疫苗的抗原结构、mRNA 序列设计，并尝试利用 AI 协助疫苗工艺研发工作，后期有望加大现有应用深度并拓展在临床试验数据分析方面的应用。

提前产业化建设保障上市供应： 为配合重磅产品的上市，公司已提前布局，迭代肺炎系列疫苗 (PCV13、PPSV23)、迭代狂犬病系列疫苗 (无血清、人二倍体) 以及 mRNA 系列疫苗的 GMP 生产车间已分期建设完成，均满足国际标准，确保产品获批后能够迅速投入生产和供应，这是其从研发向商业化成功转化的关键保障。

2.3 广泛的分销网络与加速的全球扩张战略

艾美疫苗在中国境内已建立起覆盖 31 个省市的广泛分销网络，在公共和私人市场均拥有强大的渗透能力和经验丰富的专业销售团队，这为即将上市的重磅新产品快速实现市场准入和放量提供了坚实基础。

国际化战略加速落地：设立国际业务部，加速全球布局。艾美疫苗正积极在东南亚、非洲、南美和中东等潜力市场推进产品注册。2024 年其冻干人用狂犬病疫苗和 MPSV4 疫苗已成功出口至埃及、巴基斯坦等国家，并与巴基斯坦代表签署合作备忘录，推动甲乙肝疫苗的销售，显示出国际市场拓展的实质性进展。公司两大 mRNA 疫苗获得美国 FDA 的临床批件，极大地提升了其产品在国际市场的认可度和未来商业化的潜力。若未来核心疫苗产品能获得世界卫生组织（WHO）的预认证，将进一步打开向低收入和中等收入国家供应的大门，为全球增长开辟更广阔的空间。

综上所述，艾美疫苗凭借其稳固的成熟产品基础、即将迎来收获期的重磅产品管线、领先且多元化的技术平台（特别是国际领先的 mRNA 平台）、强大的研发与产业化能力、覆盖广泛的国内分销网络以及加速推进的全球化战略，展现出强劲的核心竞争力和显著的长期增长潜力。2024 年取得的关键性产品进展（多项 NDA 申报及 FDA 临床批件）和经营性现金流转正，标志着公司已步入价值兑现的新阶段。作为中国疫苗行业的全面领导者，艾美疫苗有望在未来的市场竞争和行业整合中持续巩固其领先地位，为投资者创造可观的长期价值。

3. 盈利与估值：基本面改善验证，新品上市驱动价值重估

我们先前的分析指出，新冠疫情、宏观经济压力以及行业监管政策（如反腐）对艾美疫苗财务状况的阶段性负面影响已基本消化。2024 年的实际业绩有力地印证了这一判断：公司收入实现 8.2% 的稳健增长，更重要的是，全年归母净亏损从 2023 年的 13.01 亿元大幅收窄至 2.77 亿元，减亏幅度近 80%，且经营性现金流已转为正值（近 1 亿元），显示公司经营基本面已显著改善。展望未来，预计从 2025 年起，随着 13 价肺炎结合疫苗（PCV13）、无血清狂犬病疫苗等高价值新产品的陆续获批上市，公司收入和盈利能力将进入显著的反弹和加速增长期。这些新产品将有效利用公司现有成熟且广泛的分销渠道实现快速市场渗透。在疫苗行业供应侧整合和技术迭代加速的背景下，艾美疫苗凭借其领先的产品管线和商业化能力，有望进一步巩固其在国内市场的领导地位，并拓展国际市场份额。

我们对艾美疫苗 2025 年至 2029 年各疫苗产品的风险调整后收入进行了预测。狂犬病疫苗和肺炎球菌疫苗两个系列产品是未来增长的核心驱动力，预计到 2029 年，这两大板块的收入贡献（根据先前预测）将分别达到 23.44 亿元和 26.39 亿元人民币。乙肝疫苗预计保持稳步增长，MCV4 疫苗、手足口疫苗和 mRNA 疫苗板块亦有望从 2028 年开始贡献显著增量。虽然具体的收入预测仍需要不断根据未来的进展更新评估，但 2024 年 PCV13 和无血清狂犬病疫苗 NDA 的成功提交，以及肺炎球菌疫苗（PCV13、PPSV23、PCV20）和狂犬病疫苗（无血清、高效价人二倍体、mRNA）产品梯队的清晰布局，使得这些核心板块未来实现大幅增长的潜力更为明确和坚实。

我们采用现金流折现（DCF）方法进行估值分析：基于对公司未来 8 年财务指标（2025-2032 年）的预期，并采用 15% 的折现率和 2% 的永续增长率，估算出公司未来一年的目标估值约为 125.9 亿元人民币（136.4 亿港元），对应 11.22 港元/股。此估值对应 2032 年预测峰值销售额的市销率（P/S）约为 1.27 倍。较 2025 年 4 月 2 日收盘价，公司股价存在 175.6% 的上涨空间。

综上所述，艾美疫苗作为中国疫苗市场的全面领导者，其差异化的产品组合、强大的研发生产能力及清晰的全球扩张战略奠定了长期增长基础。2024 年的业绩改善和关键产品的上市冲刺，标志着公司已进入基本面驱动的价值提升新阶段。未来几年多款高价值产品的密集上市将驱动收入和盈利能力的强劲复苏。对于着眼于疫苗行业创新

和增长的投资者而言，艾美疫苗融合了领先技术、行业地位和明确的增长路径，其当前的估值水平可能仍未充分反映其即将到来的商业化成果和长期潜力，具备显著的投资吸引力。

图表 3：艾美疫苗产品风险调整后的收入预测细分

人民币千元(百分比除外)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
乙肝疫苗					
收入	525,053	602,318	676,542	737,719	784,814
狂犬病疫苗(Vero细胞, 无血清和人类二倍体细胞, mRNA)					
收入	729,901	1,634,116	1,960,469	1,997,821	2,343,866
肺炎球菌疫苗(PCV13、PPSV23、PCV20和 PCV24)					
收入	52,912	1,325,056	2,441,509	2,428,444	2,638,676
脑膜炎球菌(MPSV4 和 MCV4)					
收入		83,764	265,517	458,332	758,619
mRNA(带状疱疹疫苗、RSV)					
收入				140,291	311,757
双价EV71-CA16手足口疫苗					
收入				290,878	407,229
其他(甲型肝炎、四价多糖流感、流感等)收入					
收入	153,743	161,430	169,501	194,926	224,165
预测总收入	1,461,608	3,806,684	5,513,538	6,248,411	7,469,127

资料来源：复星国际证券

4. 风险提示

1) 成熟产品竞争加剧：

核心产品（如乙肝疫苗和狂犬疫苗）面临来自成熟厂商的激烈竞争，市场独占性和主导地位可能受限。

2) 创新产品研发风险：

复杂的生物技术流程和监管审批障碍可能导致研发延迟，影响产品上市进度及市场竞争力。

3) 创新产品推广挑战

由于市场竞争或销售策略不力，市场接受度可能低于预期，从而阻碍收入增长。

4) 创新技术发展风险：

新冠疫情后 mRNA 市场遇冷，可能导致财务亏损，包括无形资产及商誉减值。

5) 疫苗质量问题风险：

生产、储存或运输环节问题（如污染、效价降低）可能引发产品召回、监管审查、声誉损害或法律纠纷。

6) 潜在地缘政治风险：

紧张局势升级可能阻碍国际化扩张、加剧供应链压力或破坏跨境合作，进而影响公司运营及估值。

披露及声明

复星国际证券有限公司投资评级标准

股票评级

买入：预期股价收益15%以上

中性：预期股价收益在±15%之间

卖出：预期股价亏损15%以上

预期收益时间段：报告发布之日起12个月内

分析员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分之分析员声明，就该分析员在本报告中涵盖的证券或发行人而言：(i) 本报告所表达的意见都准确地反映他或她对所评论的证券或发行人的个人观点；(ii) 他或她过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认，无论是他/她本人还是他/她的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）；(1)并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2)不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3)没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4)并没有持有本报告期内有关证券的任何权益。

免责声明

本报告乃由复星财富国际控股有限公司（“复星财富控股”）的全资子公司复星国际证券有限公司（以下简称“复星国际证券”）【具有香港证监会颁发的第 4 号（就证券提供意见）】发布。收到或阅读本报告，即表示阁下同意接受以下条款和条件的约束。任何证券交易都存在风险。本报告中包含的信息可能不适合所有投资者的目的，复星国际证券没有向阁下提供特定的投资建议。本报告的编制并没有考虑个别投资目标、财务状况或特殊要求。过去的表现并不预示未来的表现，及实际情况可能与报告中包含的内容存在重大差异。任何投资的价值和回报都是不确定及没有保证，并且可能会因其对目标资产的表现或其他可变市场因素的依赖而波动。复星国际证券建议投资者独立评估特定的投资和策略，并鼓励投资者咨询专业的财务顾问以做出自己的投资决定。

本报告及内容由复星国际证券编制，仅用于向复星国际证券的客户及/或复星财富控股及/或其关联公司/附属公司/子公司提供信息及发布。本报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与复星国际证券、复星财富控股、其子公司及关联公司及附属公司（“复星财富控股集团”）、董事、行政人员、代理及雇员（“相关人士”）之投资决定相符。本报告不是也不构成购买或出售任何证券或任何证券权益或进行任何交易的要约或招揽。复星财富控股集团、其股东、代理人、顾问、董事、高级职员或雇员均不对因依赖本报告中的内容而直接或间接发生的任何损失、损害或费用承担责任。任何使用本报告内容的人均需自行承担风险。

本报告中的内容均来自公开及可靠信息的分析及解释，复星国际证券力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性、及时性及完整性不做任何保证。复星国际证券按“AS IS”提供信息、建议和预测。本报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，如有任何更改，本公司将不作另行通知。复星国际证券可能会发布包含与本报告不同的内容及/或结论的其他出版物。这些出版物在编制时反映了不同的假设、观点和分析方法。复星国际证券自身可能进行与本报告中的建议或观点不一致的投资决定或证券交易。复星国际证券没有责任确保将此类其他交易的计划或建议提呈本报告的接收者注意。

复星财富控股集团：(i) 可能会持有本报告中所提到公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益；(ii) 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务；(iii) 一位或多位董事、高级职员及/或雇员可能是本报告提到公司的董事或高级人员；(iv) 可能进行做市活动或庄家活动。因此，阁下应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，复星国际证券将不会承担任何责任。本报告版权仅为复星国际证券所有，任何机构或个人于未经复星国际证券书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令复星国际证券受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

复星国际证券有限公司 (中央编号 AAF432)
香港中环花园道 3 号冠君大厦 2101-2105 室
电话：(852) 2869 1318
传真：(852) 2868 0699
电子邮件：info@fosunwealth.com
<https://www.fosunwealth.com>