

买入

2025 年 4 月 14 日

MCV 销售强劲未来可期，多管线接力步入商业化

➤ **MCV 持续放量，亏损显著缩窄：**2024 年公司实现营收 8.25 亿元（同比+139.0%，下同）。扣除新冠疫苗预估退货影响，同比增长 37.9%。其中 MCV 产品持续高速放量，全年营收 7.94 亿元，同比增长 41%。全年公司销售费用 3.69 亿元（+0.3%），管理费用 1.94 亿元（-34.0%），研发费用 4.16 亿元（-34.8%），管理费用和研发费用支出明显降低，公司费用管控效果显著。全年归母净亏损缩窄 74.5%至 3.79 亿元。扣非归母净亏损 4.41 亿元，同比减少 72.6%。公司 2025 年将进一步管控管理费用，并提升研发和销售费用的使用效率。公司 2025 年有望实现盈亏平衡。

➤ **曼海欣扩龄、出海有序进行，持续发掘市场潜力：**曼海欣（MCV4）作为国内唯一获批上市的 MCV 四价结合疫苗，持续快速抢占市场。其 4-6 岁扩龄的药品补充申请已获 CDE 受理，一旦获批将进一步促进曼海欣在婴幼儿市场的渗透率提升。同时，公司也已分别启动了青少年与成人的扩龄临床试验，进一步开发曼海欣的商业化潜力。曼海欣的海外布局也在同时推进。2024 年底，曼海欣成功在印尼获得注册证书，踏出了海外商业化的第一步。3 月 25 日，公司与沙特最大的制药企业 SPIMACO 签署疫苗合作协议，为曼海欣打入中东市场奠定了坚实的基础。

➤ **多管线上市接踵而至：**公司多条在研管线临近上市。13 价肺炎结合疫苗（PCV13i）已完成了现场检查，有望 Q2 获批上市。其产能也为后续开发更高价的肺炎疫苗打下了基础。非动物源性原料也有利于该疫苗进入印尼、中东等穆斯林市场。婴幼儿用组分百白破疫苗（DTcP）已于今年 2 月获纳入优先审评，其预期上市时间得以大幅提前。公司预计于 Q3 递交 III 期临床的加强免疫数据，有望明年上半年完成审评工作。该疫苗基础上开发的 DTcP-Hib-MCV4 也在今年 2 月获得了临床批件，预期于年内启动 I 期临床。此外，吸附破伤风疫苗的上市申请也在 2 月获得受理。公司已经于 3 月与远大生命科学集团签订了商业化独家协议，以期迅速将该产品投放市场。

➤ **目标价 34.00 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 3%，测算得出目标价 34.00 港元，较现价有 19.8%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	28.40 港元
目标价	34.00 港元 (+19.8%)
股票代码	6185
已发行股本	2.47 亿股
市值	70.28 亿港元
52 周高/低	42.20/16.32 港元
每股净现值	19.84 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	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（千元人民币）	345,182	824,884	1,088,174	1,397,659	1,714,182
变动(%)	-66.5%	139.0%	31.9%	28.4%	22.6%
净利润（千元人民币）	-1,967,433	-383,671	44,177	195,085	336,106
每股摊薄收益（元人民币）	-6.00	-1.53	0.18	0.81	1.43
变动(%)	-63.1%	74.4%	111.7%	350.4%	75.6%
市盈率@28.4港元（倍）	-4.5	-17.5	149.0	33.1	18.8
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	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	345,182	824,884	1,088,174	1,397,659	1,714,182	盈利能力					
毛利	-876,019	580,452	924,948	1,188,010	1,457,055	毛利率 (%)	-253.8%	70.4%	85.0%	85.0%	85.0%
分销及行政开支	-647,847	-563,409	-583,783	-661,510	-764,648	EBITDA 利率 (%)	-481.7%	-20.4%	22.2%	29.2%	32.6%
其他亏损净额	197,293	109,483	197,293	197,293	197,293	净利率 (%)	-570.0%	-46.5%	4.1%	14.0%	19.6%
营运收入	-678,726	689,935	1,122,241	1,385,303	1,654,348	SG&A/收入 (%)	187.7%	68.3%	53.6%	47.3%	44.6%
财务费用	35,714	3,714	3,714	3,714	3,714	实际税率 (%)	0.6%	-0.6%	0.0%	15.0%	15.0%
其他开支	-56,793	-81,876	-81,876	-81,876	-81,876	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发开支	-637,987	-416,120	-416,120	-416,120	-416,120	存货周转率天数	81	81	81	81	81
税前盈利	-1,978,884	-381,204	44,177	229,512	395,419	应收账款天数	664	322	133	122	112
所得税	11,451	-2,467	0	-34,427	-59,313	应付账款天数	31	92	149	125	110
净利润	-1,967,433	-383,671	44,177	195,085	336,106	财务状况					
折旧及摊销	269,053	211,383	194,073	208,983	219,627	负债/权益	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
EBITDA	-1,662,666	-168,574	241,965	407,783	559,447	收入/总资产	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
						总资产/股本	1.4	1.2	1.2	1.2	1.3
增长											
总收入	-66.5%	139.0%	31.9%	28.4%	22.6%						
EBITDA	123.4%	-89.9%	-243.5%	68.5%	37.2%						
EPS	-63.1%	74.4%	111.7%	189.4%	75.6%						

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	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	2,046,998	1,556,463	1,714,810	1,680,661	1,863,056	税前利润	-1,978,884	-381,204	44,177	229,512	395,419
应收账款	636,882	737,622	402,624	475,204	531,397	营运资金变化	-156,955	-115,790	317,554	-91,419	-76,539
存货	350,656	280,522	302,964	327,201	353,377	其他经营性现金流变化	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,146,292	1,707,884	1,707,884	1,707,884	1,707,884	所得税	0	-137	0	-34,427	-59,313
总流动资产	5,180,828	4,282,491	4,128,283	4,190,950	4,455,714	营运现金流	-916,252	-168,787	559,005	315,851	482,395
固定资产	2,838,342	2,634,412	2,861,261	3,023,200	3,124,495	资本开支	-610,470	-457,638	-400,000	-350,000	-300,000
无形资产	111,841	180,104	159,182	138,260	117,338	其他投资活动	168,848	461,600	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	投资活动现金流	-441,622	3,962	-400,000	-350,000	-300,000
总资产	9,318,769	7,958,132	8,009,850	8,213,535	8,558,671	股本变化	56,600	4,682	0	0	0
应付账款	103,970	62,474	67,472	72,870	78,699	负债变化	-192,004	-983,094	4,998	5,398	5,830
短期贷款及借款	1,394,865	892,168	892,168	892,168	892,168	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	648,910	-4,998	-5,398	-5,830
总短期负债	2,591,844	1,772,042	1,777,040	1,782,438	1,788,267	融资活动现金流	-7,582	-334,184	0	0	0
长期负债	1,439,510	1,276,218	1,276,218	1,276,218	1,276,218	现金变化	-1,365,456	-499,009	159,005	-34,149	182,395
总负债	4,031,354	3,048,260	3,053,258	3,058,656	3,064,485	期初持有现金	3,391,268	2,046,099	1,555,805	1,714,810	1,680,661
股东权益	5,287,415	4,909,872	4,957,250	5,155,537	5,494,844	汇率变化	20,287	8,715	0	0	0
每股账面值(RMB)	21,405	19,890	20,082	20,885	22,260	期末持有现金	2,046,099	1,555,805	1,714,810	1,680,661	1,863,056
营运资金	2,588,984	2,510,449	2,351,243	2,408,512	2,667,446						
股数 (基本)	247,022	246,853	246,853	246,853	246,853						

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。