公司评级	增持（首次）
报告日期	2025 年 04 月 25 日

基础数据

04 月 24 日收盘价（元）	54.84
总市值（亿元）	135.70
总股本（亿股）	2.47

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：孙媛媛
S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾
S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：东楠
S0190521030001
dongnan@xyzq.com.cn

康希诺(688185.SH)

MCV 商业化趋势良好，创新管线有序推进

投资要点：

- **事件**：康希诺发布 2024 年年报。报告期内，公司实现营业收入 8.46 亿元，同比增长 137.01%，主要由于 2023 年同期受到新冠疫苗预估退货影响，当期冲减营业收入 2.53 亿元，剔除该影响，同比增长 38.68%；实现归母净利润-3.79 亿元，同比大幅减亏；实现扣非归母净利润-4.41 亿元，同比大幅减亏；实现经营现金流净额-1.67 亿元，净流出额同比大幅减少，主要由于公司销售回款同比增加，同时在公司产销协同及降本增效等措施管控下，期内成本费用支出均有所减少。

- **公司 MCV 商业化趋势良好。**2024 年，分业务，公司疫苗及相关产品销售营收 8.00 亿元，同比+131.86%，毛利率 77.62%，同比+51.12pp；新增药品生产工艺研究开发业务（CDMO）营收 0.25 亿元，毛利率 38.22%。分地区，公司境内营收 7.95 亿元，同比+132.49%，毛利率 76.56%，同比+50.50pp；境外营收 0.30 亿元，同比+841.67%，毛利率 73.56%，同比-0.35pp。随着公司通过对四价流脑结合疫苗（MCV4，曼海欣）市场的精准布局，推动公司流脑结合疫苗（MCV）产品线持续放量，产品渗透率不断提升，流脑疫苗产品实现销售收入人民币 7.94 亿元，同比增长 41.31%。同时，MCV4 的药品补充申请已获国家药监局受理，适用人群年龄范围拟由“3 月龄~3 周岁（47 月龄）儿童”扩大至“3 月龄~6 周岁（83 月龄）儿童”，以期为儿童提供更全面的保护，并进一步提升 MCV4 的市场渗透率。

- **公司创新疫苗研发管线有序推进。**公司主要在研产品 PCV13i 的境内生产药品注册上市许可申请已于 2024 年 2 月获得国家药监局出具的《受理通知书》，预期于 2025 年内获批上市；婴幼儿用 DTcP 已完成受试者前三针基础免疫接种工作，于 2024 年 12 月，其境内生产药品注册上市许可获得国家药监局出具的《受理通知书》，公司后续将向监管机构适时提交婴幼儿用 DTcP 加强免疫相关数据；青少年及成人用 Tdcp 于 2024 年 12 月正式启动 II/III 期临床试验；DTcP-Hib-MCV4 联合疫苗于 2025 年 2 月获得药物临床试验批准通知书；吸附破伤风疫苗于 2025 年 2 月向国家药监局递交药品注册申请并获得受理。公司另有多款在研的具备国际创新竞争力的疫苗品种，如重组脊髓灰质炎疫苗、重组肺炎球菌蛋白疫苗（PBPV）、重组带状疱疹疫苗，也在有序推进中。

- **盈利预测与评级**：我们预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 10.07 亿元、13.35 亿元、16.70 亿元，归母净利润分别为-0.54 亿元、0.71 亿元、1.80 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：行业政策变动超预期，产品放量不及预期，行业竞争加剧风险，研发风险等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	846	1007	1335	1670
同比增长	137.0%	19.0%	32.6%	25.0%
归母净利润（百万元）	-379	-54	71	180
同比增长	74.4%	85.7%	231.1%	153.6%
毛利率	75.8%	78.3%	81.4%	83.5%
ROE	-7.7%	-1.1%	1.4%	3.5%
每股收益（元）	-1.53	-0.22	0.29	0.73
市盈率	—	—	191.1	75.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

- **康希诺发布 2024 年年报。**报告期内，公司实现营业收入 8.46 亿元，同比增长 137.01%，主要由于 2023 年同期受到新冠疫苗预估退货影响，当期冲减营业收入 2.53 亿元，剔除该影响，同比增长 38.68%；实现归母净利润-3.79 亿元，同比大幅减亏；实现扣非归母净利润-4.41 亿元，同比大幅减亏；实现经营现金流净额-1.67 亿元，净流出额同比大幅减少，主要由于公司销售回款同比增加，同时在公司产销协同及降本增效等措施管控下，期内成本费用支出均有所减少。

点评

- **公司 MCV 商业化趋势良好。**2024 年，分业务，公司疫苗及相关产品销售营收 8.00 亿元，同比+131.86%，毛利率 77.62%，同比+51.12pp；药品生产工艺研究开发业务（CDMO）营收 0.25 亿元，毛利率 38.22%，2023 年同期无该业务。分地区，公司境内营收 7.95 亿元，同比+132.49%，毛利率 76.56%，同比+50.50pp；境外营收 0.30 亿元，同比+841.67%，毛利率 73.56%，同比-0.35pp。随着公司通过对四价流脑结合疫苗（MCV4，曼海欣）市场的精准布局，推动公司流脑结合疫苗（MCV）产品线持续放量，产品渗透率不断提升，流脑疫苗产品实现销售收入人民币 7.94 亿元，同比增长 41.31%。同时，MCV4 的药品补充申请已获国家药监局受理，适用人群年龄范围拟由“3 月龄~3 周岁（47 月龄）儿童”扩大至“3 月龄~6 周岁（83 月龄）儿童”，以期为儿童提供更全面的保护，并进一步提升 MCV4 的市场渗透率。在国际化发展上，公司目前正在开展 MCV4 的出海工作，主要以东南亚、中东、北非、南美为目标区域，推动注册和商业化工作。2024 年 12 月，公司的 MCV4 获得了印尼的注册证书，也正于印尼进行评价该疫苗在 18-55 岁人群中接种后的安全性和免疫原性的临床试验，以期扩大适用人群。MCV4 还获得了印度尼西亚乌拉玛委员会食品、药品及化妆品评估机构授予的清真（Halal）认证，标志着公司的 MCV4 可以进入全球互认的穆斯林市场。公司也会同步结合未来 13 价肺炎结合疫苗及组分百白破疫苗组合的海外开拓目标，以公司丰富的产品管线为切入点，与合作方建立长期良好的战略合作关系，持续推进公司国际化进程。公司也会视产品定位及研发进度，以 WHO PQ 认证为方向进行前期准备和筹划工作，探索国际组织采购产品的可行性；对于全球创新类产品，也会积极探讨于发达国家准入的可行性。此外，在营业成本方面，因上药康希诺于 2024 年 2 月不再纳入公司合并范围，公司溢出成本较同比大幅下降。

- **公司创新疫苗研发管线有序推进。**经多年技术沉淀，公司构建了五大技术平台，并形成了极具竞争力的产品管线，包括针对预防脑膜炎、肺炎、百白破、新冠肺炎、埃博拉病毒病、带状疱疹、结核病等 10 余种适应症的多款创新疫苗产品。其中，13 价肺炎结合疫苗（PCV13i）的境内生产药品注册上市许可申请已于 2024 年 2 月获得国家药监局出具的《受理通知书》，正在有序开展后续工作，目前已完成了临床现场检查及生产现场检查，预期于 2025 年内获批上市；婴幼儿组分百白破疫苗（DTcP）已完成受试者前三针基础免疫接种工作，于 2024 年 12 月，其境内生产药品注册上市许可获得国家药监局出具的《受理通知书》，公司后续将向监管机构适时提交婴幼儿用 DTcP 加强免疫相关数据，2025 年 2 月，婴幼儿用 DTcP 已正式纳入优先审评品种；青少年及成人用组分百白破疫苗（Tdcp）于 2024 年 12 月正式启动 II/III 期临床试验，截至 2025 年 3 月 26 日，公司已完成 III 期临床受试者入组；DTcP-Hib-MCV4 联合疫苗于 2025 年 2 月获得药物临床试验批准通知书；吸附破伤风疫苗于 2025 年 2 月向国家药监局递交药品注册申请并获得受理。公司另有多款在研的具备国际创新竞争力的疫苗品种，如重组脊髓灰质炎疫苗，已于 2024 年 12 月在印尼启动了于特定年龄婴幼儿中的 I/II 期临床试验并完成 I 期临床首例受试者入组；重组肺炎球菌蛋白疫苗（PBPV）获得 I 期临床积极初步结果，将进行下一阶段 PBPV 研发工作的评估和规划；重组带状疱疹疫苗于加拿大同步开展该款产品肌肉注射和雾化吸入两种给药方式的临床 I 期试验。

- **2024 年 Q4 单季度**：公司实现营业收入 2.79 亿元，同比增长 53.90%；实现归母净利润-1.56 亿元，同比大幅减亏；实现扣非归母净利润-1.80 亿元，同比大幅减亏。

- **费用方面**：2024 年，公司销售费用 3.69 亿元，同比增长 4.43%，销售费用率 43.61%，同比减少 55.36 个百分点，公司持续推进流脑结合疫苗的商业化进程，在营业收入快速增长的同时，销售费用率也呈下降趋势；管理费用 1.79 亿元，同比下降 37.62%，管理费用率 21.11%，同比减少 59.12 个百分点，公司持续优化资源配置，推进降本增效措施，加强对管理费用的管控；财务费用-0.22 亿元，2023 年同期为-0.56 亿元，公司持续加强资金管理，为应对市场利率的波动，主动缩减定期存款持有量，以转向收益率更高的其他理财产品，因此导致本年利息收入同比下降；研发费用 4.16 亿元，同比下降 34.78%，研发费用率 49.17%，同比减少 129.50 个百分点，公司在加强研发

费用管控，研发全面转向非新冠创新疫苗项目，多款处于 III 期及以后临床阶段的候选疫苗产品满足资本化条件，并确认开发支出。

- **盈利预测与评级**：我们预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 10.07 亿元、13.35 亿元、16.70 亿元，归母净利润分别为-0.54 亿元、0.71 亿元、1.80 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示**：行业政策变动超预期，产品放量不及预期，行业竞争加剧风险，研发风险等。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**4282**	**3739**	**3401**	**3220**
货币资金	2023	1441	884	479
交易性金融资产	1182	1191	1201	1212
应收票据及应收账款	738	798	1011	1257
预付款项	44	44	52	56
存货	283	248	233	190
其他	13	17	20	25
非流动资产	**3676**	**4212**	**4712**	**5161**
长期股权投资	17	22	29	32
固定资产	1351	1502	1666	1835
在建工程	1268	1591	1882	2144
无形资产	115	119	104	88
商誉	0	0	0	0
其他	925	977	1031	1061
资产总计	**7958**	**7951**	**8113**	**8381**
流动负债	**1687**	**1714**	**1782**	**1844**
短期借款	377	377	377	377
应付票据及应付账款	62	67	76	84
其他	1247	1270	1328	1383
非流动负债	**1362**	**1374**	**1387**	**1401**
长期借款	1099	1099	1099	1099
其他	263	275	289	302
负债合计	**3048**	**3088**	**3169**	**3245**
股本	247	247	247	247
未分配利润	-1937	-1983	-1914	-1752
少数股东权益	0	-1	0	2
股东权益合计	**4910**	**4864**	**4944**	**5135**
负债及权益合计	**7958**	**7951**	**8113**	**8381**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	-379	-54	71	180
折旧和摊销	211	195	230	269
营运资金的变动	-136	-76	-227	-243
经营活动产生现金流量	**-167**	**116**	**157**	**317**
资本支出	-458	-693	-693	-712
长期投资	90	-41	-53	-40
投资活动产生现金流量	**2**	**-678**	**-695**	**-704**
债权融资	-260	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	**-334**	**-28**	**-27**	**-27**
现金净变动	-490	-581	-557	-405

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**846**	**1007**	**1335**	**1670**
营业成本	204	218	248	275
税金及附加	10	20	27	33
销售费用	369	403	494	584
管理费用	179	151	174	192
研发费用	416	363	374	401
财务费用	-22	-19	-7	4
投资收益	-37	68	58	53
公允价值变动收益	-6	9	10	11
信用减值损失	-15	-13	-14	-14
资产减值损失	-56	-61	-72	-79
营业利润	**-375**	**-50**	**89**	**220**
营业外收支	-6	-4	-5	-5
利润总额	**-381**	**-55**	**85**	**215**
所得税	2	0	13	32
净利润	-384	-55	72	182
少数股东损益	-5	-1	1	2
归属母公司净利润	**-379**	**-54**	**71**	**180**
EPS(元)	**-1.53**	**-0.22**	**0.29**	**0.73**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	137.0%	19.0%	32.6%	25.0%
营业利润增长率	80.6%	86.6%	278.3%	145.4%
归母净利润增长率	74.4%	85.7%	231.1%	153.6%
盈利能力				
毛利率	75.8%	78.3%	81.4%	83.5%
归母净利率	-44.8%	-5.4%	5.3%	10.8%
ROE	-7.7%	-1.1%	1.4%	3.5%
偿债能力				
资产负债率	38.3%	38.8%	39.1%	38.7%
流动比率	2.54	2.18	1.91	1.75
速动比率	2.34	2.01	1.75	1.61
营运能力				
资产周转率	9.8%	12.7%	16.6%	20.3%
每股资料(元)				
每股收益	-1.53	-0.22	0.29	0.73
每股经营现金	-0.68	0.47	0.64	1.28
估值比率(倍)				
PE	—	—	191.1	75.4
PB	2.8	2.8	2.7	2.6

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn