

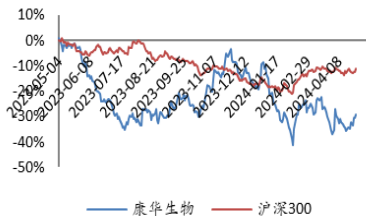
狂苗销量阶段性下降，渠道拓展稳步推进

相关研究：

1. 《狂苗领域技术及临床先发优势明显，诺如疫苗带来业绩新增长极》 20241203

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	11	-7	-18
绝对收益	13	1	-29

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 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：

根据公司 2024 年年度报告和 2025 年第一季度报告，公司 2024 年实现营业收入 14.32 亿元，较上年同期减少 9.23%；实现归母净利润 3.99 亿元，较上年同期减少 21.71%。2025Q1 实现营收 1.38 亿元，较上年同期减少 55.70%，实现归母净利润 2070.86 万元，较上年同期减少 86.15%。

利润分配预案：以实施权益分派股权登记日登记的总股本（剔除回购证券专用账户的股份）为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 0 股。

核心要点：

□ 公允价值变动影响 2024Q4 利润端，高基数及费用率上升影响 2025Q1 业绩

根据公司 2024 年年报及 2025 年一季报，2024Q4 公司实现营业收入 3.71 亿元，受参股公司确认公允价值变动损失影响（合计-5868.82 万元），归母净利润为-725 万元，扣非归母净利润 4492.55 万元。2024Q1 公司营收 3.11 亿元，其中包括重组六价诺如病毒疫苗海外授权首付款 1.06 亿元，剔除上年同期首付款后，2025Q1 营收同比下降 32.75%，扣非归母净利润同比下降 65.5%。

2024 年受研发项目阶段性投入减少，研发费用率为 9.22%，同比下降 6.82pct；受市场拓展投入增加影响，销售费用率为 38.21%，同比上升 6.8pct。2025Q1 各项费用率均呈现上升态势，主要原因为营收同比负增长，期间费用绝对值同比呈现下降。

□ 受渠道采购节奏调整影响，公司狂苗销量阶段性下降

狂苗价格平稳，毛利率保持稳定。根据公司 2024 年及历年年报数据计算，2024 年公司狂苗平均价格为 288.2 元/剂，与 2023 年基本持平。狂苗毛利率为 93.74%，同比上升 0.26pct，基本保持稳定。

受渠道优化库存、调整采购节奏影响，公司销量呈现阶段性下降。2024 年公司狂苗销量约 460 万剂，同比下降 17.16%。针对渠道优化库存，公司主动进行存货管理，基于销售计划、库存量等因素调整生产计划。受生产计划和批签发周期影响，2024 年公司冻干人二倍体狂苗批签发数量为 389.76 万支，较上年同期下降 43.83%。随着疾控库存的消化，公司销量有望逐步回升。

□ 狂苗具备一定需求刚性，看好政策及技术迭代助力下人二倍体渗透率提升

狂犬病可防不可治，因此狂苗具有刚性需求特征。中国疾病预防控制中心的统计数据显示，2024 年狂犬病发病数为 170 例，死亡人数为 143 人，分别较 2023 年上升 39.34%和 28.83%，狂犬病出现反弹态势。在“2030 年前消除犬引起的人狂犬病”目标以及《狂犬病暴露预防处置工作规范（2023 年版）》等政策推动下，人用狂犬病疫苗市场有望稳步增长。此外，犬猫宠物数量持续上升，狂犬病预防必要性进一步提高。政策助推，叠加技术迭代带来的人二倍体细胞对 Vero 细胞替代效应的长期趋势，人二倍体狂苗渗

透率有望逐步提高。

□ 狂苗渠道拓展稳步推进，诺如病毒疫苗进展顺利

已上市产品：狂苗市场推广方面，公司推行差异化区域市场营销策略，提升营销人员和学术推广人员专业化销售能力，实现渠道覆盖面的拓展，同时，坚持学术推广思路，以疫苗产品核心竞争优势为切入点，加强学术推广力度，促进渠道下沉和终端建设。此外，积极改进产品包装剂型，进一步提高便利度与安全度。通过多种方式推进“首针计划”。流脑疫苗方面，ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗处技改阶段，预计 2025 年三季度复产。

主要在研产品：公司重组六价诺如病毒疫苗采用基因工程技术构建的基于病毒样颗粒（VLPs）的创新型疫苗，是目前在研产品中价次最高的多价诺如病毒疫苗之一，免疫保护更为广谱。2024 年 1 月公司与 HilleVax 签署了重组六价诺如病毒疫苗许可协议，实现技术出海，目前研发进展顺利，预计三季度末四季度初进行首针接种。

□ 投资建议

我们看好公司主要源于：一是，公司是国内首家人二倍体狂犬病疫苗上市企业，拥有 10 年临床数据积累经验和较广市场覆盖面，先发优势明显；二是，人二倍体狂苗目前竞争格局相对较好；三是，政策有望助推人二倍体狂苗市占率提升；四是，诺如病毒疫苗实现技术出海。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 15.09/16.66/17.81 亿元，同比增长 5.4%/10.4%/7.0%；归母净利润分别为 4.29/5.12/5.54 亿元，同比增长 7.5%/19.4%/8.3%；EPS 分别为 3.22/3.85/4.17 元，对应 2025.04.28 收盘价的 PE 分别为 19.10x/16.00x/14.78x，维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

- (1) 在研产品研发进度不达预期；
- (2) 狂苗市场拓展不及预期；
- (3) 狂苗市场竞争加剧，产品价格出现大幅下降；
- (4) 公司产品结构较为单一的风险；
- (5) 政策趋严的风险。

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1432	1509	1666	1781
同比(%)	-9.2%	5.4%	10.4%	7.0%
归属母公司净利润	399	429	512	554
同比(%)	-21.7%	7.5%	19.4%	8.3%
毛利率(%)	94.2%	94.1%	94.2%	94.3%
ROE(%)	11.6%	11.2%	12.3%	12.3%
每股收益(元)	3.00	3.22	3.85	4.17
P/E	20.54	19.10	16.00	14.78
P/B	2.37	2.15	1.96	1.82
EV/EBITDA	13.04	11.48	9.89	9.14

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				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2488	2798	3145	3451
货币资金	1001	1250	1438	1621
应收账款	1299	1354	1498	1606
其他应收款	1	12	11	9
预付账款	10	20	16	17
存货	177	162	181	197
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1540	1621	1655	1712
长期股权投资	6	4	6	5
固定资产	956	956	962	985
在建工程	3	2	1	0
无形资产	18	17	17	18
其他非流动资产	557	642	669	704
资产总计	4028	4419	4800	5162
流动负债	566	595	611	635
短期借款	187	130	120	120
应付账款	5	8	6	8
其他流动负债	375	456	485	508
非流动负债	14	14	17	19
长期借款	0	2	4	6
其他非流动负债	14	12	13	13
负债合计	580	608	628	654
归属母公司股东权益	3448	3811	4172	4508
股本	133	133	133	133
资本公积	1082	1082	1082	1082
留存收益	2456	2752	3124	3476
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	4028	4419	4800	5162

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	572	540	454	534
净利润	399	429	512	554
资产减值准备	2	-12	10	9
折旧摊销	75	124	130	138
财务费用	4	-10	-14	-17
投资损失	-1	-2	-1	-1
营运资金变动	7	-0	-184	-148
其他经营现金流	87	11	2	0
投资活动现金流	-342	-179	-122	-153
资本支出	144	109	121	148
长期投资	199	49	-12	-8
其他投资现金流	1	-21	-13	-13
筹资活动现金流	-472	-112	-144	-198
短期借款	-4	-57	-10	0
长期借款	0	2	2	2
普通股增加	-2	0	0	0
资本公积增加	-97	0	0	0
其他筹资现金流	-369	-57	-136	-200
现金净增加额	-240	249	188	183

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1432	1509	1666	1781
营业成本	83	89	97	102
税金及附加	10	10	11	12
销售费用	547	589	641	677
管理费用	111	121	125	134
研发费用	132	196	200	214
财务费用	-9	-10	-14	-17
信用减值损失	-30	-17	-20	-22
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-60	-10	0	0
投资收益	1	2	1	1
营业利润	467	492	588	640
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	467	492	588	640
所得税	68	63	76	86
净利润	399	429	512	554
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	399	429	512	554
EBITDA	533	606	703	761
EPS (元)	3.00	3.22	3.85	4.17

主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-9.2%	5.4%	10.4%	7.0%
营业利润	-19.0%	5.2%	19.5%	9.0%
归属母公司净利润	-21.7%	7.5%	19.4%	8.3%
获利能力				
毛利率(%)	94.2%	94.1%	94.2%	94.3%
净利率(%)	27.8%	28.4%	30.7%	31.1%
ROE(%)	11.6%	11.2%	12.3%	12.3%
ROIC(%)	16.6%	17.4%	19.0%	19.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	14.4%	13.8%	13.1%	12.7%
流动比率	4.39	4.71	5.15	5.43
速动比率	4.08	4.43	4.85	5.12
利息保障倍数	85.33	67.05	98.95	109.74
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.36	0.36	0.36
应收账款周转率	1.01	1.09	1.12	1.10
存货周转率	0.46	0.50	0.54	0.52
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	3.00	3.22	3.85	4.17
每股经营现金流(最新摊薄)	4.30	4.06	3.41	4.01
每股净资产(最新摊薄)	25.93	28.66	31.38	33.91
估值比率				
P/E	20.54	19.10	16.00	14.78
P/B	2.37	2.15	1.96	1.82
EV/EBITDA	13.04	11.48	9.89	9.14

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。