

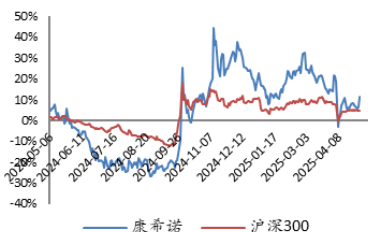
受益曼海欣积极表现及降本增效，一季报业绩超预期

相关研究：

1. 《MCV4商业化进展顺利，带动公司营收快速增长》 20250307
2. 《创新型疫苗领先者，新增长曲线未来可期》 20250331

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	1	-1	7
绝对收益	-3	-2	11

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：

4 月 30 日，公司发布 2025 年第一季度报告。根据 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 1.37 亿元，较上年同期增长 20.02%；实现归母净利润 -1154.5 万元，亏损幅度大幅收窄（2024Q1 为-1.70 亿元）。

核心要点：

□ 归母净亏损大幅收窄得益于曼海欣的积极表现和降本增效

根据公司 2025 年一季报，剔除 2024Q1 上康一次性特殊损益（上康不再并表，产生投资损失 7051.19 万元）影响后，2025Q1 归母净亏损实现亏损收窄 88.41%。亏损大幅收窄主要得益于：一是曼海欣上市以来的积极表现。曼海欣是国内唯一四价流脑结合苗，具有独家竞品地位，上市以来市场渗透率快速提升。2024 年公司流脑疫苗（以曼海欣为主）实现销售收入 7.94 亿元，同比增长 41.31%；2025Q1 继续保持快速增长态势，实现销售收入 1.3 亿元，同比增长约 27%。二是上康不再纳入合并范围大大降低公司成本。公司通过优化产能结构和降本增效，2025Q1 实现综合毛利率 82.69%，同比上升 23.14pct。2025Q1 期间费用率为 124.07%，同比下降 13.33pct，其中，管理费用率同比下降 6.94pct，研发费用率同比下降 31.65pct。三是 2025Q1 获得其他收益 4586.37 万元，同比增加 3727.19 万元，主要包括政府补贴和盖茨基金会专项资金。

□ 流脑疫苗优势明显，多款疫苗即将步入商业化阶段

公司技术领先优势明显，研发创新能力较强，形成差异化竞争产品矩阵。

已上市产品 MCV4 是国内唯一一款四价流脑结合苗，与已上市其他流脑疫苗产品相比，在可覆盖年龄段、安全性、免疫原性等方面具有明显优势。此外，在 2-3 周岁接种中，显示出其特殊价值，在初免的选择上，较多糖结合苗具有更佳效果和更大优势。2025 年预计仍将处于独家竞品地位。MCV4 于 2024 年在国内已提交 4-6 周岁扩龄申请，目前补充申请已获受理，获批后 MCV4 适用人群年龄范围将由 3 月龄-3 周岁扩大至 3 月龄-6 周岁。2025 年公司计划提交 18-59 周岁扩龄申请。海外市场方面，MCV4 已于 2024 年底在印尼获得产品注册证书，目前处于市场导入期，预计 2025 年有望产生首批海外收入。MCV4 未来的市场增量来自于以下几方面：一是国内市场渗透率持续提升带来的增量；二是扩龄带来的增量；三是出海带来的印尼、中东、北非等海外市场增量。

PCV13i 已提交注册申请并获受理，预计 2025 年年中前获批，三季度末四季度初开始上市销售。公司的 PCV13i 采用了 CRM197/TT 双载体技术，拥有双载体、流行血清表现更优以及无动物源三重优势。

婴幼儿组分百白破疫苗注册申请获受理且已纳入优先审评，上市后将填补国内疫苗企业无组分百白破疫苗上市的空白。破伤风疫苗注册申请获受理，采用无动物源培养基发酵，更加安全。青少年及成人组分百白破疫苗已完成 III 期临床受试者入组，上市后将填补国内无获批青少年及成人用百白破疫苗空白。重组脊髓灰质炎疫苗基于蛋白结构设计和 VLP 组装技术开发，

获盖茨基金会资助，目前在澳大利亚成人I期临床试验结果显示积极，印尼I/II期临床试验亦已启动。PPBV 为广谱蛋白肺炎疫苗，是全球创新疫苗，I期临床效果积极。

随着 PCV13i 疫苗、婴幼儿组分百白破疫苗、破伤风疫苗、青少年及成人组分百白破疫苗等产品的陆续上市，多款产品将步入商业化阶段，形成新增长曲线。

□ 投资建议

基于专业化研发管理团队、差异化及体系化管线布局、成功化商业模式，公司形成了强创新能力、强产品能力、强商业化能力三大核心竞争优势，短期聚焦 0-6 岁儿童疫苗市场，布局最全最强婴幼儿高端细菌性疫苗组合，且在研管线研发进展梯队均衡，管线有望持续兑现。

我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 11.55/15.49/20.83 亿元，归母净利润分别为-0.14/1.05/2.64 亿元，EPS 分别为-0.06/0.42/1.07 元。鉴于公司在研产品进展顺利，多个产品进入注册申请阶段，维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

(1) 业绩下滑的风险。公司在研管线可能存在研发进展不达预期，或产品上市后的市场拓展不及预期，同时，公司仍将保持较大研发投入，因此，存在因研发进展不达预期或上市销售不达预期带来的业绩下滑的风险。

(2) 产品竞争格局变差的风险。公司是研发驱动型企业，若未来疫苗行业出现新技术、新工艺，导致公司未能及时应对，可能带来公司产品被替代的风险，或将对公司核心竞争力产生不利影响。

(3) 财务风险。公司海外业务存在汇率风险，或对经营业绩产生一定影响；此外，公司针对新冠疫苗已按照会计准则并结合实际销售情况，计提了资产减值，但因市场环境变化导致竞争加剧，或面临资产减值的风险。

(4) 行业政策趋严的风险。若行业政策收紧有可能影响整个疫苗市场，进而影响公司产品的销量和价格。

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	846	1155	1549	2083
同比(%)	137.0%	36.5%	34.1%	34.5%
归属母公司净利润	-379	-14	105	264
同比(%)	74.4%	96.2%	838.5%	150.9%
毛利率(%)	75.8%	75.4%	74.9%	74.8%
ROE(%)	-7.7%	-0.3%	2.1%	5.1%
每股收益(元)	-1.53	-0.06	0.42	1.07
P/E	-37.13	-987.95	133.78	53.32
P/B	2.87	2.89	2.82	2.73

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	4282	4501	4662	4765
货币资金	2023	1559	1661	1263
应收账款	738	951	1223	1606
其他应收款	10	32	47	62
预付账款	44	66	82	115
存货	283	231	262	308
其他流动资产	1185	1662	1386	1412
非流动资产	3676	3301	3341	3377
长期股权投资	17	13	16	15
固定资产	1351	1636	1947	2224
在建工程	1268	634	317	158
无形资产	115	97	55	26
其他非流动资产	925	922	1006	954
资产总计	7958	7802	8003	8142
流动负债	1687	1459	1547	1522
短期借款	377	0	0	0
应付账款	62	117	145	190
其他流动负债	1247	1342	1402	1332
非流动负债	1362	1470	1465	1460
长期借款	1099	1109	1124	1139
其他非流动负债	263	361	342	322
负债合计	3048	2929	3012	2983
归属母公司股东权益	4910	4874	4990	5155
股本	247	247	247	247
资本公积	6577	6577	6577	6577
留存收益	-1819	-1833	-1728	-1563
少数股东权益	0	-0	1	4
负债和股东权益	7958	7802	8003	8142

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	-167	-11	-397	-267
净利润	-384	-14	106	267
资产减值准备	56	-164	136	93
折旧摊销	202	-28	-43	-61
财务费用	18	-22	-23	-19
投资损失	36	-25	-30	-30
营运资金变动	-136	231	-485	-569
其他经营现金流	41	11	-58	52
投资活动现金流	2	46	349	-42
资本支出	458	-415	-88	23
长期投资	-91	-48	23	1
其他投资现金流	369	-418	284	-18
筹资活动现金流	-334	-498	151	-89
短期借款	-477	-377	0	0
长期借款	33	10	15	15
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	106	-131	136	-104
现金净增加额	-490	-463	102	-398

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	846	1155	1549	2083
营业成本	204	284	388	524
税金及附加	10	13	18	23
销售费用	369	439	465	521
管理费用	179	231	310	417
研发费用	416	346	434	521
财务费用	-22	-22	-23	-19
信用减值损失	-15	-10	-8	-2
资产减值损失	-56	20	25	30
公允价值变动收益	-6	-8	-10	-8
投资收益	-37	25	30	30
营业利润	-375	-14	106	265
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
利润总额	-381	-14	106	265
所得税	2	0	-1	-2
净利润	-384	-14	106	267
少数股东损益	-5	-0	1	3
归属母公司净利润	-379	-14	105	264
EBITDA	-196	-64	40	185
EPS (元)	-1.53	-0.06	0.42	1.07

主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	137.0%	36.5%	34.1%	34.5%
营业利润	80.6%	96.2%	838.5%	150.9%
归属母公司净利润	74.4%	96.2%	838.5%	150.9%
获利能力				
毛利率(%)	75.8%	75.4%	74.9%	74.8%
净利率(%)	-44.8%	-1.2%	6.8%	12.7%
ROE(%)	-7.7%	-0.3%	2.1%	5.1%
ROIC(%)	-12.4%	-1.3%	2.7%	6.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.3%	37.5%	37.6%	36.6%
流动比率	2.54	3.09	3.01	3.13
速动比率	2.37	2.93	2.84	2.93
利息保障倍数	-6.63	-0.84	2.41	7.06
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.15	0.20	0.26
应收账款周转率	1.18	1.32	1.38	1.42
存货周转率	0.23	0.44	0.61	0.71
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	-1.53	-0.06	0.42	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.68	-0.04	-1.61	-1.08
每股净资产(最新摊薄)	19.84	19.70	20.17	20.83
估值比率				
P/E	-37.13	-987.95	133.78	53.32
P/B	2.87	2.89	2.82	2.73
EV/EBITDA	-62.94	-192.37	312.03	66.56

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。