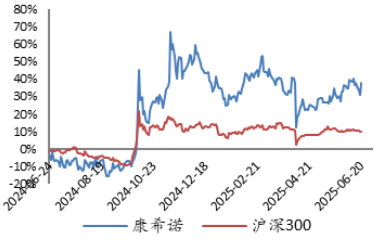
PCV13i 获批上市，三重优势提供更优保护

相关研究：

1. 《创新型疫苗领先者，新增长曲线未来可期》 20250331
2. 《受益曼海欣积极表现及降本增效，一季报业绩超预期》 20250505

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	4	5	28
绝对收益	2	3	38

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：

6 月 21 日，公司发布关于 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（CRM197/破伤风类毒素）于 2025 年 6 月 20 日获得药品注册证书的公告。

核心要点：

❑ **公司 PCV13i 优佩欣®具有三重优势，可提供更优保护**

肺炎球菌性疾病是全球严重的公共卫生问题之一。公司自主研发的 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（PCV13i）优佩欣®为公司首款肺炎疫苗产品，也是我国首款使用 CRM197（白喉毒素无毒突变体）和 TT（破伤风类毒素）双载体的肺炎球菌多糖结合疫苗。

目前国内已上市的 13 价肺炎球菌疫苗主要有：辉瑞的沛儿 13®、沃森的沃安欣®、康泰的维民菲宝®。其中，沛儿 13®是全球首款 13 价肺炎结合疫苗，采用了单载体白喉毒素突变体（CRM197）；国产疫苗沃森的沃安欣®是国内首款、全球第二款 13 价肺炎结合疫苗，采用了单载体破伤风类毒素（TT）。康泰的维民菲宝®则采用了双载体破伤风类毒素（TT）与白喉类毒素（DT）。

与国内已上市 PCV13 相比，优佩欣®的主要优势体现在以下几方面：一是优佩欣®采用 CRM197/TT 双载体肺炎结合疫苗技术，可有效避免使用单一载体过量可能导致的不良反应，降低与其他疫苗共注射时的免疫干扰，提高免疫原性。二是，对我国儿童肺炎球菌病疾病负担最重的四种血清型（19F、19A、7F、3）表现更优。通过公司头对头临床试验数据显示，对比辉瑞的 PCV13-CRM197，公司产品在 2 月龄基础免疫和加强免疫后 30 天，各型别 IgG 抗体阳性率和 GMC 试验组与对照组比较均达到非劣效，且在 19F、19A、7F 和 3 血清型 IgG 抗体 GMC 水平显著优于对照组。三是，无动物源。在生产工艺上，公司采用了更为安全的生产工艺，发酵培养基采用无动物来源培养基，降低了动物源生物因子造成的风险，且避免了传统传化工艺采用苯酚方法带来的毒性残留。优佩欣®可提供更优的保护。

❑ **强研发+差异化管线布局是公司核心竞争优势**

公司具有专业的管理团队、研发团队以及科学顾问委员会，管理团队和研发团队人员在国内外从事疫苗相关业务多年，积累了丰富的研发及管理经验，为公司提供了坚实的专业基础、全球化视野和具前瞻性的产品布局战略眼光。依托领先的技术平台和研发经验，公司形成了脑膜炎球菌疫苗、肺炎球菌疫苗、组分疫苗、多联疫苗等几大产品矩阵，涵盖婴幼儿疫苗以及全生命周期，多款产品为中国首创和全球创新，在研发工艺和技术路线上体现出较强的差异化布局优势。强研发和差异化管线布局为公司的核心竞争优势。

公司已上市产品曼海欣®为国内唯一四价流脑结合疫苗，具独家竞品地位，并于 2024 年底在印尼获得产品注册证书，目前处于市场导入期，在国内已提交 4-6 周岁扩龄申请，计划提交 18-59 周岁扩龄申请。优佩欣®为双载体

更优保护疫苗。优佩欣®与曼海欣®目标人群重合，渠道可共享，在市场推广上具有一定协同效应。此外，在研管线中，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，公司在积极准备评审及现场检查等相关工作的同时，亦在同步推进 18 月龄加强针的临床数据收集及分析工作。青少年及成人组分百白破疫苗处于临床Ⅲ期阶段。重组脊髓灰质炎疫苗为全球首创类病毒颗粒重组疫苗。第一代全球创新结核病加强疫苗于加拿大完成了Ⅰb 期临床试验，吸入用肺结核疫苗已于印度尼西亚获得临床试验批准。五联苗于 2025 年 2 月获得临床试验批准。公司在研管线梯队布局均衡，随着产品陆续上市及商业化，公司将形成多条新增长曲线，管线有望持续兑现。

❑ 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。

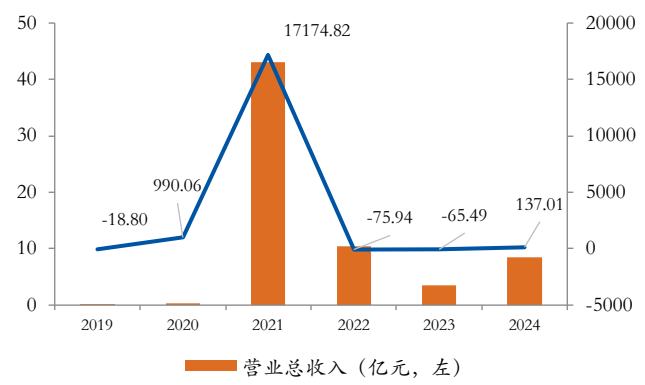
（4）行业政策趋严的风险。若行业政策收紧有可能影响整个疫苗市场，进而影响公司产品的销量和价格。

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	-39.71	-1056.59	143.07	57.02
P/B	3.06	3.09	3.02	2.92

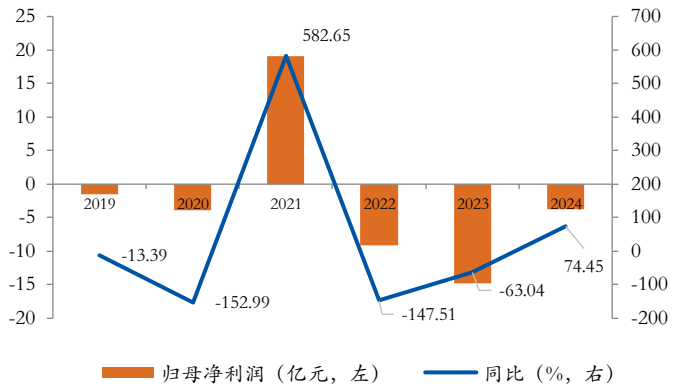
资料来源：天软、湘财证券研究所

图 1、公司营业总收入及同比增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2、公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3、康希诺研发管线进展情况

产品及候选产品	临床前开发	临床试验申请	临床试验 I期	临床试验 II期	临床试验 Ⅲ/Ⅲb期	注册申请及批准
ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗（CRM197载体）曼海欣®						
A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗（CRM197载体）美奈喜®						
重组新型冠状病毒疫苗（5型腺病毒载体）克威莎®						
吸入用重组新型冠状病毒疫苗（5型腺病毒载体）克威莎®雾优®及XBB.1.5变异株						
腺病毒载体埃博拉病毒病疫苗						
13价肺炎结合疫苗（CRM197载体/TT双载体）						
婴幼儿组分百白破疫苗						
吸附破伤风疫苗						
ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗（CRM197载体）4-6周岁扩龄						
ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗（CRM197载体）18-59周岁扩龄						
青少年及成人组分百白破疫苗						
重组脊髓灰质炎疫苗						
重组肺炎球菌蛋白疫苗						
重组带状疱疹疫苗（腺病毒载体）						
冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗						
吸入用结核病加强疫苗						
DTcP-Hib-MCV4联合疫苗						
CS-2606mRNA多价流感疫苗						
CS-2028多价肺炎结合疫苗						
CS-2023脑膜炎疫苗						

资料来源：康希诺官网、湘财证券研究所（截至 2025.06.21）

图 4、康希诺部分研发品种预计上市时间

产品	2021-2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
流脑结合疫苗	曼海欣3-47月龄 美奈喜	曼海欣 4-6岁	曼海欣 18-59岁	曼海欣 7-17岁			
PCV13i							
三组分百白破							
五组分百白破							
重组脊髓灰质炎疫苗							
联合疫苗（四联苗、五联苗）							
破伤风疫苗							
重组肺炎蛋白疫苗							
结核病加强疫苗							

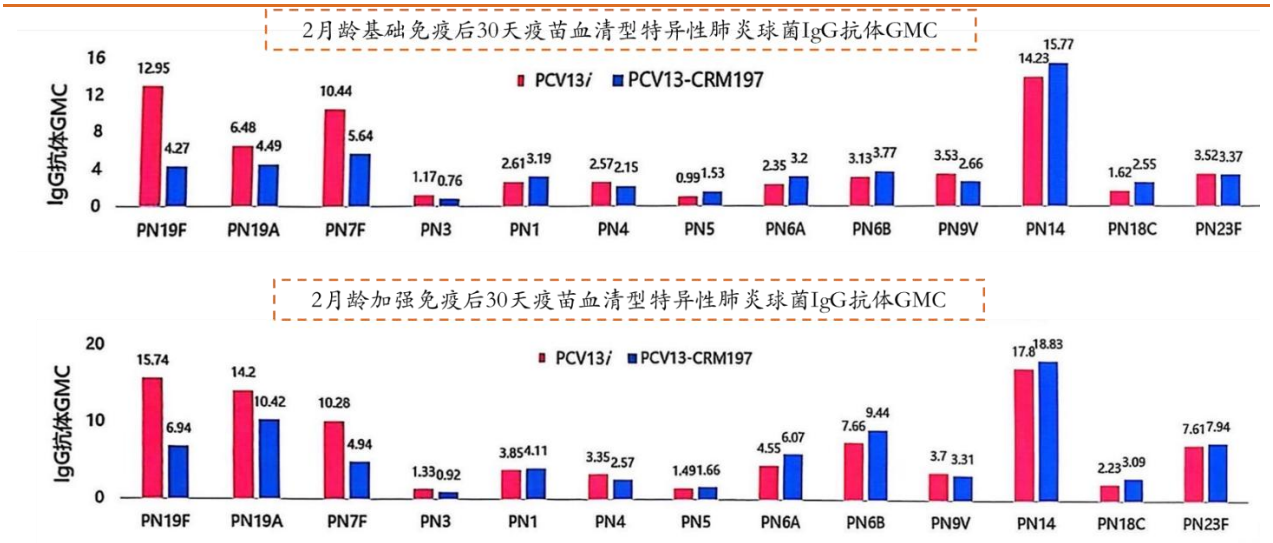
资料来源：康希诺官网、湘财证券研究所（截至 2025.06.21）

表 1、国内疫苗企业布局肺炎球菌疫苗已上市及在研管线情况

疫苗名称	生产企业	研发阶段
已上市		
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	沃森生物	获批上市
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（破伤风类毒素/白喉类毒素）	康泰生物（民海生物）	获批上市
23 价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	获批上市
23 价肺炎球菌多糖疫苗	沃森生物	获批上市
23 价肺炎球菌多糖疫苗	康泰生物（民海生物）	获批上市
23 价肺炎球菌多糖疫苗	成都所	获批上市
23 价肺炎球菌多糖疫苗	科兴生物	获批上市
在研		
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	康泰生物	Ⅰ期临床
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	苏州微超生物/聚微生物	Ⅰ期临床
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	苏州微超生物/聚微生物	Ⅰ期临床
24 价肺炎球菌多糖结合疫苗	科兴生物	Ⅱ期临床
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	科兴生物	Ⅰ/Ⅲ期临床
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	沃森生物	获批临床
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	复星安特金（成都）生物	Ⅲ期临床
24 价肺炎球菌多糖结合疫苗	复星安特金（成都）生物	Ⅰ期临床
23 价肺炎球菌多糖疫苗	复星安特金（成都）生物	获批临床
15 价肺炎球菌多糖结合疫苗	智飞生物	上市申请获受理
26 价肺炎球菌多糖结合疫苗	智飞生物	Ⅰ/Ⅱ期临床
24 价肺炎球菌多糖结合疫苗	上海瑞宙生物	Ⅱ期临床
PBPV	康希诺	Ⅰb 期临床
CS-2028 多价肺炎结合疫苗	康希诺	临床前
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	成都所	Ⅰ期临床
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	江苏坤力生物制药/万泰生物	Ⅰ期临床
24 价肺炎球菌多糖结合疫苗	江苏坤力生物制药	Ⅰ/Ⅱ期临床
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	江苏坤力生物制药	Ⅰ期临床
PCV 系列迭代疫苗	江苏坤力生物制药	临床前
23 价肺炎球菌多糖疫苗	北京华安科创生物	已完成Ⅰ期临床
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	艾美疫苗	上市申请获受理
23 价肺炎球菌多糖疫苗	艾美疫苗	Ⅲ期临床
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	艾美疫苗	临床试验预申请
24 价肺炎球菌多糖结合疫苗	艾美疫苗	完成临床前研究
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	博沃生物/成大生物	Ⅰ期临床
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	成大生物	临床前
23 价肺炎球菌多糖疫苗	金迪克	临床前
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	金迪克	临床前
16 价肺炎球菌多糖结合疫苗	上海荣盛生物	临床前
多价肺炎多糖结合疫苗	普大生物	IND

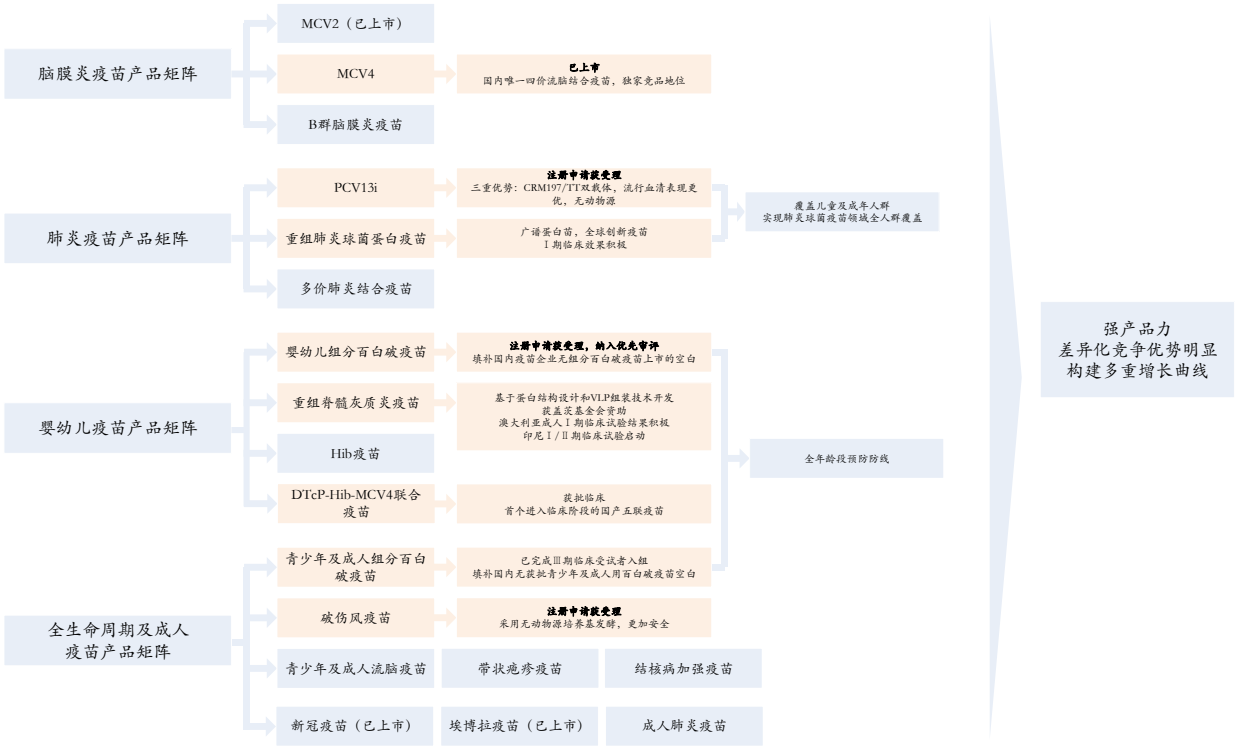
资料来源：药智数据、湘财证券研究所（截至 2025.06.20）

图 5、PCV13i 针对国内主要流行株表现更优



资料来源：康希诺 2024 投资者开放日公开资料、湘财证券研究所

图 6、公司管线差异化布局优势明显，多款重磅产品构建新增长曲线



资料来源：康希诺公司公告、康希诺 2024 年年度报告、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%	75.8%	75.4%	74.9%
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	-39.71	-1056.59	143.07	57.02
P/B	3.06	3.09	3.02	2.92
EV/EBITDA	-67.93	-207.62	336.77	71.84

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。