

MCV 系列持续放量,PCV13i 获批贡献新增长曲线

核心观点

公司发布 2025 年半年报,业绩符合预期。上半年 MCV 系列产品持续放量,带动销售收入同比增长;随着公司持续推进降本增效措施,加强费用管控,上半年实现大幅减亏。预计下半年,MCV 系列产品预计将保持放量趋势;PCV13i 下半年持续推进各地准入,期待后续带来业绩增量。公司在研管线丰富,支撑未来长期增长;mRNA 技术平台建设持续推进,期待后续更多创新产品管线诞生。公司积极推进国际化进程,并持续探索多种合作模式,后续进展值得期待。

事件

公司发布 2025 年半年报,业绩符合预期

8 月 21 日,公司发布 2025 年半年度报告,实现:1)营业收入 3.74 亿元,同比增长 31.1%;2)归母净利润-0.13 亿元,亏损同比缩窄 94.02%;3)扣非归母净利润-0.86 亿元,亏损同比缩窄 66.25%;4)基本每股亏损 0.05 元。业绩符合预期。

简评

上半年收入端保持快速增长,利润端实现大幅减亏

2025Q2 公司实现营业收入 2.37 亿元,同比增加 35.97%;归母净利润-0.02 亿元,亏损同比缩窄 96.49%;扣非归母净利润-0.31

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	345.18	824.88	1,065.56	1,496.51	1,896.47
YoY(%)	-66.52	138.97	29.18	40.44	26.73
净利润(百万元)	-1,482.73	-378.88	-11.36	112.87	206.36
YoY(%)	-63.04	74.45	97.00	1093.46	82.83
毛利率(%)	-253.78	70.37	82.40	84.68	85.32
净利率(%)	-569.97	-46.51	-1.19	8.43	12.16
ROE(%)	-28.11	-7.72	-0.23	2.25	3.94
EPS(摊薄/元)	-5.99	-1.53	-0.05	0.46	0.83
P/E(倍)	-8.94	-34.97	-1166.32	117.40	64.21
P/B(倍)	2.51	2.70	2.71	2.64	2.53
P/S(倍)	34.67	14.51	11.23	8.00	6.31

资料来源: iFinD, 中信建投证券

康希诺生物(6185.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期: 2025 年 09 月 17 日

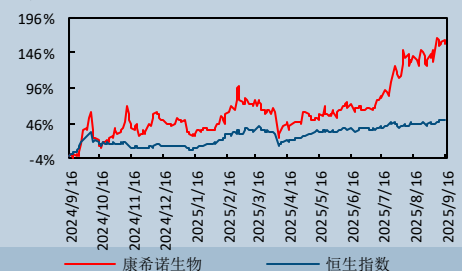
当前股价: 53.55 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.46/1.84	52.13/41.47	160.58/108.37
12 月最高/最低价(港元)		55.50/20.05
总股本(万股)		24,744.99
流通 H 股(万股)		13,267.09
总市值(亿港元)		175.94
流通市值(亿港元)		71.05
近 3 月日均成交量(万)		231.03
主要股东		
朱涛、Dongxu QIU、Helen Huihua		28.07%
MAO 及宇学峰		

股价表现



亿元，亏损同比缩窄 59.57%。25Q2 及 25H1 公司收入端实现较快增长，主要由于公司主营产品 MCV 系列销售持续增长。亏损实现大幅收窄，主要由于：1）产品销售持续增长，毛利率有所提升；2）公司持续推进降本增效措施，费用率有所降低；3）去年同期溢出成本导致利润端低基数。

MCV 系列持续放量，扩龄申请获批在即。公司持续推进主营产品 MCV 系列的销售推广和市场导入，产品渗透率不断提升，上半年 MCV 系列产品实现销售收入 3.64 亿元，同比增长 38.43%。同时，公司对 MCV4 的药品补充申请已获国家药品监督管理局受理，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”，以期为孩子们提供更全面的保护，并进一步提升 MCV4 的市场渗透率，推动产品销售持续增长。

PCV13i 获批上市，有望带来业绩新增量。2025 年 6 月，公司自主研发的 PCV13i 优佩欣®获得国家药品监督管理局下发的《药品注册证书》。PCV13i 可针对 2 岁以下婴幼儿诱导出很高的特异性抗体水平；采用双载体技术，可减少与其他疫苗共注射时对免疫原性造成的免疫抑制。此外，公司采用了更加安全的生产工艺，使用无动物来源培养基，降低了动物源生物因子造成的风险，且避免了传统纯化工艺的毒性残留。该产品为公司肺炎产品组合中首个获得药品注册证书的产品，为公司更高价肺炎结合疫苗的研发奠定基础，并有望为公司后续业绩增长带来新增量。

表 1: 国内目前上市的 PCV13 产品信息

产品名称	Prevnar 13	沃安欣	维民菲宝	优佩欣
生产厂家	辉瑞	沃森生物	康泰生物	康希诺
载体蛋白	白喉毒素突变体 (CRM197)	破伤风类毒素 (TT)	TT + 白喉类毒素 (DT)	CRM197 + TT
接种对象	6 周龄至 15 月龄婴幼儿	6 周龄至 5 岁婴幼儿和儿童	6 周龄至 5 岁婴幼儿和儿童	6 周龄至 5 岁婴幼儿和儿童
接种程序				2 月龄（最小满 6 周龄）：共接种 4 剂 3 月龄：共接种 4 剂。 7-11 月龄婴幼儿：共接种 3 剂 12-23 月龄幼儿：接种 2 剂； 2-5 岁儿童：接种 1 剂。
	2、4、6 月龄各接种 1 剂，12-15 月龄加强 1 剂	2~6 月龄：共接种 4 剂； 7~11 月龄：共接种 3 剂； 12~23 月龄：接种 2 剂； 24 月龄~5 岁：接种 1 剂	2~6 月龄：共接种 4 剂； 7~11 月龄：共接种 3 剂； 12~23 月龄：接种 2 剂； 24 月龄~5 岁：接种 1 剂	
中标价格 (元/支)	698-708	571-613	458-473	567-572

资料来源: Insight, 中信建投证券

研发管线布局丰富，支撑未来长期增长。公司研发管线布局丰富，其中婴幼儿组分百白破疫苗 DTcP 处于上市申请阶段，未来获批后将为联合疫苗开发奠定基础；青少年及成人用 Tdcp 已完成 III 期临床受试者入组。DTcP-Hib-MCV4 联合疫苗已获得国内临床试验批准通知书，预计年底前启动 I 期临床。重组肺炎球菌蛋白疫苗 PBPV 已获得 I 期临床积极初步结果；重组脊髓灰质炎疫苗于印尼启动于特定年龄婴幼儿中的 I/II 期临床并完成 I 期临床首例受试者入组，2025 年 7 月获批国内临床。吸入用结核病加强疫苗于 2025 年 5 月在印尼获批临床。丰富且具有创新性的在研管线形成了良好的产品梯队，为公司后续业绩增长提供强劲动力。

mRNA 技术平台建设成效积极，联合开发三组分 LNP 递送系统。公司具有完善的 mRNA 开发和制备平台，

并持续推动平台建设与能力完善。公司联合北京键凯科技股份有限公司研发团队成功开发了一种基于新型可离子化甾醇脂质（ISL）的三组分脂质纳米颗粒（ISL-3C-LNP）递送系统，并通过理性设计、系统性筛选获得了一系列具有优良性能的 ISL 化合物。研究结果表明，ISL-3C-LNP 在安全性提高和细胞免疫应答增强方面有显著效果，并具有组分简化与专利优势，将为公司后续开发 mRNA 系列产品奠定坚实基础。

表 2：公司在研产品管线目前进展

疫苗产品	适应症	研发进度
婴幼儿用 DTcP	百白破	药品注册申请获得受理，正式纳入优先审评；正在持续收集分析加强针接种相关临床数据
吸附破伤风疫苗	破伤风	药品注册申请获得受理
青少年及成人用 Tdcp	百白破	已完成临床 II/III 期试验现场工作
PBPV	肺炎球菌	I 期临床已完成并获得积极初步结果
重组带状疱疹疫苗	带状疱疹	于加拿大开展临床 I 期试验，包括肌肉注射及吸入给药方式
重组脊髓灰质炎疫苗	脊髓灰质炎	于印尼开展临床 I/II 期试验；已获得境内药物临床试验批准通知书
吸入用结核病加强疫苗	结核病	于加拿大完成临床 Ib 期试验；于印尼获得临床试验批准
Hib 疫苗	流感嗜血杆菌	正在进行临床 I 期试验
DTcP-Hib-MCV4	百白破、流感嗜血杆菌、脑膜炎球菌	已获得药物临床试验批准通知书
CS-2606 mRNA 多价流感疫苗	流感	临床前研究
CS-2028 多价肺炎结合疫苗	肺炎球菌	临床前研究
CS-2023 脑膜炎疫苗	脑膜炎球菌	临床前研究
其他在研联合疫苗	-	临床前研究

资料来源：公司公告，中信建投证券

持续推动产品出海，探索多种合作模式。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，目前 MCV4 已获得印尼的注册证书，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。公司也会同步结合 PCV13 及组分百白破的海外开拓目标，探索技术转移的合作模式。同时，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。

毛利率及各项费用率显著改善，实现正向经营净现金流

2025 年上半年，公司主营业务毛利率 82.54%（+12.685pp），主要由于：1）产品销售大幅增长，摊薄生产成本；2）公司持续推进降本增效措施，取得显著成效；3）去年同期确认的营业成本中包含溢出成本 0.23 亿元，剔除后今年上半年毛利率同比增长 5.14pct。上半年公司销售费用 1.56 亿元（+39.00%），管理费用 0.72 亿元（-13.39%），研发费用 1.48 亿元（-20.50%），财务费用 0.17 亿元（去年同期-0.21 亿元）。销售、管理、研发及财务费用率分别为 40.89%（+3.82pct）、18.92%（-8.60pct）、38.66%（-22.61pct）及 4.47%（+11.48pct）。随着公司持续优化资源配置，提升研发效率，管理及研发费用率呈现显著下降，助力亏损同比改善。

上半年公司经营活动净现金流 0.11 亿元（去年同期-2.14 亿元），实现正向经营净现金流，主要系公司销售收入及回款金额增加，同时费用管控和整体经营效率持续提高所致。截至 25H1 末，公司应收账款 6.60 亿元（+14.22%），主要由于产品销售持续增加所致。

2025 年下半年展望：MCV 系列产品持续发力，期待 PCV13 销售及研发管线迎来新进展

2025 年上半年，公司 MCV 系列产品持续放量，带动销售收入同比增长；随着公司持续推进降本增效措施，加强费用管控，上半年实现大幅减亏。预计下半年，MCV 系列产品预计将保持放量趋势，继续推动业绩增长；PCV13i 已获批上市，下半年持续推进各地准入，期待后续带来业绩增量。公司在研管线丰富，婴幼儿用 DTcP、破伤风疫苗等产品处于 NDA 阶段，另有多条管线处于临床阶段，支撑未来长期增长；mRNA 技术平台建设持续推进，期待后续更多创新产品管线诞生。公司积极推进国际化进程，MCV4 系列今年内有望实现海外市场销售；并持续探索多种合作模式，后续进展值得期待。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2025~2027 年实现营业收入分别为 10.66 亿元、14.97 亿元和 18.96 亿元，归母净利润分别为 -0.11 亿元、1.13 亿元和 2.06 亿元，2025 年预计减亏 97.0%，2026 年预计扭亏为盈，2027 年利润端同比增长 82.8%，折合 EPS 分别为 -0.05 元/股、0.46 元/股和 0.83 元/股，对应 PE 分别为 -1166.3X、117.4X 和 64.2X，对应 PS 分别为 12.4X、8.9X 和 7.0X。综合考虑公司研发管线进展及其商业化价值，维持买入评级。

风险分析

1、产品销售情况不及预期：公司目前主营产品为 MCV 系列，若 2024 年销售进度不及预期，将影响公司未来收入及盈利预期，进而影响公司估值。

2、产品价格波动风险：已上市产品价格可能出现波动，若价格下降幅度较大，将影响公司收入及盈利预期，进而影响估值。

3、产品安全性风险：疫苗因具有特殊的生物特征，具有一定的安全性风险，若出现疫苗安全事件，不仅会导致企业本身经营生产受到不利影响，还可能引起疫苗行业波动。

4、新品种上市进度低于预期：公司现有多条疫苗研发管线，若新品种上市进度低于预期，可能影响公司未来收入及盈利预期，导致公司扭亏为盈时间延迟甚至无法扭亏，进而影响公司估值。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖CXO、疫苗、血制品细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk