

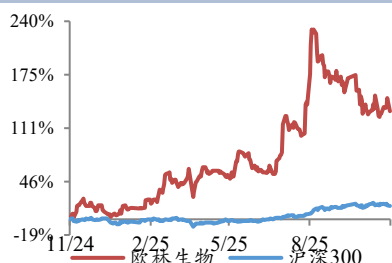
25Q3 业绩持续高增，核心产品持续放量

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-11-18

收盘价（元）	23.16
近 12 个月最高/最低（元）	34.68/10.02
总股本（百万股）	406
流通股本（百万股）	405
流通股比例（%）	99.87
总市值（亿元）	94
流通市值（亿元）	94

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李雨涵

执业证书号：S0010525070005

邮箱：liyuh@hazq.com

主要观点：

● 事件

2025 年 10 月 30 日，公司公布三季度报告，业绩超预期。三季报显示，公司 2025 年前三季度共实现营业收入 5.07 亿元，同比变动+31.11%；归母净利润 4748 万元，同比变动+1079.36%；扣非归母净利润 4004 万元，同比扭亏为盈。

● 事件点评

公司业绩持续高增，盈利能力与现金流大幅改善

公司前三季度业绩表现亮眼，收入端实现 31.11% 的快速增长。利润端改善尤为显著，归母净利润同比增长超 10 倍，主要得益于收入增长及费用端的有效控制，其中管理费用因上年同期基数较高而同比下降。分季度看，Q3 单季度实现营收 2.01 亿元，同比增长 25.38%，归母净利润 3428 万元，同比增长 7.22%。此外，公司经营质量显著提升，经营活动产生的现金流量净额由去年前三季度的-6173 万元大幅改善至净流入 3305 万元。

核心产品持续放量，破伤风疫苗增长稳健，AC 结合疫苗增长迅猛

公司核心产品销售维持强劲势头。2025 年前三季度，公司围绕吸附破伤风疫苗这一核心产品，通过持续的学术教育，并积极拓展新的终端，成功实现疾控端销售 20% 以上的同比增长。AC 结合疫苗增长迅猛，前三季度收入同比大幅增长，市场开拓成效显著，成为公司新的增长点。

全球创新金葡菌疫苗进展顺利，商业化准备充分

公司在研的重磅产品重组金黄色葡萄球菌（金葡菌）疫苗研发进展顺利，疫苗的 III 期临床试验已于 2025 年 5 月顺利完成全部 6000 例受试者入组。公司已为产品上市做好了充分的商业化准备，包括与骨科专家深入沟通临床路径、规划专家共识制定等工作。

为支持研发和国际化战略，公司正处于港股上市 A1 材料申报的最后冲刺阶段，计划发行不超过总股本 25% 的股份，为公司长期发展提供充足的资金保障。

● 投资建议

公司是民营疫苗公司中典型的“小而美”，拥有贡献稳定增长现金流的吸附破伤风疫苗、AC 结合苗等产品，以及重组金葡菌疫苗、三联苗等重磅在研产品。结合公司产品管线布局及实际产品推广情况，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 7.10/8.18/9.30 亿元，同比增长 20.6%/15.3%/13.6%。归母净利润分别为 0.52/0.59/0.74 亿元，同比增长 151.0%/13.3%/25.7%。维持“增持”评级。

● 风险提示

临床进展不及预期；市场拓展风险；竞争格局恶化风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	589	710	818	930
收入同比（%）	18.7%	20.6%	15.3%	13.6%
归属母公司净利润	21	52	59	74
净利润同比（%）	18.2%	151.0%	13.3%	25.7%
毛利率（%）	94.4%	93.7%	93.0%	92.2%
ROE（%）	2.2%	5.3%	5.7%	6.7%
每股收益（元）	0.05	0.13	0.15	0.18
P/E	207.03	180.42	159.22	126.66
P/B	4.65	9.62	9.08	8.47
EV/EBITDA	66.78	87.81	79.87	66.16

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	202	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	908	864	965	1117	营业收入	589	710	818	930
现金	224	59	3	8	营业成本	33	45	58	73
应收账款	566	674	791	892	营业税金及附加	4	5	5	6
其他应收款	1	3	2	2	销售费用	303	362	413	468
预付账款	9	7	11	15	管理费用	86	98	110	123
存货	86	102	138	177	财务费用	10	6	11	13
其他流动资产	22	20	21	22	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	899	1032	1159	1283	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	2	2	3
固定资产	359	367	369	367	营业利润	21	53	55	76
无形资产	16	15	14	13	营业外收入	1	5	6	4
其他非流动资产	523	650	775	903	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	180	1897	2124	2400	利润总额	22	58	61	80
流动负债	596	632	817	1037	所得税	7	17	18	24
短期借款	24	24	24	24	净利润	16	41	43	56
应付账款	86	87	112	158	少数股东损益	-5	-12	-16	-18
其他流动负债	485	522	681	855	归属母公司净利润	21	52	59	74
非流动负债	278	290	290	290	EBITDA	66	110	121	146
长期借款	250	250	250	250	EPS (元)	0.05	0.13	0.15	0.18
其他非流动负债	28	41	41	41	主要财务比率				
负债合计	874	923	1107	1328	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	9	-3	-19	-37	成长能力				
股本	406	406	406	406	营业收入	18.7	20.6%	15.3%	13.6%
资本公积	606	606	606	606	营业利润	587.8	147.5%	4.1%	37.9%
留存收益	-87	-35	24	98	归属于母公司净利润	18.2	151.0%	13.3%	25.7%
归属母公司股东权益	925	977	1036	1110	获利能力				
负债和股东权益	180	1897	2124	2400	毛利率(%)	94.4	93.7%	93.0%	92.2%
					净利率(%)	3.5%	7.3%	7.2%	8.0%
					ROE(%)	2.2%	5.3%	5.7%	6.7%
					ROIC(%)	1.7%	3.5%	3.9%	4.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	48.3	48.6%	52.1%	55.3%
					净负债比率(%)	93.6	94.7%	108.9%	123.8%
					流动比率	1.52	1.37	1.18	1.08
					速动比率	1.37	1.19	1.00	0.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.34	0.38	0.41	0.41
					应收账款周转率	1.11	1.14	1.12	1.10
					应付账款周转率	0.52	0.52	0.58	0.54
					每股指标(元)				
					每股收益	0.05	0.13	0.15	0.18
					每股经营现金流(摊薄)	-0.02	0.15	0.37	0.46
					每股净资产	2.28	2.41	2.55	2.73
					估值比率				
					P/E	207.0	180.42	159.22	126.66
					P/B	4.65	9.62	9.08	8.47
					EV/EBITDA	66.78	87.81	79.87	66.16

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 李雨涵, 医药行业分析师, 主要研究方向为医疗服务和生物制品。湖南大学本硕, 生物技术+金融硕士复合背景。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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%至 15%;
- 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;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。