新品群放量叠加出海兑现，创新疫苗平台迎来收获期

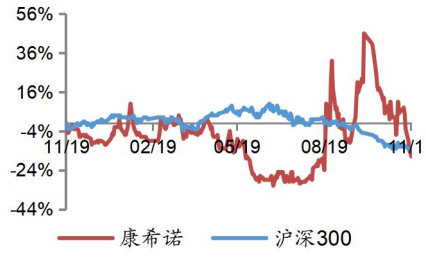
投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2026-11-19

收盘价（元）	58.40
近 12 个月最高/最低（元）	108.00/46.89
总股本（百万股）	247
流通股本（百万股）	114
流通股比例（%）	46.30
总市值（亿元）	144
流通市值（亿元）	67

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

相关报告

主要观点：

- **平台型创新疫苗企业**

康希诺生物是国内稀缺的平台型创新疫苗企业：五大技术平台支撑 8 款商业化产品与十余项在研管线，覆盖脑膜炎、肺炎、百白破、新冠与埃博拉等疾病领域。2025 年公司实现扭亏为盈（归母净利润 2,787 万元），2026H1 收入 5.50 亿元（+43.8%）、归母净亏损收窄至 72 万元，其中 Q2 单季归母净利润 3,970 万元，商业化拐点确立。

- **曼海欣是公司顶流支柱，新品上市进入收获期**

曼海欣（MCV4）独享替代红利。公司为国内首个且目前唯一获批四价流脑结合疫苗的企业，2025 年流脑产品收入 9.68 亿元（+21.9%）、占主营收入 91.3%；2025 年 MCV4 批签发 31 批（+24%）且全部来自公司。2026 年 2 月适用年龄扩至 6 周岁、7 月扩龄至 17 周岁申请获受理、18—59 岁扩龄临床已完成总结报告，人群扩容路径清晰。

新品群进入收获期。优佩欣（PCV13i，2025.06 获批，国内首款双载体）、盼康欣（组分百白破 DT3cP，2026.04 获批，国产首个）、泰特欣（吸附破伤风，2026.08 获批）梯次接续；青少年及成人 Td5cp 于 2026 年 8 月获上市申请受理，填补国内空白。

- **出海超预期，进一步拓展市场**

出海为 2026 年最大超预期。2026H1 境外收入 1.52 亿元（+4,724%）、占比升至 27.7%；印尼注册与清真认证、马来西亚 PIC/SGMP、阿根廷注册、巴基斯坦合作意向相继落地，"成品出口+中间品/技术转移+CDMO"三段式出海模式初步成形。

mRNA 治疗性疫苗为远期平台期权。ISL-3C-LNP 递送系统已对外授权并联合德普世生物布局个体化肿瘤疫苗。

- **投资建议**

我们看好公司新品上市以及海外拓展，预计公司 2026-2028 年营业收入将分别达到 12.99/15.33/17.77 亿元，同比增长分别为 21.6%/18.1%/15.9%，归母净利润分别为 0.34/0.75/1.44 亿元，同比增长 22.8%/119.0%/92.6%。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示**

新生儿下行与接种意愿波动风险、竞争加剧风险、研发失败或进度不及预期风险、国际化不及预期风险、增值税口径调整影响。

- **重要财务指标** 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1068	1299	1533	1777
收入同比（%）	26.2%	21.6%	18.1%	15.9%
归属母公司净利润	28	34	75	144
净利润同比（%）	107.4%	22.8%	119.0%	92.6%

毛利率（%）	77.5%	77.4%	78.4%	79.2%
ROE（%）	0.6%	0.7%	1.5%	2.8%
每股收益（元）	0.11	0.14	0.30	0.58
P/E	571.36	421.45	192.40	99.87
P/B	3.13	2.90	2.86	2.78
EV/EBITDA	80.91	58.87	48.62	37.93

资料来源： wind，华安证券研究所

正文目录

1 康希诺生物：稀缺的平台型创新疫苗企业 5
2 疫苗行业：总量承压下的结构性机会 10
2.1 中国疫苗市场千亿规模，增速显著高于全球 10
2.2 需求端：新生儿下行与成人化、多联多价升级形成对冲 11
2.3 供给端：监管与批签发构筑高壁垒，格局天然向头部集中 12
2.4 政策：免疫规划扩容、价格治理与出海三线并行 12
3 核心品种：曼海欣领跑，新品群梯次放量 13
3.1 流脑疫苗：结合苗替代确定，曼海欣独享 MCV4 红利 13
3.2 肺炎疫苗：优佩欣首年破局，PCV24 前瞻卡位高价次 15
3.3 百白破疫苗：盼康欣填补国产组分空白，Td5cp 抢跑成人市场 16
3.4 mRNA 治疗性疫苗：尚处早期的平台期权 16
4 国际化：从产品出海到技术出海 16
4.1 2026H1 海外收入同比+4724%，占比升至 27.7% 17
4.2 注册、清真、本地化、PQ：四条路径渐进打通 17
4.3 中国疫苗出海的窗口期已至 18
5 盈利预测与投资建议 18
5.1 盈利预测与估值分析 18
5.2 投资逻辑与建议 19
风险提示： 20

图表目录

图表 1 公司发展历程 5
图表 2 公司股权结构图 6
图表 3 公司管理层基本情况 7
图表 4 公司上市产品及在研管线（截至 2026 年三季度） 8
图表 5 2019 年-2026Q1-Q3 公司营业收入（单位：百万元，%） 9
图表 6 2019 年-2026Q1-Q3 公司归母净利润（单位：百万元，%） 9
图表 7 公司毛利率情况 9
图表 8 公司四费情况 9
图表 9 2021 年-2026H1 公司国内外收入（单位：百万元，%） 10
图表 10 2021 年-2026H1 公司国内外毛利率 10
图表 11 中国疫苗市场规模及预测（不含新冠疫苗） 10
图表 12 全球主要疫苗企业 2025 年疫苗业务概览 11
图表 13 中国年度出生人口（2016—2025） 11
图表 14 中国疫苗行业重点政策与事件一览（2024—2026） 12
图表 15 国内已上市流脑疫苗技术路线对比 13
图表 16 2025 年国内流脑疫苗批签发结构及同比变化 14
图表 17 国内 MCV4 及五价脑膜炎结合疫苗在研竞争格局 14
图表 18 2025 年国内 PCV13 批签发格局与中标价格带 15
图表 19 国内高价次肺炎结合疫苗在研竞赛（部分） 15
图表 20 公司 2023—2026H1 境外收入（单位：百万元，%） 17
图表 21 公司国际化进展时间轴（2022—2026） 17
图表 22 康希诺收入拆分预测 19

1 康希诺生物：稀缺的平台型创新疫苗企业

公司现主要从事创新疫苗的研发、生产及商业化，主要商业化及在研产品为脑膜炎球菌结合疫苗、肺炎球菌结合疫苗、组分百白破疫苗、重组脊髓灰质炎疫苗等。国内 A+H 两地上市的创新疫苗企业，着眼底层技术平台驱动创新发展。公司成立于 2009 年，2020 年登陆港交所、2021 年登陆科创板，是国内专注于人用创新疫苗研发、生产及商业化的民营生物企业。公司以创新疫苗的开发与产业化为核心主业，深耕病毒载体、合成疫苗、蛋白结构设计与 VLP 组装、mRNA、制剂及呼吸道黏膜给药，五大自主核心技术平台，核心产品包括四价流脑结合疫苗曼海欣、二价流脑结合疫苗美奈喜、腺病毒载体新冠疫苗克威莎、吸入式新冠疫苗雾优、13 价肺炎结合疫苗优佩欣等，管线覆盖脑膜炎、呼吸系统传染病、带状疱疹、肺炎、脊髓灰质炎等多个重大公共卫生领域。公司先后承担国家重大新药创制专项、国家重点研发计划等国家级课题，拥有多项自主发明专利，搭建符合国际 GMP 标准的产业化基地，是国内具备完整创新疫苗开发能力的标杆型疫苗企业。

在发展过程中，公司不断积累创新疫苗全链条研发与产业化经验，打造集靶点筛选、临床评价、规模化生产到市场推广的完整业务闭环。2012 年建成符合 GMP 标准的中试车间，细菌疫苗生产基地于 2018 年正式投入使用，成熟的产业化与商业化团队，能够高效将自研技术成果推向市场。此外，公司搭建国际化研发中心与质控平台，作为国家高新技术企业，持续攻克新一代疫苗递送技术，自主研发多款国内首创、全球首创候选疫苗产品。

公司聚焦创新疫苗主业的同时，内生研发迭代叠加外延产业合作拓宽发展空间。依托成熟的商业化销售网络覆盖国内主要一二线城市，曼海欣等产品陆续在印尼、马来西亚等多国完成海外注册认证。依托自有成熟工艺平台向外拓展 CDMO 定制研发生产业务，对外提供疫苗工艺开发与规模化代工服务，丰富收入结构，进一步完善疫苗全产业链布局，持续提升抗风险能力和核心竞争力。

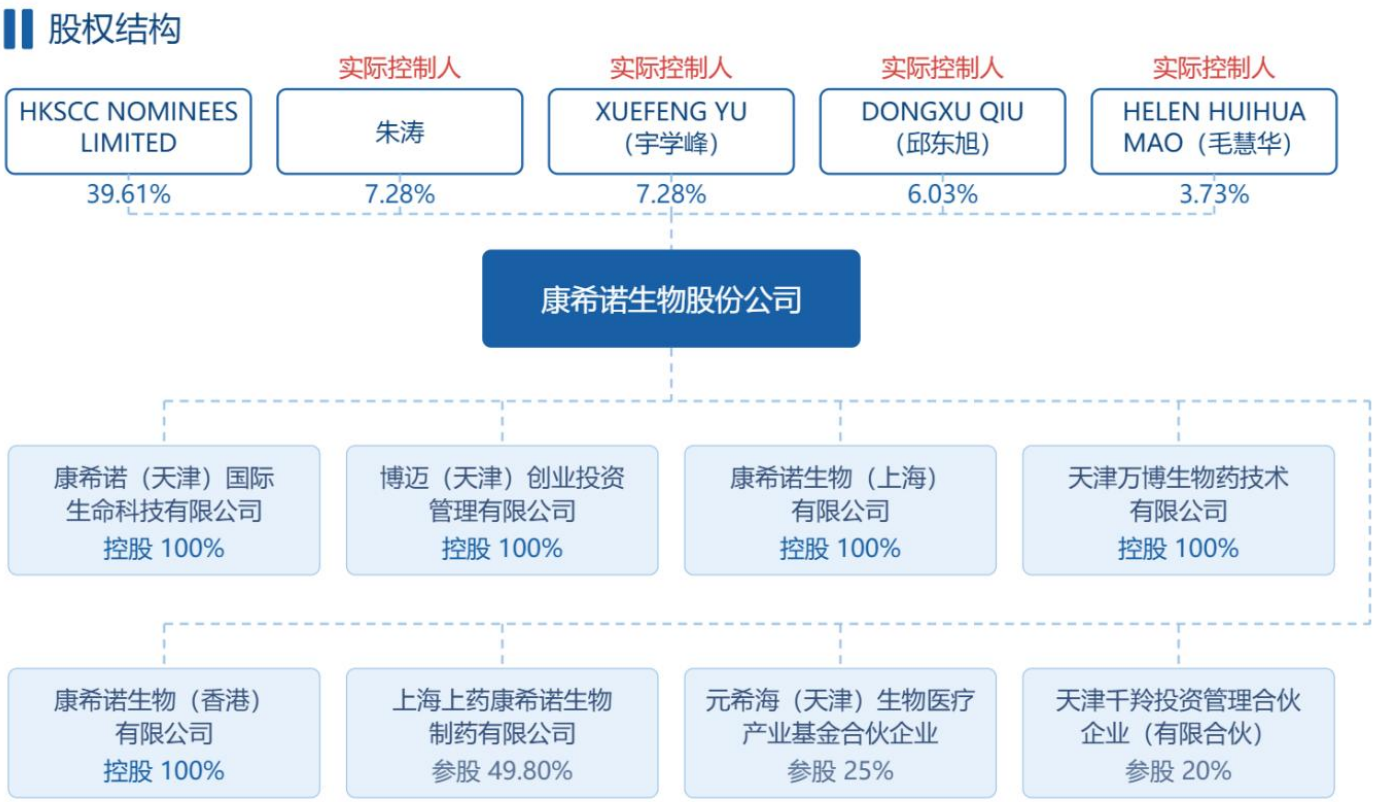
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司股权由四位创始人共同控制，实际控制人为宇学峰、朱涛、邱东旭、毛慧华。其中，宇学峰先生直接持股 7.28%，朱涛先生直接持股 7.28%，邱东旭先生直接持股 6.03%，其余外部股东股权占比多数在 5%以下。公司旗下拥有多家全资及参股子公司，涵盖疫苗研发、生产制造、产业投资等多家控股企业。

图表 2 公司股权结构图



资料来源：ifind，华安证券研究所

公司董事管理与专业能力兼备，管理层经验丰富。作为公司发展的核心力量，宇学峰董事长不仅拥有深厚的学术背景和技术成就，还具备卓越的管理能力，领导公司管线研发与全球化商业化持续迈向新高峰。朱涛作为公司副总经理，凭借其在疫苗研发领域的资深经验，为公司技术创新提供了强有力的支持。邱东旭作为公司副总经理，以其产业管理知识与国际视野，确保公司经营稳健发展。公司各高管成员通力合作，构成了一支专业素质高、经验丰富的管理团队，为公司未来的稳健发展保驾护航。

图表 3 公司管理层基本情况

姓名	职务	性别	年龄	任期起始日期	主要工作经历
XUEFENG YU（宇学峰）	董事长、总经理、核心技术人员	男	62	2017年2月10日	1988年至1991年，任南开大学生物系微生物学教研室讲师；1991年至1997年，于麦吉尔大学攻读植物学系微生物学专业博士学位；1996年至1998年，任IBEX TechnologiesInc.科学家；1998年至2009年，历任赛诺菲-巴斯德（Sanofi PasteurLimited.）产品开发部科学家、细菌疫苗开发全球总监、加拿大发酵开发总监；2009年至今，任康希诺生物股份公司董事长、首席执行官兼总经理，目前主要负责公司的整体战略发展规划、统筹经营管理及重大决策制定等管理工作。
SHOU BAI CHAO（巢守柏）	执行董事	男	63	2018年6月22日	1992年至1993年，任PhilomBios公司生物工艺工程师；1993年至2000年，历任赛诺菲安万特集团细菌疫苗技术经理、质量保证经理；2000年，任基因泰克公司质量管理高级经理；2001年至2007年，任惠氏制药公司疫苗技术助理总经理；2008年至2018年，历任阿斯利康制药公司副总裁、高级副总裁；2018年至今，任康希诺生物股份公司执行董事、首席运营官兼副总经理，目前主要负责公司的日常运营管理及实现战略发展策略，包括公司的生产管理、质量管理、供应链管理、信息系统建设等。
	副总经理、核心技术人员			2018年6月7日	
王靖	执行董事	女	45	2021年10月11日	2002年至2005年，任中化天津进出口公司事业部总经理助理；2005年至2012年，在天士力控股集团有限公司多家附属公司任职；2012年至今，历任康希诺生物股份公司人事行政部总监、董事长助理、财务负责人、董事会秘书，现任公司执行董事、副总经理、首席商务官，负责商业运营整体事务。
	副总经理			2021年9月10日	
朱涛	副总经理、核心技术人员	男	52	2017年2月10日	2004年至2005年，任Integrated GenomicsInc.科学家；2006年至2008年，历任赛诺菲-巴斯德（Sanofi PasteurLimited.）科学家、高级科学家；2018年1月当选为全国政协委员；2009年至2024年2月，任公司执行董事；2009年至今，任公司首席科学官兼副总经理，目前主要负责管理疫苗研发项目相关的事务，包括研发进度、临床试验、技术完善等工作。
DONGXU QIU（邱东旭）	副总经理、核心技术人员	男	65	2018年6月7日	1987年至1989年，任北京医科大学（现北京大学医学部）讲师；1993年至1998年，历任加拿大Biomira公司科学家、副主管；1999年至2000年，任Altarex部门主管；2000年至2002年，任ARIUS Research科学运营主管；2003年至2005年，任MDS CAPITAL亚洲区总裁；2006年至2009年，任上海吉玛制药技术有限公司副总经理；2007年至2011年，任美国China Bio公司中国总经理；2009年至2024年2月，任公司执行董事；2009年至今任公司副总经理，目前主要负责子公司的管理及就公司的业务和战略发展提供意见。
崔进	董事会秘书	男	38	2021年9月10日	2012年6月至2015年7月，任职于天津股权交易所；2015年8月至2016年4月，担任华源证券股份有限公司（原九州证券股份有限公司）天津分公司投行部执行总监；2016年5月加入公司，历任公司战略发展部执行经理、董事长助理、证券事务部负责人、联席公司秘书、证券事务代表，现任公司董事会秘书。

资料来源：公司 2025 年年报，华安证券研究所

五大技术平台支撑"8 款上市+20 余项在研"产品矩阵。公司围绕五大技术平台构建产品矩阵：①多糖蛋白结合技术（曼海欣、美奈喜、优佩欣、PCV24、冻干 Hib 等），为当前收入的基本盘；②蛋白结构重组/VLP 技术（重组脊髓灰质炎疫苗 VLP-Polio、重组肺炎球菌蛋白疫苗 PBPV），面向全球根除计划与"去血清型化"的差异化路线；③腺病毒载体技术（克威莎、克威莎雾优、Ad5-EBOV 埃博拉疫苗、重组带状疱疹疫苗、吸入用结核病加强疫苗），公司在国内腺病毒载体方向的积累最深，且具备吸入剂型的独家产业化经验；④mRNA 技术（CS-2606 多价流感疫苗、mRNA 治疗性疫苗）及自研 ISL-3C-LNP 递送系统；⑤制剂与联合疫苗技术（多联苗、冻干工艺）。平台化的意义在于：同一技术底座可复用于多个品种，缩短研发周期、摊薄单位成本，并使公司具备对新发传染病的快速响应能力。商业化层面，公司目前已获批 8 款产品，覆盖脑膜炎球菌病、肺炎球菌病、百日咳-白喉-破伤风、新冠及埃博拉五大疾病领域，是国内覆盖疾病领域最广的民营疫苗企业之一。

图表 4 公司上市产品及在研管线（截至 2026 年三季度）

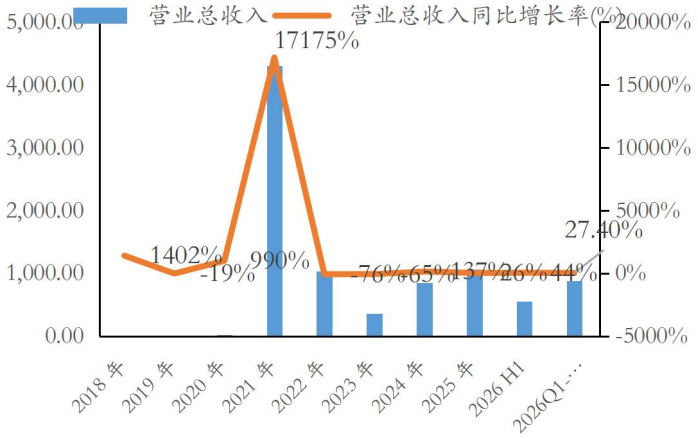


资料来源：公司年报、半年报，华安证券研究所

走出新冠周期，结构性扭亏拐点确立。公司完整经营周期可以划分为：前期研发亏损阶段（2019- 2020）、新冠疫苗商业化高光（2021）、需求退潮业绩承压（2022- 2023）、常规疫苗驱动修复（2024-2026H1）这四个阶段，营收利润随产品管线商业化进程大幅波动。2019- 2020 年公司产品尚未大规模商业化，营业收入亏损，处于疫苗研发投入期；2021 年新冠疫苗实现大规模商业化，营收跃升至 43.00 亿元，归母净利润 19.14 亿元，迎来业绩高点；2022 年新冠疫苗需求快

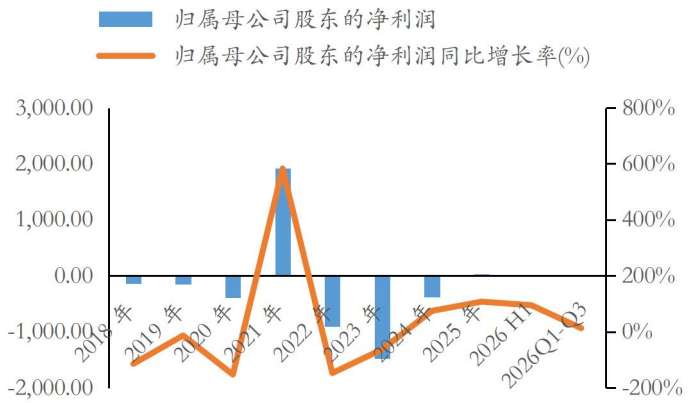
速回落，营收回落至 10.35 亿元，归母净利润转亏-9.09 亿元；2023 年应急疫苗市场消退叠加大额资产减值，营收进一步下滑至 3.57 亿元，归母净利润亏损 14.83 亿元；2024 年四价流脑等常规疫苗放量，营收回升至 8.46 亿元，亏损收窄至 3.79 亿元；2025 年四价流脑持续销售叠加 13 价肺炎疫苗上市，营收 10.68 亿元，归母净利润 0.28 亿元，实现全年扭亏为盈。2026 年上半年延续修复趋势，实现营业收入 5.50 亿元，同比增长 43.81%，归母净利润- 0.0072 亿元，亏损近乎抹平，海外业务实现爆发式增长。后续公司依托多元化疫苗管线以及海外市场拓展，业绩改善空间可期。

图表 5 2019 年-2026Q1-Q3 公司营业收入（单位：百万元，%）



资料来源：IFind，华安证券研究所

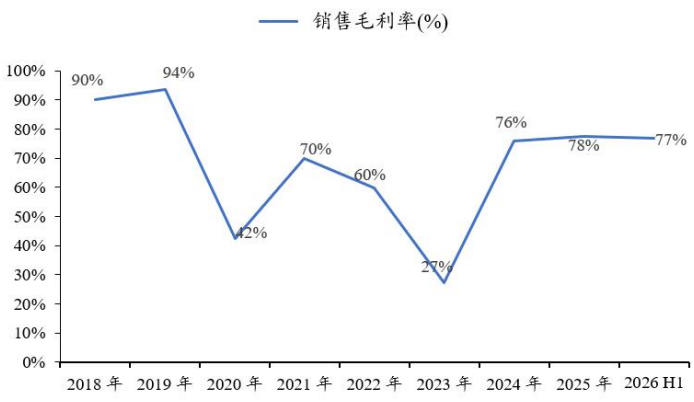
图表 6 2019 年-2026Q1-Q3 公司归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：IFind，华安证券研究所

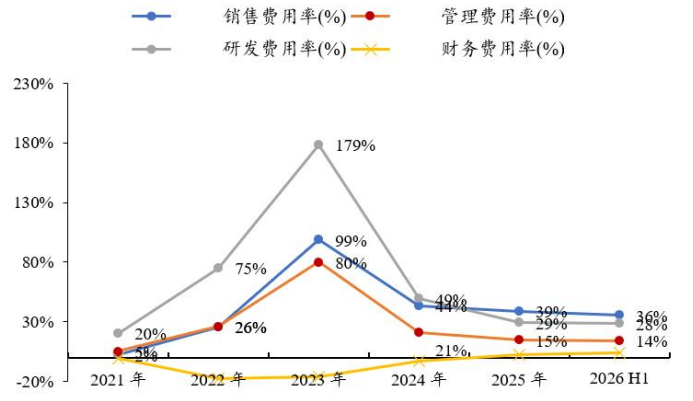
公司毛利率维持高位，费用率随业务规模动态优化。2021 年至 2026 年上半年公司毛利率呈现先回落再修复走高的趋势，2026 年前半年，公司毛利率为 76.86%。研发方面，公司重视技术创新和新产品研发，以增强市场竞争力，多年维持高研发投入保障疫苗管线迭代。财务费用率一直保持在较低水平，主要是由于公司在资本管理和融资方面的稳健运营能力。

图表 7 公司毛利率情况



资料来源：IFind，华安证券研究所

图表 8 公司四费情况

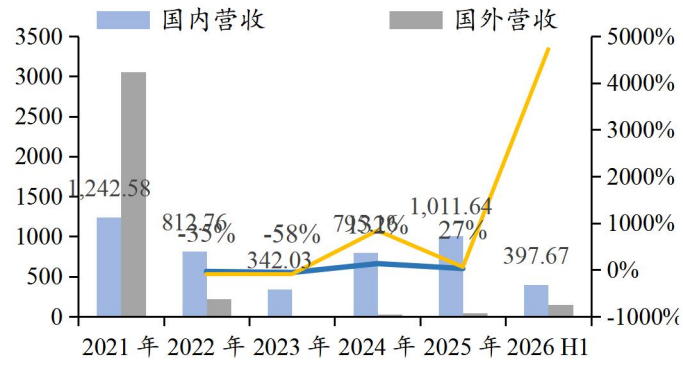


资料来源：IFind，华安证券研究所

公司 2021 年至 2026 年 H1，公司境内外收入与毛利率经历“新冠疫苗高基数扰动—回归常规—再度放量”的完整周期，呈现国内稳健修复、海外重启放量、毛

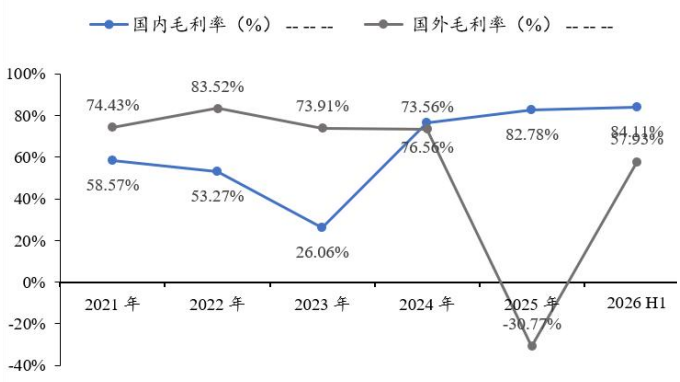
利率中枢整体抬升的态势。收入端，国内营收自 2023 年 3.42 亿元低点连续回升，2024 年同比+132%、2025 年+27%至 10.12 亿元，2026 年 H1 达 3.97 亿元；国外营收在 2021 年约 30 亿元出口高基数回落后，于 2024 年起重新放量，2026 年 H1 达 1.52 亿元。2026 上半年，公司国内毛利率达 84.11%，国外毛利率回升至 57.93%。

图表 9 2021 年-2026H1 公司国内外收入（单位：百万元，%）



资料来源：IFind，华安证券研究所

图表 10 2021 年-2026H1 公司国内外毛利率



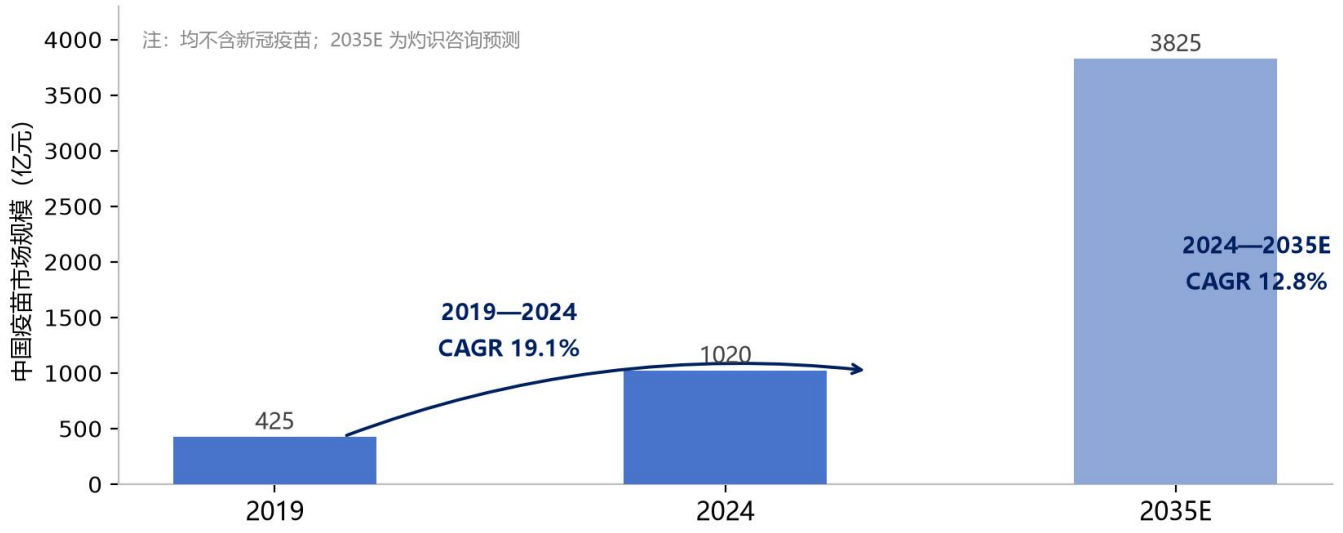
资料来源：IFind，华安证券研究所

2 疫苗行业：总量承压下的结构性机会

2.1 中国疫苗市场千亿规模，增速显著高于全球

据灼识咨询，**中国疫苗市场（不含新冠疫苗）由 2019 年的 425 亿元增至 2024 年的 1,020 亿元，CAGR 达 19.1%**，预计 2035 年达到 3,825 亿元（2024—2035ECAGR12.8%）；同期全球疫苗市场（不含新冠疫苗）由 529 亿美元增至 738 亿美元（CAGR6.9%），2035 年预计达 1,495 亿美元，中国市场的增速接近全球的三倍。

图表 11 中国疫苗市场规模及预测（不含新冠疫苗）



资料来源：灼识咨询、公司 2025 年年报，华安证券研究所

与全球市场由辉瑞、GSK、赛诺菲、默沙东四巨头主导不同，中国疫苗市场呈"免疫规划疫苗保基本、非免疫规划疫苗看创新"的双层结构。国际巨头的疫苗业务体量可见一斑：2025 年辉瑞 Prevnar 肺炎疫苗系列收入 64.9 亿美元，GSK 疫苗业务收入 91.6 亿英镑（其中带状疱疹疫苗 Shingrix35.6 亿英镑），赛诺菲疫苗业务 79.4 亿欧元，默沙东疫苗业务 101.7 亿美元（其中 Gardasil 因中国区去库存同比-39%）。国际巨头在华表现的波动，既反映了国内自费疫苗市场对价格与供给的高度敏感，也预示着具备"升级替代+出海"能力的本土企业将获得结构性机会。

图表 12 全球主要疫苗企业 2025 年疫苗业务概览

企业	疫苗业务收入	旗舰品种	在华表现
默沙东	101.7 亿美元	Gardasil（HPV9）、ProQuad 等	Gardasil 中国区去库存，同比-39%
GSK	91.6 亿英镑	Shingrix（带状疱疹）、脑膜炎系列	Shingrix 全球+8%，中国由智飞独家代理
赛诺菲	79.4 亿欧元	潘太欣（五联苗）、Beyfortus	五联苗为国内唯一供应，长期紧缺
辉瑞	Prevnar 系列 64.9 亿美元	沛儿 13/Vaxneuvance	PCV13 在华批签发 23 批（2025）

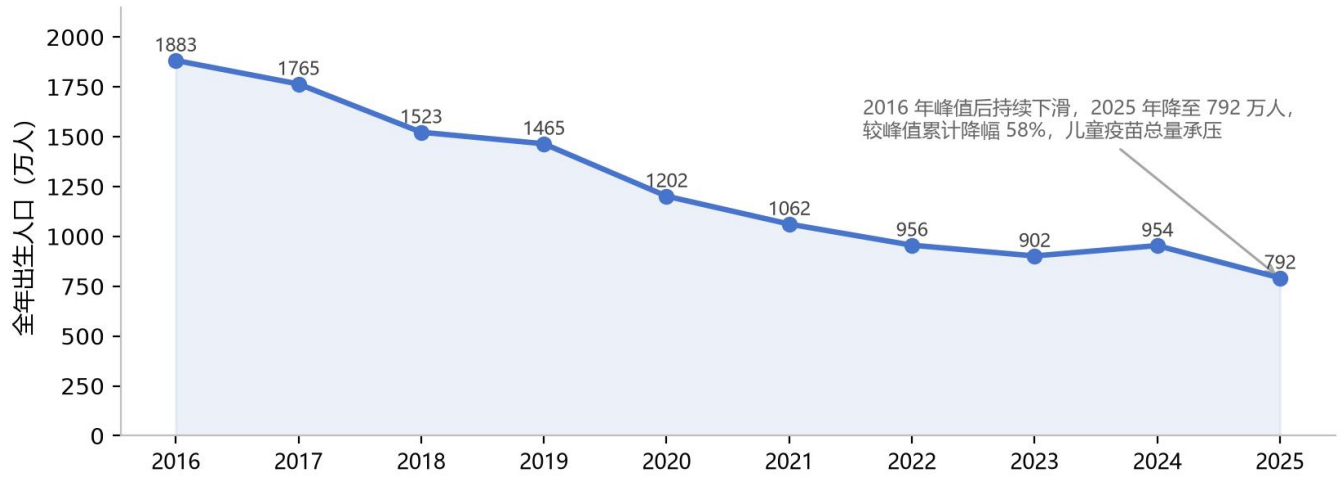
资料来源：各公司 2025 年年报、东方财富财富号《2025 年疫苗年度批签发数据汇总（2026.01）》（PCV13 在华批签发、五联苗供应格局，据中检院官网公示数据整理），华安证券研究所

总量层面，2025 年全国疫苗批签发 3,872 批次（同比-11%）、约 5.3 亿剂，自 2021 年（6,393 批）以来逐年回落，反映行业整体承压；但结构上，多价结合疫苗、多联疫苗与成人疫苗的占比持续提升，**"总量收缩、结构升级"是理解当前中国疫苗行业的钥匙**。

2.2 需求端：新生儿下行与成人化、多联多价升级形成对冲

需求端最大的β逆风是新生儿数量：全年出生人口由 2016 年的 1,883 万人降至 2025 年的 792 万人，累计降幅约 58%。儿童疫苗的"量"逻辑长期承压，纯儿童二类苗的天花板不断下移，这是全行业必须面对的现实。

图表 13 中国年度出生人口（2016—2025）



资料来源：国家统计局历年统计公报及七普修订数据，华安证券研究所

但三股对冲力量正在重塑需求结构。**其一，接种人群成人化**：0—6 岁人群占疫苗接种量的比重由 2020 年的 64.6%降至 2024 年的 43.7%，成人占比由 18.3%升至 27.9%，预计 2030 年成人疫苗占比将达 40%；我国 60 岁以上人口已达 3.10 亿（占总人口 22.0%），带状疱疹、肺炎、流感、破伤风等成人疫苗的渗透率仍处极低水平。**其二，多联多价与剂型升级**：单苗向多联（五联苗）、单价向多价（MCV4 替代 MPSV4、PCV13/24 替代 23 价多糖）、肌注向黏膜免疫（吸入剂型）的升级，

使"单人次价值量"提升成为对冲"接种人份下滑"的核心变量。**其三，出海**（详见第四章），将中国产能与全球供给缺口对接。从人均维度看，我国人均疫苗支出仍显著低于欧美日发达国家，叠加惠民接种政策与支付能力改善，二类苗的长期渗透空间依然可观。

2.3 供给端：监管与批签发构筑高壁垒，格局天然向头部集中

疫苗是监管强度最高的药品品类之一。2019 年《疫苗管理法》确立了上市许可持有人主体责任、全程电子追溯与批签发制度——**每一批疫苗均须经中检院（或授权口岸检验机构）批签发检验合格后方可上市**，任何质量事件都可能造成停产乃至出局。研发端，创新疫苗从抗原设计到获批通常需要 8—10 年以上（公司曼海欣自立项至获批历时约 10 年，优佩欣 PCV13i 亦逾 10 年），临床多以保护效力为终点，投入与失败风险显著高于一般药品；产能与质量体系（GMP/PIC/SGMP/WHOPQ 认证）构成第二重壁垒。高监管、长周期、重资产三重门槛，决定了疫苗行业"玩家少、格局稳"，**创新者的先发优势可以维持较长时间**——这正是评估康希诺 MCV4 独占期价值的前提。

批签发数据同样印证"头部集中"：2025 年 MCV4 全部 31 批来自康希诺一家；PCV13 的 82 批由沃森、辉瑞、民海、康希诺四家包揽；五联苗 68 批全部来自赛诺菲。**大品种的供给高度集中于少数通过技术与质量验证的厂商**，后来者即便拿到注册证，也需要经历产能认证、批签发与渠道准入的漫长爬坡——这既是对先发者窗口期的保护，也是新进入者必须支付的沉没成本。

2.4 政策：免疫规划扩容、价格治理与出海三线并行

政策是行业最大的外生变量，近两年的主线可概括为三句话：**免疫规划扩容打开"量"的空间，集采与价格治理压制"价"的中枢，出口与预认证打开"海外"的市场**。

图表 14 中国疫苗行业重点政策与事件一览（2024—2026）

时间	政策/事件	核心内容与影响
2019.06	《疫苗管理法》实施	确立批签发、全程追溯、上市许可持有人责任制度，行业准入门槛抬升
2025.11	二价 HPV 疫苗纳入国家免疫规划	成为免疫规划第 15 种疫苗；统一采购限价 27.5 元/支，最终采购 922 万支、2.54 亿元
2024—2025	地方惠民接种政策扩围	多个省市试点流感、肺炎、HPV 疫苗免费或补贴接种，成人疫苗"量"的逻辑增强
2025—2026	二类苗价格治理趋严	流感疫苗政府采购低至 5.5 元/支；带状疱疹疫苗部分省份挂网价降至 500 元以内；行业协会倡议"严禁低于成本价竞标"
2025.11	CDE《多联疫苗临床试验技术指导原则》	为多联苗研发提供统一技术标准，利好组分百白破、五联苗等升级品种
2025	中国疫苗出口高增	出口 85 个国家和地区、金额 3.24 亿美元（+52.6%），出海成为行业共识
2026.09	工信部等十部门《医药工业发展"十五五"规划》	提出 2030 年规上医药工业营收超 3.5 万亿元、创新产品收入年均增速不低于 20%

资料来源：国家卫健委、CDE、国家疾控局、中国医药保健品进出口商会、工信部（中国政府网 2026-09-18 规划发布稿）、万泰生物公告、公司公告及行业媒体报道（网易·深蓝观、每日经济新闻、重庆日报等），华安证券研究所

价格治理对"存量同质化品种"的杀伤远大于"创新升级品种"。二价 HPV 集采价 27.5 元/支（较 2022 年市场价跌逾九成）、流感疫苗 5.5 元/支的极端案例，均发生在供给过剩、产品同质的红海品种上；而**多价结合疫苗、组分百白破等"供给侧升级"品种目前仍以自费市场为主，尚未纳入集采范围**。对康希诺而言，公司核心

品种（MCV4、PCV13i、组分百白破）均为创新二类苗，短期内不在价格治理的直接射程内；但长期看，省级联盟采购与免疫规划扩容的边界仍需持续跟踪。

3 核心品种：曼海欣领跑，新品群梯次放量

3.1 流脑疫苗：结合苗替代确定，曼海欣独享 MCV4 红利

流行性脑脊髓膜炎（流脑）由脑膜炎奈瑟菌感染引起，经呼吸道传播，起病急、进展快，**病死率约 10%，幸存者中 10%—20%遗留永久性神经系统后遗症**。我国历史上以 A 群流行为主，近年 C 群、Y 群、W135 群检出率上升，菌群漂移使"仅覆盖 A 群或 A+C 群"的传统免疫方案出现保护缺口，覆盖 A、C、Y、W135 四种血清型的四价结合疫苗（MCV4）成为明确的升级方向。2025 年全国流脑报告发病数较 2024 年上升 41%、较 2023 年上升 93%，发病年龄呈"0—4 岁与 10—19 岁双峰"分布，疾控层面的免疫需求重新显性化。

从技术路线看，多糖疫苗（MPSV）不产生免疫记忆、对 2 岁以下婴幼儿保护有限；**结合疫苗（MCV）将荚膜多糖与载体蛋白（CRM197 等）偶联，可诱导 T 细胞依赖的免疫应答**，自 3 月龄起即可接种并产生免疫记忆——这也是全球将脑膜炎结合疫苗纳入婴幼儿免疫规划的共同选择。我国免疫规划内的流脑疫苗仍以 A 群多糖、A+C 多糖为主，结合苗（MCV2、MCV4）均为自费二类苗，**"多糖→结合"的替代逻辑与当年 Hib 结合苗、肺炎结合苗的路径一致，确定性强**。

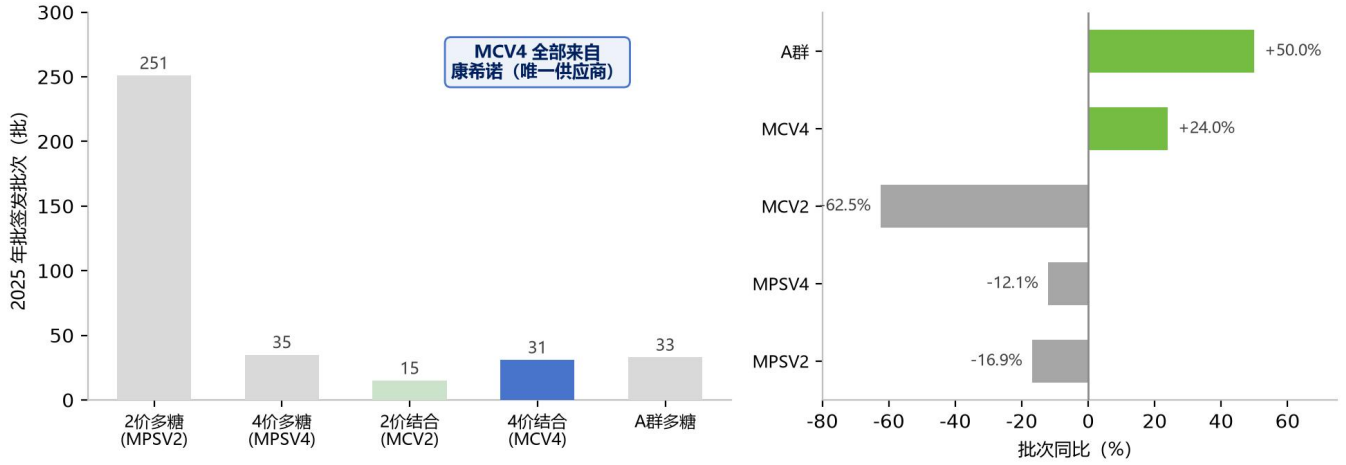
图表 15 国内已上市流脑疫苗技术路线对比

类型	覆盖血清型	免疫机制	适用月龄	代表产品
A 群多糖（MPSV-A）	A	T 细胞非依赖，无免疫记忆	6 月龄起	免疫规划内使用
2 价多糖（MPSV2）	A、C	同上	2 岁起	沃森、兰州所、智飞等
4 价多糖（MPSV4）	A、C、Y、W135	同上，小月龄保护有限	2 岁起（部分 3 岁起）	智飞、沃森、艾美
2 价结合（MCV2）	A、C	T 细胞依赖，有免疫记忆	3 月龄起	康希诺美奈喜、罗益、沃森等
4 价结合（MCV4）	A、C、Y、W135	同上，覆盖菌群最全	3 月龄起	康希诺曼海欣（独家）

资料来源：各产品说明书（NMPA 批准）、康希诺生物 2025 年年报、《国家免疫规划疫苗儿童免疫程序及说明（2021 年版）》（国家卫健委），华安证券研究所

批签发数据清晰刻画了这一替代趋势：2025 年国内流脑疫苗批签发合计 365 批（-14.9%），其中 2 价多糖 251 批（-16.9%）、4 价多糖 35 批（-12.1%）、2 价结合 15 批（-62.5%）、A 群多糖 33 批（+50%），而 **MCV4 达 31 批（+24.0%），且全部来自康希诺**——公司是目前国内唯一拥有 MCV4 批签发的厂商，处于事实上的独占期。在流脑疫苗总盘子收缩的背景下，MCV4 是唯一正增长的子品类，替代弹性充分显现。

图表 16 2025 年国内流脑疫苗批签发结构及同比变化



资料来源：中检院、观研天下，华安证券研究所

曼海欣于 2021 年 12 月获批，为**国内首个、亦是亚洲首个四价流脑结合疫苗**，与美奈喜（MCV2）共同构成公司流脑产品线。2025 年流脑产品合计收入 9.68 亿元（+21.9%），占主营收入的 91.3%，是公司绝对的现金牛。公司已建立完整的商业运营中心，产品准入覆盖全国主要省市，并通过学术推广持续提升流脑结合疫苗的家长认知与渗透率。

扩龄是曼海欣未来三年最确定的成长曲线。产品获批时适用人群为 3 月龄—3 周岁（47 月龄）：2026 年 2 月获批扩至 3 月龄—6 周岁（83 月龄）；2026 年 7 月，扩至 3 月龄—17 周岁的补充申请获国家药监局受理；18—59 岁扩龄临床研究已取得临床总结报告、正在准备申报。若全部落地，曼海欣将成为国内适用人群最广的脑膜炎疫苗，青少年在校学生与成人加强市场（该人群传统上依赖多糖疫苗或完全空白）将被纳入射程。流行病学上，10—19 岁人群带菌率与发病回升支撑扩龄的临床价值。

竞争格局方面，国内 MCV4 管线正快速逼近：智飞绿竹的 MCV4 上市申请已进入审评序列（2025 年 5 月报产），沃森生物与兰州所处于 III 期完成阶段，康泰/民海、微超生物处 III 期，艾美疫苗处 II 期，科兴的五价（ACYW135X）结合疫苗已进入 I 期、为全球首批五价脑膜炎结合疫苗。先发的渠道网络、学术积累与"扩龄先发"策略（竞品尚未开展大年龄组临床）构成窗口期壁垒，后续的产品放量节奏与价格策略才是市场竞争的关键。

图表 17 国内 MCV4 及五价脑膜炎结合疫苗在研竞争格局

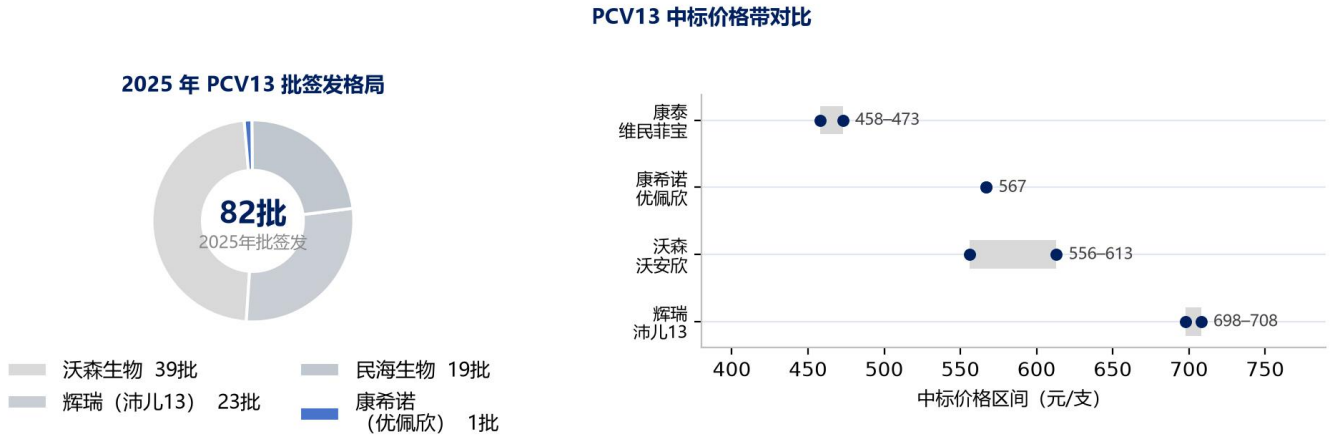
企业	产品	研发阶段	备注
康希诺	曼海欣（MCV4，CRM197）	已上市	国内唯一获批；扩龄至 17 岁申请已受理，18—59 岁临床完成
智飞绿竹	MCV4	上市申请审评中	2025 年 5 月报产
沃森生物	MCV4	III 期完成	—
兰州生物制品研究所	MCV4	III 期完成	—
康泰/民海生物	MCV4	III 期	—
微超生物	MCV4	III 期	—
艾美疫苗	MCV4	II 期	—
科兴中维	五价 ACYW135X 结合疫苗	I 期	全球首批五价脑膜炎结合疫苗

资料来源：NMPA、CDE、各公司公告及投资者关系答复、康希诺生物 2026 年中期报告、观研报告网《总量收缩与结构跃迁》（2026-02-28），华安证券研究所

3.2 肺炎疫苗：优佩欣首年破局，PCV24 前瞻卡位高价次

肺炎球菌感染是 5 岁以下儿童肺炎及侵袭性疾病（脑膜炎、菌血症）的首要病原体，肺炎球菌结合疫苗（PCV）是全球销售额最高的疫苗品类之一——辉瑞 Prevnar 系列 2025 年全球收入 64.9 亿美元。国内 PCV13 市场 2025 年批签发 82 批，其中沃森生物 39 批、辉瑞（沛儿 13）23 批、民海生物 19 批、康希诺 1 批（优佩欣下半年才完成首批发货）。国内 PCV 渗透率相较全球仍处低位，且尚无省级公费接种项目全面铺开，价格竞争烈度低于 HPV 等红海品种。

图表 18 2025 年国内 PCV13 批签发格局与中标价格带



资料来源：中检院、各省药品集中采购平台，华安证券研究所

优佩欣（PCV13i）于 2025 年 6 月获批，为**国内首款采用 CRM197 与破伤风类毒素（TT）双载体的 13 价肺炎结合疫苗**，中标价约 567 元/支，低于辉瑞（698—708 元）与沃森（556—613 元），具备一定价格竞争力。首年（2025 年）实现收入 2,073.5 万元，已准入近 30 个省市。我国 PCV13 儿童接种率的渗透率仍有较大提升空间，考虑首年以准入与渠道铺设为主、母婴终端认知仍在建立期，**2026—2027 年是优佩欣从"准入"走向"放量"的关键窗口**，其放量斜率将直接影响公司第二增长曲线的成色。

中长期看，肺炎疫苗的竞争正在向高价次迁移：智飞 15 价已申报上市、26 价在澳洲进入 I 期；沃森、艾美、万泰的 20 价获批临床；瑞宙 24 价处 II 期。公司**PCV24（CRM197/TT 双载体）于 2026 年 1 月获临床批准、5 月完成首例入组**，为国内进度最快的 24 价在研品种之一；同时，公司 PBPV（重组肺炎球菌蛋白疫苗）以各血清型共有的保守蛋白为抗原，理论上血清型覆盖率不低于 98%、可覆盖高价次产品难以涵盖的非疫苗血清型，Ia/Ib 期初步结果积极，是"绕开血清型军备竞赛"的差异化路线。

图表 19 国内高价次肺炎结合疫苗在研竞赛（部分）

企业	产品	阶段	进展时间
康希诺	PCV24（CRM197/TT）	I/II 期	2026.01 获临床、2026.05 首例入组
智飞绿竹	PCV15	上市申请	已报产；26 价在澳大利亚 I 期
沃森生物	PCV20	获批临床	—
艾美疫苗	PCV20	获批临床	另有 24 价在研
万泰生物	PCV20	I—II 期	—
瑞宙生物	PCV24	II 期	—

资料来源：各公司公告、CDE 受理公示、北京经济技术开发区官网、网易·疫苗快报（2025-04-18）、腾讯新闻（2024-03）、新浪新闻（2025-06）整理，华安证券研究所

3.3 百白破疫苗：盼康欣填补国产组分空白，Td5cp 抢跑成人市场

百日咳近年显著"重现"：**2024 年我国百日咳报告病例超过 47 万例，为近十年最高**，其背后是免疫规划内百白破疫苗（DTaP）仅在 18 月龄前完成基础免疫、此后缺乏加强剂型的结构性空白，青少年与成人成为传染源并向婴儿反向传播。全球经验表明，提升组分纯度（从无细胞粗提向"明确组分定量"升级）并在青少年/成人阶段建立加强免疫，是控制百日咳再现的核心路径。

公司在这条路线上形成了"婴幼儿+成人"的双卡位：**盼康欣（婴幼儿三组分 DT3cP）于 2026 年 4 月获批，为国内首个组分百白破疫苗**，2026 年 8 月完成首批批签发、已准入多个省市；**青少年及成人用五组分 Td5cp 于 2026 年 5 月纳入优先审评、8 月上市申请获受理**，若获批将成为国内首款成人组分百白破疫苗。国内在研竞品中，民海生物的成人组分百白破 2026 年 4 月才获批临床、智飞绿竹 2025 年 11 月获批临床，**公司领先同行约 3—5 年**，成人市场的先发卡位价值显著。

此外，联合疫苗是单人次价值量提升的方向。国内五联苗（DTaP-IPV-Hib）目前仅赛诺菲潘太欣一款产品供应，2025 年批签发 68 批，全程接种费用约 2,500—3,200 元，长期处于供给紧张状态。公司 **DT3cP-Hib-MCV4 五联苗于 2025 年 12 月启动 I 期、2026H1 完成受试者入组**，若临床推进顺利，有望以"组分百白破+Hib+MCV4"的国产五联组合切入这一供给单一的高价市场，并与曼海欣形成品种协同。

成人市场的空间可以参照海外经验：美国 ACIP 已将成人百白破（Tdap/Td）加强纳入常规免疫推荐（每 10 年一次，孕妇每次妊娠均需接种），由此支撑了稳定的复购需求；国内成人疫苗市场尚处"从 0 到 1"阶段，百白破、肺炎、带状疱疹、流感等成人品种的渗透率均不足 5%。随着《"十五五"规划》对创新药械的支持、地方惠民政策扩围以及公众认知提升，成人市场有望成为继儿童市场之后疫苗行业的第二增长极，而组分百白破正是这一进程中确定性较高的赛道——**需求真实存在（百日咳重现）、供给完全空白（无国产成人组分苗）、公司先发 3—5 年**。

3.4 mRNA 治疗性疫苗：尚处早期的平台期权

公司自研 **ISL-3C-LNP 三组分可离子化甾醇脂质递送系统**，并以此为基础布局 mRNA 预防与治疗双方向：预防端包括 CS-2606mRNA 多价流感疫苗（临床前，与马来西亚 NIBM 合作）；治疗端聚焦实体瘤。按公司披露口径：**胶质母细胞瘤（GBM）mRNA 治疗性疫苗处于 IIT（研究者发起临床）获批前阶段；横纹肌肉瘤 mRNA 疫苗已获批 IIT；宫颈癌方向处早期布局；另布局 InVivoCAR 方向**。ISL-3C-LNP 平台已对外授权磐如生物用于前列腺癌 mRNA 疫苗（PRBT001）开发，2026H1 确认相关授权收入 100 万元；2026 年 8 月 25 日，公司子公司与德普世生物（AI 新抗原发现平台）签署战略合作框架协议，共同开发针对消化道实体瘤及罕见肿瘤的个体化 mRNA 治疗型肿瘤疫苗，覆盖全球市场。

行业坐标方面，默沙东/Moderna 合作的个体化新抗原疗法 intismeranautogene 于 2026 年 8 月宣布 III 期临床达到主要终点，成为**全球首个 III 期阳性的 mRNA 癌症治疗产品**，验证了 mRNA 肿瘤免疫方向的技术可行性，也带动了资本市场对国内 mRNA 平台企业的关注度。

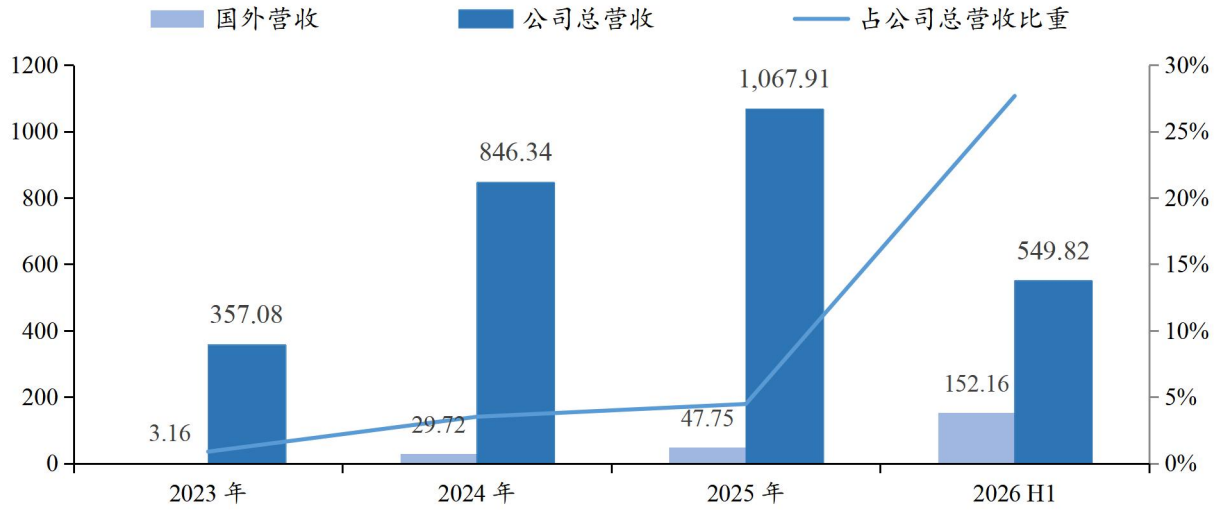
但必须强调：公司上述管线尚无 IND、无注册临床，当前收入贡献可忽略，我们未将其纳入任何盈利预期。该方向应理解为公司 mRNA 平台能力的"期权"——GBM、横纹肌肉瘤等"冷肿瘤/罕见瘤"适应症具备潜在的单臂 II 期附条件申报路径，一旦早期临床出现积极信号，期权的价值弹性大；反之，若数据不佳或推进缓慢，对基本面无实质影响。投资者宜以"平台能力验证"而非"业绩预测"的视角看待。

4 国际化：从产品出海到技术出海

4.1 2026H1 海外收入同比+4724%，占比升至 27.7%

国际化是公司 2026 年最大的边际变化。2023—2025 年，公司境外收入规模尚小，**2026H1 境外收入跃升至 1.52 亿元（同比+4,724%）、占营业收入比重 27.7%**，创历史新高。结构上由三部分构成：①成品疫苗出口（MCV4 等对印尼、阿根廷等市场）；②**中间品供应与技术转移**——向印尼合作方供应 PCV13i 中间品、由其在当地完成配制分装，实现"本地化生产换市场"；③CDMO 服务，2026H1 技术转移及 CDMO 收入 5,334 万元（上年同期为 0）。

图表 20 公司 2023—2026H1 境外收入（单位：百万元，%）



资料来源：公司年报、2026 年半年度报告，华安证券研究所

"中间品+技术转移"模式的战略价值高于单纯的成品出口：其一，中间品出口的毛利与现金流特征更优，且规避了目标国终端注册周期与关税壁垒；其二，本地化分装帮助目标国建立本土产能，契合新兴市场政府的产业诉求，是赛诺菲、GSK 等国际巨头在新兴市场的通行打法，粘性强、可复制；其三，技术转移与 CDMO 收入不依赖终端招投标，为公司提供了与疫苗销售周期弱相关的第二现金流。

4.2 注册、清真、本地化、PQ：四条路径渐进打通

公司出海遵循"注册准入→文化适配→本地化生产→国际认证"的四步走路径，2024 年以来密集落地：

图表 21 公司国际化进展时间轴（2022—2026）

时间	里程碑	意义
2022	马来西亚本地灌装线获当地 GMP 认证	东南亚本地化生产起点
2024.12	曼海欣获印度尼西亚 BPOM 注册证书	MCV4 首个海外注册，全球战略标志性成果
2025.02	MCV4 获印尼 LPPOMMUI 清真认证	打开全球互认的穆斯林市场（印尼、中东、北非）
2025.09	首批疫苗出口印尼发运	注册转化为收入
2025.11	吸入用结核病加强疫苗在印尼启动 I 期	创新品种携临床出海
2026.03	天津基地通过马来西亚 NPRAPIC/SGMP 检查	产线获国际高标准互认，出海通行证
2026.06	MCV4 获阿根廷 ANMAT 注册证书	进入南美高端监管市场
2026.07	与巴基斯坦伙伴就 PCV13 达成合作意向	南亚市场落地推进
进行中	沙特 SPIMACO 合作、巴西 Butantan 合作备忘录	中东北非、拉美本地化布局

资料来源：公司公告、公司 2025 年年报及 2026 年半年度报告，华安证券研究所

目标市场方面，公司聚焦东南亚、中东、北非、南美等人口基数大、扩免需求强、支付能力改善中的新兴市场，并逐步向欧洲等规范市场渗透。**WHO 预认证（PQ）目前仍处于前期准备与筹划阶段**，若未来通过，将打开 Gavi/UNICEF 国际采购通道，为脊灰疫苗、PCV 等品种带来量级跃升的潜在空间。

4.3 中国疫苗出海的窗口期已至

行业层面，2025 年中国疫苗出口至 85 个国家和地区、金额 3.24 亿美元（+52.6%），出口景气度处于历史高位。全球疫苗供给呈"四巨头主导高端、新兴市场长期缺口"的结构，联合国采购体系（Gavi/UNICEF）对脑膜炎、肺炎、脊灰等基础品种的需求长期存在；叠加"一带一路"卫生合作与本地化生产诉求，**具备 PIC/SGMP 产能、多剂型平台与国际化团队的中国疫苗企业正处在出海的窗口期**。康希诺的差异化禀赋在于：上亿剂的产能弹性、清真认证对穆斯林市场的适配、吸入剂型与热稳定技术的差异化、以及创始团队自带的国际疫苗产业人脉——公司已向巴基斯坦、墨西哥、马来西亚等国完成新冠疫苗灌装产线的技术转移，具备成体系的"交钥匙"能力。

节奏上，我们预计公司出海将呈现"注册先行—订单兑现—本地化沉淀"的三段式特征：注册证与 GMP 认证是前置投入，签发后 6—12 个月内转化为订单与收入，本地化产线落地后形成持续性供应关系。当前公司正处于"注册红利集中兑现"的阶段，2026H1 的收入跃升更多反映的是 2024—2025 年注册工作的累计成果；随着印尼、阿根廷、巴基斯坦、沙特等市场渐次进入订单期，海外收入有望从"脉冲式"转向"平台式"增长。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与估值分析

关键假设：

疫苗销售为公司核心收入业务，目前四价脑膜炎结合疫苗“曼海欣”仍处于快速放量期，作为国内独家 MCV4 产品，渗透率尚低、竞争格局良好，叠加适龄人群扩龄及接种意识提升，预计持续贡献主要增量；其次，产品管线进入收获期，青少年/成人适应症拓展及 DTcP 组合疫苗等新品种获批上市，打开第二增长曲线；此外，海外市场（巴基斯坦、东南亚等）出口授权与本地化合作逐步兑现；因此我们预计公司 2026 年存量大单品放量+新品催化驱动，增速达 20%，后续收入增速递减。

图表 22 康希诺收入拆分预测

单位：百万元	2023年	2024年	2025年	2026E	2027E	2028E
营业收入	**357.08**	**846.34**	**1,067.91**	**1298.78**	**1533.25**	**1777.03**
yoy	-65%	137%	26%	22%	18%	16%
营业成本	259.36	204.50	240.16	293.25	331.83	369.24
毛利	97.72	641.84	827.75	1005.54	1201.42	1407.79
毛利率	27%	76%	78%	77%	78%	79%
疫苗产品销售						
营业收入	**345.18**	**800.34**	**1,011.15**	**1213.38**	**1431.79**	**1646.55**
yoy	-67%	132%	26%	20%	18%	15%
营业成本	253.72	179.12	173.92	266.94	300.67	329.31
毛利	91.46	621.23	837.22	946.43	1131.11	1317.24
毛利率	26.50%	77.62%	82.80%	78%	79%	80%
其他业务						
营业收入	**11.90**	**21.45**	**8.51**	**6.81**	**7.15**	**7.87**
yoy	235%	80%	-60%	-20%	5%	10%

资料来源：ifind，华安证券研究所

5.2 投资逻辑与建议

平台型创新疫苗企业

康希诺生物是国内稀缺的平台型创新疫苗企业：五大技术平台支撑 8 款商业化产品与十余项在研管线，覆盖脑膜炎、肺炎、百白破、新冠与埃博拉等疾病领域。2025 年公司实现扭亏为盈（归母净利润 2,787 万元），2026H1 收入 5.50 亿元（+43.8%）、归母净亏损收窄至 72 万元，其中 Q2 单季归母净利润 3,970 万元，商业化拐点确立。

曼海欣是公司顶流支柱，新品上市进入收获期

曼海欣（MCV4）独享替代红利。公司为国内首个且目前唯一获批四价流脑结合疫苗的企业，2025 年流脑产品收入 9.68 亿元（+21.9%）、占主营收入 91.3%；2025 年 MCV4 批签发 31 批（+24%）且全部来自公司。2026 年 2 月适用年龄扩至 6 周岁、7 月扩龄至 17 周岁申请获受理、18—59 岁扩龄临床已完成总结报告，人群扩容路径清晰。

新品群进入收获期。优佩欣（PCV13i，2025.06 获批，国内首款双载体）、盼康欣（组分百白破 DT3cP，2026.04 获批，国产首个）、泰特欣（吸附破伤风，2026.08 获批）梯次接续；青少年及成人 Td5cp 于 2026 年 8 月获上市申请受理，填补国内空白。

出海超预期，进一步拓展市场

出海为 2026 年最大超预期。2026H1 境外收入 1.52 亿元（+4,724%）、占比升至 27.7%；印尼注册与清真认证、马来西亚 PIC/SGMP、阿根廷注册、巴基斯坦合作意向相继落地，"成品出口+中间品/技术转移+CDMO"三段式出海模式初步成形。

mRNA 治疗性疫苗为远期平台期权。ISL-3C-LNP 递送系统已对外授权并联合德普世生物布局个体化肿瘤疫苗。

投资建议

我们看好公司新品上市以及海外拓展，预计公司 2026-2028 年营业收入将分别达到 12.99/15.33/17.77 亿元，同比增长分别为 21.6%/18.1%/15.9%，归母净利润分别为 0.34/0.75/1.44 亿元，同比增长 22.8%/119.0%/92.6%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

新生儿下行与接种意愿波动风险。2025 年出生人口 792 万人，若持续下行叠加居民自费接种意愿波动，儿童二类苗的整体天花板将继续下移。

竞争加剧风险。智飞 MCV4 已报产、沃森/兰州所 III 期完成，公司 MCV4 独占期预计于 2027 年前后结束；PCV 高价次、组分百白破均有多个竞品快速跟进，若竞品率先获批或发起价格竞争，将影响公司放量节奏。

研发失败或进度不及预期风险。mRNA 治疗性疫苗、重组脊灰疫苗、吸入用结核疫苗、带状疱疹疫苗等均处早期阶段，存在临床失败、数据不及预期或注册进度延后的风险；其中 mRNA 肿瘤疫苗尚无 IND，本文亦未将其纳入任何盈利预期。

国际化不及预期风险。海外注册周期、地缘政治、单一市场（印尼）依赖度较高；WHO 预认证尚未落地，若推进不及预期，国际采购通道的远期空间将延后。

增值税口径调整影响。2026 年起国内疫苗销售增值税由 3%简易征收改为 13%一般计税，对表观收入与毛利率产生一次性口径冲击，若同类税收政策进一步调整，业绩可比性将继续受扰。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3839**	**3771**	**4083**	**4541**
现金	1329	1237	1354	1531
应收账款	783	1042	1177	1395
其他应收款	5	11	10	13
预付账款	33	52	52	61
存货	348	416	475	526
其他流动资产	1341	1015	1015	1015
非流动资产	**3339**	**3458**	**3288**	**3119**
长期投资	9	9	9	9
固定资产	1576	1424	1272	1120
无形资产	189	164	139	114
其他非流动资产	1565	1861	1869	1876
资产总计	**7178**	**7229**	**7371**	**7659**
流动负债	**1045**	**1091**	**1158**	**1302**
短期借款	73	73	73	73
应付账款	50	76	78	91
其他流动负债	921	942	1007	1138
非流动负债	**1179**	**1167**	**1167**	**1167**
长期借款	957	957	957	957
其他非流动负债	222	210	210	210
负债合计	**2224**	**2258**	**2325**	**2468**
少数股东权益	0	0	0	0
股本	247	247	247	247
资本公积	5165	5165	5165	5165
留存收益	-459	-441	-366	-221
归属母公司股东权益	4954	4972	5047	5191
负债和股东权益	**7178**	**7229**	**7371**	**7659**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**91**	**145**	**154**	**183**
净利润	28	34	75	144
折旧摊销	177	180	180	180
财务费用	39	50	50	50
投资损失	-34	-19	-23	-53
营运资金变动	-151	-106	-127	-137
其他经营现金流	211	147	202	281
投资活动现金流	**352**	**40**	**13**	**44**
资本支出	-243	-5	-10	-10
长期投资	196	0	0	0
其他投资现金流	400	45	23	53
筹资活动现金流	**-767**	**-262**	**-50**	**-50**
短期借款	-304	0	0	0
长期借款	-142	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1411	0	0	0
其他筹资现金流	1090	-262	-50	-50
现金净增加额	**-337**	**-93**	**117**	**177**

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1068**	**1299**	**1533**	**1777**
营业成本	240	293	332	369
营业税金及附加	15	18	21	25
销售费用	417	513	583	657
管理费用	158	195	230	267
财务费用	23	24	25	23
资产减值损失	-30	0	0	0
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	34	19	23	53
营业利润	**24**	**39**	**86**	**166**
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	**22**	**39**	**86**	**166**
所得税	-6	5	11	22
净利润	**28**	**34**	**75**	**144**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**28**	**34**	**75**	**144**
EBITDA	191.38	242.56	291.26	368.77
EPS（元）	0.11	0.14	0.30	0.58

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	26.2%	21.6%	18.1%	15.9%
营业利润	106.4%	64.1%	119.4%	92.8%
归属于母公司净利润	107.4%	22.8%	119.0%	92.6%
获利能力				
毛利率（%）	77.5%	77.4%	78.4%	79.2%
净利率（%）	2.6%	2.6%	4.9%	8.1%
ROE（%）	0.6%	0.7%	1.5%	2.8%
ROIC（%）	0.3%	0.9%	1.6%	2.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	31.0%	31.2%	31.5%	32.2%
净负债比率（%）	44.9%	45.4%	46.1%	47.6%
流动比率	3.67	3.46	3.53	3.49
速动比率	2.97	3.00	3.05	3.02
营运能力				
总资产周转率	0.14	0.18	0.21	0.24
应收账款周转率	1.40	1.42	1.38	1.38
应付账款周转率	4.25	4.65	4.33	4.39
每股指标（元）				
每股收益	0.11	0.14	0.30	0.58
每股经营现金流(摊薄)	0.37	0.59	0.62	0.74
每股净资产	20.05	20.12	20.43	21.01
估值比率				
P/E	571.36	421.45	192.40	99.87
P/B	3.13	2.90	2.86	2.78
EV/EBITDA	80.91	58.87	48.62	37.93

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。

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。