

# 整合研究報告

涵蓋原有收入、股價大升原因、默沙東合作、其他管線、財報、估值與股價情景。

資料截止 2026年10月2日。價格基準：10月1日收盤 188.94 美元，市值約 754 億美元。優先來源為公司 10-K、10-Q、財報新聞稿、股東信與 Analyst Day。非投資建議。

| 問題       | 短答                                                     |
|----------|--------------------------------------------------------|
| 原有收入     | 幾乎全是新冠疫苗。2025 年產品淨銷售 18.18 億，其中新冠 18.10 億，RSV 僅 0.08 億 |
| 股價為何大升   | 不是疫苗銷售回來，而是 8月19日癌症疫苗三期達標，市場提前買腫瘤期權                    |
| 與 MRK 合作 | intismeran 加 Keytruda，2022 年起成本與利潤全球五五分                |
| 其他藥物     | 流感已獲批；組合苗歐盟已授權；諾如病毒三期受挫；罕見病兩支；自有腫瘤苗仍早期                 |
| 股價路徑     | 10月24日 ESMO 風險比決定方向。現價已反映較好結果                          |

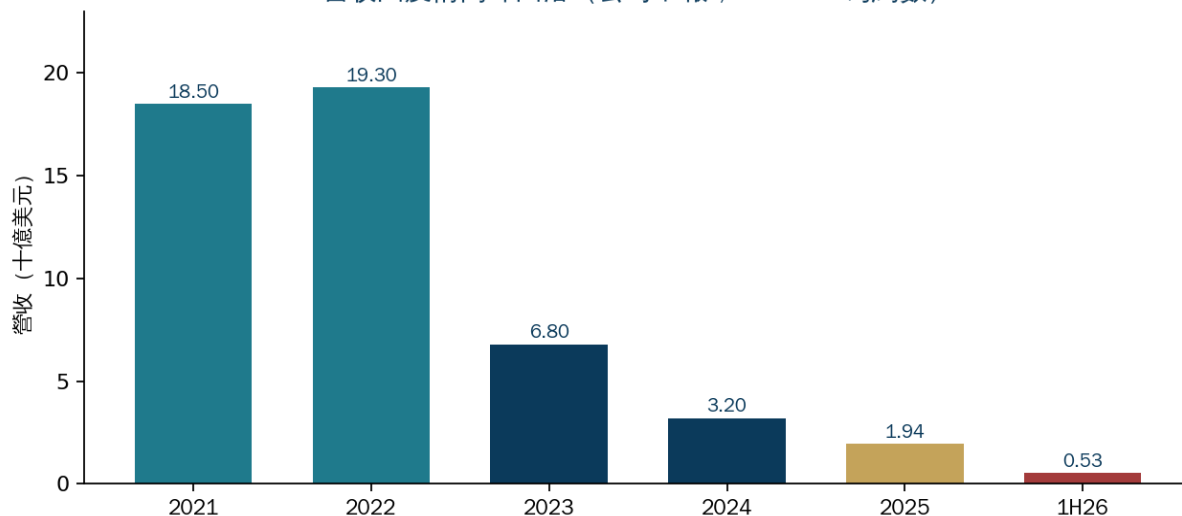
## 1. 原有收入來源

疫情高峰的收入幾乎全部是新冠疫苗 Spikevax。2021–2022 年營收約 185–193 億美元，來自政府採購和全球接種。需求正常化後，2025 年總營收降至約 19.4 億美元，淨虧損 28.22 億美元。

| 2025 產品淨銷售              | 金額                    | 說明                     |
|-------------------------|-----------------------|------------------------|
| 新冠 Spikevax + mNEXSPIKE | 18.10 億               | 占產品銷售約 99.6%           |
| RSV mRESVIA             | 0.08 億                | 2024 年開始賣，商業份額可忽略      |
| 合計產品淨銷售                 | 18.18 億               | 毛銷售 33.04 億，折讓 14.86 億 |
| 美國 / 歐洲 / 其他            | 11.65 / 0.50 / 6.03 億 | 歐洲仍受競爭合同制約             |

2026 年上半年總營收 5.34 億美元，高於 2025 年上半年 2.50 億，主因英國等長期政府協議，不是美國零售復甦。Q2 營收 1.45 億，其中產品銷售 0.94 億、其他收入 0.51 億。公司重申 2026 年營收最多增 10%，且不含流感與組合苗。

營收由疫情高峰回落（公司申報；2021-22為約數）



圖：營收由疫情高峰回落。2021–2022 為約數，其餘為公司申報。

## 2. 股價為何大升

10月1日收盤 188.94 美元，52 週區間 22.28–208.90 美元，一年約漲 626%。企業價值約 698 億，EV/營收約 31 倍。這個倍數買的不是當季疫苗。

直接催化是 2026年8月19日：默沙東與 Moderna 宣布 intismeran 加 Keytruda 在黑色素瘤輔助治療三期 INTERpath-001 達到無復發存活和遠端轉移無病存活。這是個人化 mRNA 腫瘤療法第一個陽性三期。消息當日股價大幅跳升。加分項還有 8月5日 FDA 批准流感疫苗 mFLUSIVA，以及費用下修、年末現金指引上修至 47–52 億。

尚未公開的是三期風險比。公司只說統計達標、臨床上有意義，沒有 HR、信賴區間和事件數。二期復發或死亡風險降約 49% (HR 0.51)，不能自動外推。完整數據排在 10月24日 ESMO。9月30日 Citigroup 因估值降至賣出、目標 80 美元。賣方目標價多數低於市價。

## 3. 與默沙東合作：條款與前景

產品是 intismeran autogene (V940、mRNA-4157)。按每個病人腫瘤做出最多 34 個個人化新抗原，加上 Keytruda，用在已經切乾淨但仍易復發的病人。比的是組合對 Keytruda 單藥。

| 項目            | 公司披露                                           |
|---------------|------------------------------------------------|
| 2016 年        | 默沙東付 2 億美元入場，Moderna 負責早期研發和一期、二期              |
| 2022 年 9–10 月 | 默沙東行使選擇權，再付 2.5 億美元                            |
| 現在的經濟條款       | 全球開發與商業化成本、利潤、虧損原則上五五分，不是權利金                   |
| 2025 年帳       | 扣除默沙東報銷後，Moderna 仍確認合作淨費用 4.07 億美元             |
| 三期            | 1,137 人，IIb–IV 期已切除皮膚黑色素瘤；RFS 與 DMFS 達標；總存活未成熟 |
| 二期依據          | 復發或死亡 HR 0.51；遠端轉移或死亡 HR 0.41；2026年6月有五年數據     |
| 其他試驗          | INTERpath 共九項二期／三期，含肺癌、膀胱癌、腎癌                  |

前景要分開看。科學上最難的一關已過，但是幅度未知。商業上個人化生產週期長、成本高，公司自己說要先縮短週轉才放量。黑色素瘤是敲門磚，肺癌才是金額更大的適應症，但肺癌還沒有同等三期結果。有賣方在達標後把 2035 年銷售看到約 168 億美元、利潤五五分，這是情景不是公司指引。

對默沙東，這是 Keytruda 專利到期前的差異化，失敗傷不到主業。對 Moderna，這是一半利潤的腫瘤期權，製造複雜度在自己這邊；失敗則股價裡最大一塊會縮水。2028 年前不要指望這項合作填滿虧損。

## 4. 其他藥物與管線

| 狀態    | 項目                                   | 含義                                             |
|-------|--------------------------------------|------------------------------------------------|
| 已獲批   | Spikevax、mNEXSPIKE、mRESVIA、mFLU SIVA | 第五個產品是 8月5日的 mRNA 流感疫苗，指引假設 2026 年零收入          |
| 歐盟已授權 | 流感+新冠組合苗 mRNA-1083                   | 美國原先申請撤回，重交時間未定                                |
| 三期達標  | intismeran + Keytruda                | 與默沙東五五分，HR 未公布                                 |
| 三期受挫  | 諾如病毒 mRNA-1403                       | 中期未達提前成功，加收隊列，時間後移                             |
| 早期腫瘤  | mRNA-4359                            | 非個人化，一期／二期，一線黑色素瘤與肺癌                           |
| 罕見病   | mRNA-3927 丙酸血症                       | 註冊研究已入組；Recordati 商業化，首付 0.5 億，里程碑最多 1.1 億加權利金 |
| 罕見病   | mRNA-3705 甲基丙二酸血症                    | FDA START，註冊研究預計 2026 年啟動                      |
| 已停止推進 | 先天性 CMV、HSV、帶狀皰疹、GSD1a               | CMV 只留骨髓移植二期                                   |

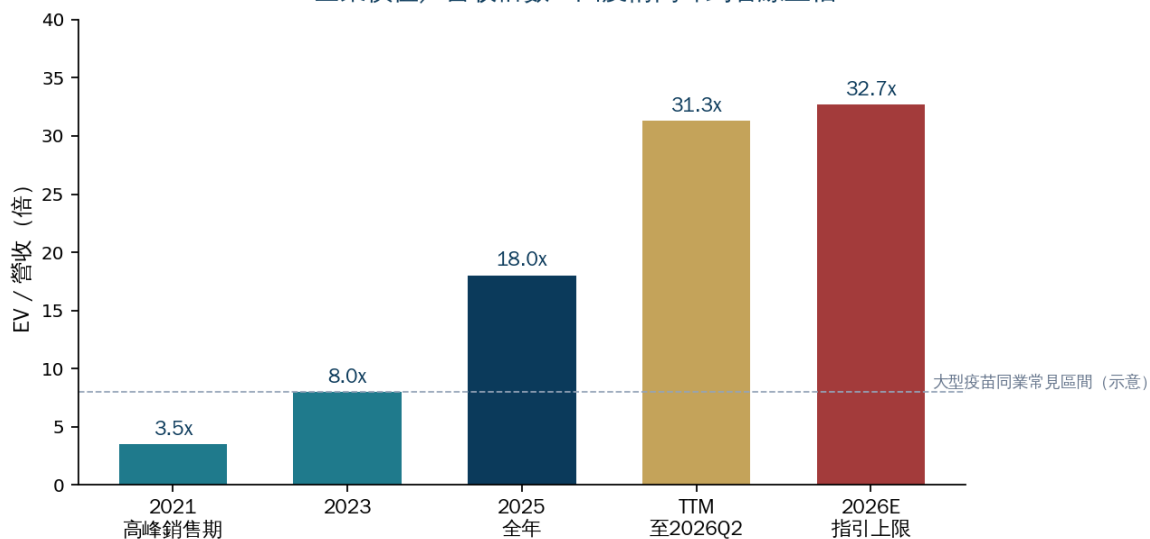
離收入最近的是流感和組合苗。離估值最近的仍是默沙東癌症疫苗。罕見病病人少，撐不起現在市值。諾如病毒是另一個走到三期、但又遇到挫折的傳染病項目。

## 5. 財報、紅旗與估值

| 指標        | 2026Q2         | 2025Q2         | 讀法                       |
|-----------|----------------|----------------|--------------------------|
| 總營收       | 1.45 億         | 1.42 億         | 淡季持平                     |
| 產品銷售      | 0.94 億         | 1.14 億         | 新冠交付下降                   |
| 其他收入      | 0.51 億         | 0.28 億         | 協議收入，質量不同                |
| 淨虧損 / EPS | 7.82 億 / -1.97 | 8.25 億 / -2.13 | 仍深度虧損                    |
| 現金及投資     | 6月30日 69 億     | 2025末 81 億     | 7月另付和解 9.5 億；年末看 47–52 億 |

紅旗綜合 6.5/10：收入幾乎全是新冠、毛銷到淨銷折讓深、訴訟與 LNP 專利、三期無風險比、現金單向消耗、估值透支。不是造假型紅旗。P/E 與 EV/EBITDA 不適用。Debt/Equity 0.19。

Moderna 企業價值／營收倍數：由疫情高峰到管線重估



圖：EV/營收倍數。TTM 約 31 倍。2021 與 2023 為量級對照。

示意 DCF (3.99 億股，淨現金取 47 億，不是目標價)：熊市約 9 美元，基準約 29 美元，牛市約 85 美元。市價 189 美元要求比「2030 年 120 億營收、25% 自由現金流」更激進的峰值。

## 6. 管理層與股東

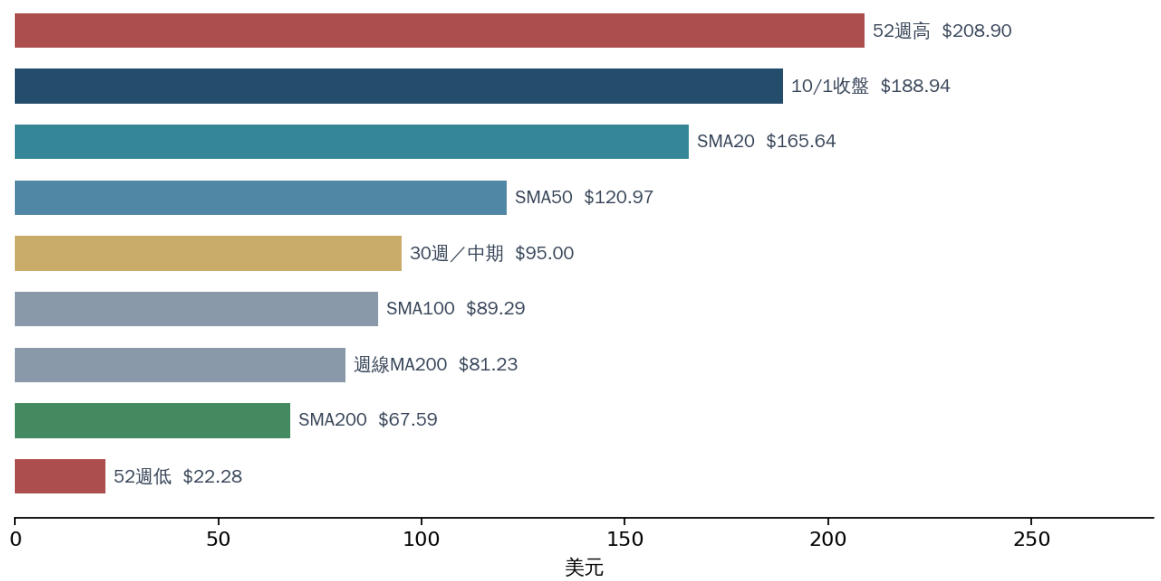
CEO 紀錄 4/5，CFO、指引、透明度、資本配置各 3/5。創辦團隊持股厚，但歸屬股持續賣出，不是清倉。機構至 2026年6月30日約 81%，季增；FMR 約 13%。無回購、無股息。

## 7. 股價未來路徑

不能給可靠點位。方向由 10月24日 ESMO 的風險比決定，不是由疫苗業績慢慢推上去。技術仍是多頭，但位置很高：價格在 20 日線 165.64、50 日線 120.97、200 日線 67.59 之上。

| 情景 | 條件                     | 可能走勢                           |
|----|------------------------|--------------------------------|
| 延續 | HR 接近 0.5，絕對獲益清楚，停藥率不高 | 再試 209 美元一帶，並把 2027 年申報提前計入    |
| 回吐 | 只是勉強達標，或獲益月數很短         | 第一段看 50 日線約 121 美元，不必等到 200 日線 |
| 重估 | 數據被認為不能申報              | 由腫瘤平台退回疫苗殘值，波動大於普通財報           |

MRNA 價格相對均線（2026-10-01 收盤）



圖：10月1日價格相對均線。30 週線為估計位置。一目均衡表無官方雲值，只按均線推論在雲上。

## 8. 催化劑

| 時間      | 事件          | 要看什麼                  |
|---------|-------------|-----------------------|
| 10月24日  | ESMO 三期數據   | HR、信賴區間、絕對獲益月數、停藥率    |
| 11月5日前後 | Q3 財報（市場日曆） | 下半年收入是否 55% 在第三季      |
| 未來 3 個月 | 流感首季供貨      | 真實需求還是渠道庫存            |
| 6–12 個月 | 腫瘤申報窗口      | 有沒有 BLA 時間，而不只是繼續追總存活 |
| 12 個月   | LNP 專利與融資   | 10月1日政府授權抗辯已被駁回；可轉債條款 |
| 2028    | 現金打平目標      | 公司自己的戰略節點，不是單日催化      |

來源：Moderna 2025 年 10-K 產品銷售附註與默沙東合作附註；2026年7月31日 Q2 新聞稿與 10-Q；2026年8月5日 mFLUSIVA 批准稿；2026年8月19日 INTERpath-001 頂線結果；2025年11月 Analyst Day。股價與均線為 2026-10-01 市場數據。賣方目標價為公開彙總，不是各家報研原文。  
免責：研究整理，不是投資建議。DCF 為教學情境。三期風險比公司尚未公布，報告不自行填補。