

康乐卫士 (833575.BJ)

2025 年 02 月 22 日

九价 HPV 疫苗印尼首次揭盲, 设立济南康乐推进产业化

——北交所信息更新

投资评级: 增持 (维持)

日期	2025/2/21
当前股价(元)	18.30
一年最高最低(元)	25.98/14.72
总市值(亿元)	51.41
流通市值(亿元)	34.39
总股本(亿股)	2.81
流通股本(亿股)	1.88
近 3 个月换手率(%)	68.67

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● 九价 HPV 疫苗印尼 III 期临床首次揭盲, 看好 HPV 疫苗商业化市场

2025 年 1 月 6 日, 公司自主研发的重组九价人乳头瘤病毒 (6/11/16/18/31/33/45/52/58 型) 疫苗 (大肠埃希菌) 在印尼开展的 III 期临床试验完成了主要研究终点的首次揭盲分析, 公司已收到数据和安全监管委员会 (The Data and Safety Monitoring Board) 出具的首次揭盲分析建议书。另外公司发布 2024 年业绩预告归母净利润-38,635.33~-31,610.72 万元, 同比下滑 28.40%~5.05%。截至 2024 年 12 月 31 日, 公司尚无疫苗产品上市销售, 公司尚未盈利。结合公司业绩预告, 我们略微下调 2024-2025 年并维持 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为-3.61/-2.18/0.81 (原-2.36/-2.13/0.81) 亿元, 对应 EPS 分别为-1.28/-0.78/0.29 元/股, 以 DCF 计算公司合理价值为 92 亿元, 看好公司 HPV 疫苗商业化后市场较广阔, 业绩潜力较大, 维持“增持”评级。

● 九价 HPV 安全性符合预期, 达试验免疫原性终点

公司九价 HPV 疫苗印尼 III 期临床试验采用随机、盲法和阳性对照设计, 共招募入组 1,260 例受试者, 共设置 14 次访视, 分别在首针免疫前、首针免疫后第 7 个月、12 个月、18 个月和 24 个月采集血液, 进行免疫原性检测。建议书指出, 基于对已有安全性和免疫原性数据以及研究质量的审查, 研究疫苗的安全性符合预期, 试验免疫原性终点已达到, 可继续按照现行方案推进研究。

● 设立济南康乐卫士, 积极推进公司在研产品后续研发及产业化

2025 年 1 月, 根据公司战略布局和业务发展的需要, 康乐卫士拟在山东济南设立全资子公司康乐卫士 (济南) 生物制药有限公司, 更好地利用当地资源, 推进公司在研产品后续研发及产业化, 进一步扩大业务规模, 增强公司综合竞争力。2024 年, 昆明康乐收到云南省药品监督管理局颁发的《药品生产许可证》; 设立印尼子公司, 用于在印尼投资建设 HPV 疫苗制剂生产基地。公司已在国内开展九价 HPV 疫苗 (女) III 期临床效力试验、九价 HPV 疫苗 (男) III 期临床效力试验。

● 风险提示: 研发不确定性风险、商业化前景不及预期的风险、产品结构单一的风险

北交所研究团队

相关研究报告

《三价 HPV 疫苗提交 BLA 在即, 九价商业化潜力广阔—北交所首次覆盖报告》-2024.12.4

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2	2	1	42	502
YOY(%)	591.7	-6.4	-27.0	3115.4	1099.8
归母净利润(百万元)	-293	-301	-361	-218	81
YOY(%)	22.9	-2.8	-19.9	39.5	137.1
毛利率(%)	97.4	95.6	98.0	90.3	90.0
净利率(%)	-15406.4	-16908.2	-27747.3	-521.8	16.2
ROE(%)	-31.3	-33.2	-66.0	-66.5	19.8
EPS(摊薄/元)	-1.04	-1.07	-1.28	-0.78	0.29
P/E(倍)	-17.6	-17.1	-14.3	-23.6	63.5
P/B(倍)	5.5	5.7	9.4	15.7	12.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	735	169	168	226	261
现金	665	140	117	138	100
应收票据及应收账款	1	0	0	0	0
其他应收款	1	1	1	8	42
预付账款	55	11	41	52	73
存货	5	8	1	20	36
其他流动资产	8	9	9	9	9
非流动资产	648	1285	1070	1100	1126
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	48	135	253	344	388
无形资产	35	237	269	322	378
其他非流动资产	565	913	548	434	359
资产总计	1383	1454	1238	1326	1386
流动负债	352	500	661	971	955
短期借款	56	24	475	0	590
应付票据及应付账款	47	92	0	162	71
其他流动负债	249	384	185	809	294
非流动负债	97	47	31	27	22
长期借款	86	30	14	9	4
其他非流动负债	11	18	18	18	18
负债合计	449	547	692	998	977
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	134	281	281	281	281
资本公积	1833	1957	1957	1957	1957
留存收益	-1029	-1330	-1691	-1909	-1828
归属母公司股东权益	934	907	546	328	409
负债和股东权益	1383	1454	1238	1326	1386

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-310	-180	-651	564	-579
净利润	-293	-301	-361	-218	81
折旧摊销	8	15	18	29	37
财务费用	-20	-4	6	7	-17
投资损失	0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-43	93	-312	756	-659
其他经营现金流	38	18	-1	-9	-21
投资活动现金流	-350	-443	199	-57	-62
资本支出	350	443	-197	58	63
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	2	2	1
筹资活动现金流	116	98	-46	-12	12
短期借款	56	-32	451	-475	590
长期借款	69	-57	-16	-5	-5
普通股增加	0	147	0	0	0
资本公积增加	9	124	0	0	0
其他筹资现金流	-18	-84	-481	468	-573
现金净增加额	-544	-525	-498	496	-628

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2	2	1	42	502
营业成本	0	0	0	4	50
营业税金及附加	1	1	1	17	201
营业费用	0	0	0	0	9
管理费用	78	82	71	42	35
研发费用	237	236	286	201	150
财务费用	-20	-4	6	7	-17
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	14	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	-293	-300	-360	-218	95
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	-293	-301	-361	-218	95
所得税	0	0	0	0	14
净利润	-293	-301	-361	-218	81
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-293	-301	-361	-218	81
EBITDA	-309	-290	-337	-184	140
EPS(元)	-1.04	-1.07	-1.28	-0.78	0.29

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	591.7	-6.4	-27.0	3115.4	1099.8
营业利润(%)	22.8	-2.5	-20.1	39.6	143.8
归属于母公司净利润(%)	22.9	-2.8	-19.9	39.5	137.1
获利能力					
毛利率(%)	97.4	95.6	98.0	90.3	90.0
净利率(%)	-15406.4	-16908.2	-27747.3	-521.8	16.2
ROE(%)	-31.3	-33.2	-66.0	-66.5	19.8
ROIC(%)	-27.5	-31.2	-33.7	-60.1	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.5	37.6	55.9	75.3	70.5
净负债比率(%)	-48.0	-7.7	71.1	-34.1	125.0
流动比率	2.1	0.3	0.3	0.2	0.3
速动比率	1.9	0.3	0.2	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
应收账款周转率	3.7	3.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.04	-1.07	-1.28	-0.78	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.10	-0.64	-2.32	2.01	-2.06
每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.23	1.94	1.17	1.46
估值比率					
P/E	-17.6	-17.1	-14.3	-23.6	63.5
P/B	5.5	5.7	9.4	15.7	12.6
EV/EBITDA	-15.2	-17.5	-16.4	-27.3	40.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn