

2025 年 03 月 07 日

康乐卫士 (833575)

——国内九价 HPV 疫苗取得关键进展,三价 HPV 疫苗报产在即

报告原因: 有信息公开需要点评

增持 (维持)

市场数据: 2025 年 03 月 06 日

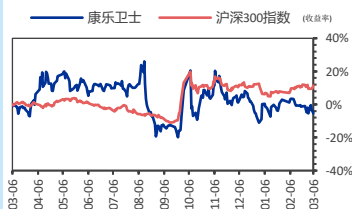
收盘价 (元)	17.50
一年内最高/最低 (元)	25.98/14.72
市净率	7.7
股息率% (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	3,288
上证指数/深证成指	3,381.10/10,898.75

注: “股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	2.26
资产负债率%	58.24
总股本/流通 A 股 (百万)	281/188
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818x
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **事件:** 近日, 公司发布公告: 自主研发的九价 HPV 疫苗 (女性适应症) 国内 III 期保护效力临床试验的独立数据监查委员会 (IDMC) 完成首次分析揭盲、主要效力指标和安全性评估。IDMC 出具的建议书指出, 该试验的有效性结果满足方案预设的首次分析统计准则。
- **公司九价 HPV 疫苗争取以 PI12 为临床终点, 如顺利, 预计 25H2 提交 BLA。** 本次揭盲公告显示, 九价 HPV 疫苗 III 期临床试验已累积到方案设定的首次分析节点要求的 PI12 终点事件数。根据 CDE 于 23 年 7 月发布的《人乳头瘤病毒疫苗临床试验技术指导原则 (试行)》, 公司九价 HPV 疫苗有望作为三价 HPV 疫苗的迭代产品以 PI12 申报上市。公司将积极与药监部门沟通, 争取基于 PI12 终点数据提交 BLA, 如顺利, 我们预计将在 25H2 完成申报。
- **国内 HPV 疫苗接种率低, 但接种意愿不低, 高价次国产疫苗供给及政府采购活动有助于提高接种率。** 根据 CDC 在 24 年 5 月发布的研究文章, 截至 2022 年末, 中国 9-45 岁女性首剂累计覆盖率为 10.15%, 全程累计覆盖率为 6.21%, 9-14 岁女孩首剂接种率为 4.00%。根据昆山杜克大学疫苗交付研究创新实验室援引一项 2019 年开展的涵盖了 21 个城市和农村地区的横断面调查数据, 在受访的 15-59 岁女性人群中, HPV 疫苗的接种意愿达到 78%。我们认为价格或是造成目前 HPV 疫苗接种率瓶颈的一大原因。
- **公司三价 HPV 疫苗报产在即, 上市后提供现金流入, 保障公司正常生产经营。** 公司已向 CDE 提交三价 HPV 疫苗 Pre-BLA 沟通交流会议申请, 我们预计 25H1 提交 BLA。公司三价 HPV 疫苗瞄准政府采购市场和自费市场中价格敏感型女性群体。
- **公司九价 HPV 疫苗 (女性) 进度靠前, 以高性价比抢占存量市场。** 万泰生物九价 HPV 疫苗于 24 年 8 月提交 BLA, 相较于其他处于临床阶段的国产九价 HPV 候选疫苗, 公司产品进度靠前。国产疫苗通常通过低价策略提高产品可及性, 公司九价产品会在参考同类国产竞品基础上进行定价和调整。
- **投资分析意见: 维持公司“增持”评级。** 根据业绩快报数据, 我们上调 24 年盈利预测, 预计公司 25、26 年将适当收缩研发范围, 我们上调 25 及 26 年盈利预测。预计公司 24E-26E 归母净利润分别-3.52/-4.11/1.50 亿元 (原值为-3.79/-4.37/1.21 亿元)。我们维持对公司三款核心疫苗产品达峰年份和销售峰值的预测, 给予 3 倍 PS, 对应公司合理市值为 135 亿元。截至 2025 年 3 月 6 日收盘, 公司总市值为 49 亿元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 九价 HPV 疫苗仍需完成相关评估且符合监管要求后作为迭代疫苗申报, 评估周期和结果存在不确定性; HPV 疫苗产品销售不及预期; 公司持续亏损的风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2	1	1	2	687
同比增长率 (%)	-6.4	-61.4	-50.2	88.1	41,121.0
归母净利润 (百万元)	-301	-275	-352	-411	150
同比增长率 (%)	-	-	-	-	-
每股收益 (元/股)	-1.10	-0.99	-1.25	-1.46	0.53
毛利率 (%)	95.6	95.7	96.4	96.5	90.0
ROE (%)	-33.2	-43.3	-63.3	-284.5	51.0
市盈率	-16		-14	-12	33

注: “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2	2	1	2	687
其中: 营业收入	2	2	1	2	687
减: 营业成本	0	0	0	0	69
减: 税金及附加	1	1	0	1	3
主营业务利润	1	1	1	1	615
减: 销售费用	0	0	0	0	0
减: 管理费用	78	82	94	101	100
减: 研发费用	237	236	250	289	322
减: 财务费用	-20	-4	8	22	25
经营性利润	-294	-313	-351	-411	168
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	1	14	0	0	0
营业利润	-293	-300	-352	-411	167
加: 营业外净收入	0	-1	0	0	0
利润总额	-293	-301	-352	-411	167
减: 所得税	0	0	0	0	17
净利润	-293	-301	-352	-411	150
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-293	-301	-352	-411	150

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。