

拟与阿斯利康设立合资公司， 国际化战略取得重要进展

核心观点

3月21日，公司发布公告，拟与阿斯利康聚焦疫苗建立深度战略合作伙伴关系，并设立合资公司作为在中国开发创新疫苗的平台，面向中国和新兴市场供应疫苗。本次与阿斯利康的合作符合公司国际化发展战略，有助于公司引入国际领先的疫苗研发技术，增强自身创新能力。未来产品实现销售，将为公司业绩增长带来新增量。公司可借助阿斯利康的全球销售网络，推动自有疫苗产品拓宽海外市场，推动全球化业务发展。

事件

公司拟与阿斯利康建立深度战略合作，设立合资公司

3月21日，公司发布公告，与阿斯利康投资（中国）有限公司、北京经济技术开发区管理委员会签署《经济发展合作协议》《条款清单》，拟与阿斯利康聚焦疫苗建立深度战略合作伙伴关系，并在北京经济技术开发区设立合资公司。

简评

聚焦创新疫苗研发生产，国际化发展战略取得重要进展

根据协议内容，公司与阿斯利康拟合作设立的合资公司作为在中国开发创新疫苗的平台，面向中国市场和新兴市场供应疫苗。合资公司注册资本预计为3.45亿人民币（折合5000万美元），公司与阿斯利康分别持有50%的股权。合资公司将成为阿斯利康

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,157.40	3,477.44	2,627.29	2,819.66	3,267.03
YoY(%)	-13.55	10.14	-24.45	7.32	15.87
净利润(百万元)	-132.71	861.30	224.09	232.76	403.27
YoY(%)	-110.50	749.02	-73.98	3.87	73.26
毛利率(%)	84.17	84.54	83.73	84.06	84.29
净利率(%)	-4.20	24.77	8.53	8.25	12.34
ROE(%)	-1.48	9.03	2.31	2.35	3.96
EPS(摊薄/元)	-0.12	0.77	0.20	0.21	0.36
P/E(倍)	-134.24	20.68	79.50	76.54	44.18
P/B(倍)	2.10	1.97	1.94	1.90	1.84

资料来源：iFinD，中信建投证券

康泰生物(300601.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025年03月27日

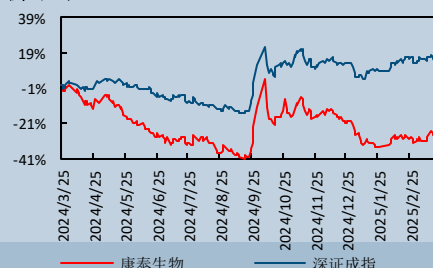
当前股价：15.95元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
0.38/0.65	-10.14/-10.70	-29.67/-40.24
12月最高/最低价(元)		23.00/13.08
总股本(万股)		111,692.77
流通A股(万股)		88,139.07
总市值(亿元)		178.15
流通市值(亿元)		140.58
近3月日均成交量(万)		1246.34
主要股东		
杜伟民		25.50%

股价表现



在中国首个且唯一的疫苗生产基地，未来将开展全球创新疫苗（预计包括阿斯利康的呼吸道合胞病毒（RSV）和人偏肺病毒（hMPV）的在研组合疫苗（IVX-A12）及其他创新产品）在中国地区的开发注册、本地化生产和商业化；后续开发管线将优先考虑阿斯利康、康泰生物的疫苗管线。

本次合作符合公司战略，助力创新能力提升和全球业务发展。公司与阿斯利康自 2020 年以来在疫苗领域开展多次合作，本次对外投资设立合资公司事宜，符合公司国际化发展战略。此次合作主要聚焦在创新疫苗领域，公司可通过与阿斯利康合作引入国际领先的疫苗研发技术，增强自身创新能力，深化公司疫苗领域的战略布局；未来若引入疫苗管线开发成功，有望为公司业绩增长带来新增量。此外，合资公司预计将向中国以外的新兴市场供应疫苗，公司可借助阿斯利康的全球销售网络，推动自有疫苗产品（如 PCV13 等）拓宽海外市场，提升海外收入占比，推动公司全球化业务发展。

根据协议内容，该项目投资总额预计为约 4 亿美元（约合 27.6 亿人民币），项目计划于 2030 年 12 月 31 日前投入使用。截至 24Q3 末，公司货币资金、交易性金融资产及其他流动资产合计 20.65 亿元，加上后续经营净现金流补充，预计本次投资对公司现金流造成的影响有限。

表 1: 公司近年来与阿斯利康的一系列合作

协议签署时间	协议名称	主要内容
2020 年 8 月	《约束性交易条款清单》及《许可协议》	公司引进阿斯利康与牛津大学在全球开发、生产和供应的腺病毒载体新型疫苗的研发技术，并在中华人民共和国（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾地区）内对许可产品进行研发、生产及商业化
2021 年 9 月	《许可协议第一修正案》	阿斯利康增加授权许可公司在巴基斯坦、印度尼西亚对许可产品进行商业化
2023 年 3 月	-	公司、阿斯利康和印度尼西亚 Combiphar 公司签署战略合作备忘录，就共同推动公司疫苗（包括新冠疫苗和其他疫苗）在印度尼西亚的本土化生产及商业化达成合作
2024 年 3 月	《战略合作备忘录》	公司全资子公司民海生物与大兴区政府、阿斯利康签署《战略合作备忘录》，各合作方将共同探索建立疫苗领域的长期战略合作。

资料来源：公司公告，中信建投证券

经营展望：人二倍体狂苗预计持续放量，期待在研管线及国际化业务进展

根据公司 2024 年度业绩预告，2024 年公司预计归母净利润 1.90 ~ 2.70 亿元，同比下降 77.94% ~ 68.65%；扣非归母净利润 2.05~2.90 亿元，同比下降 71.61% ~ 59.84%。业绩同比下降，主要由于 2024 年受市场竞争、降库存等因素影响，公司营业收入同比有所下降；叠加固定资产折旧费用增加、资产减值增加、2023 年股权激励计划终止实施加速行权等因素影响，致使利润端降幅较大。

预计 2025 年，随着渠道库存情况得到改善，人群预防接种意识提升，公司主营产品销售有望保持稳健；人二倍体狂苗预计保持放量节奏，为公司业绩增长提供新增量。公司在研管线丰富，四价流感疫苗、脊髓灰质炎疫苗处于上市申请阶段，多款在研疫苗管线处于临床 III 期，为公司长期发展奠定良好基础。公司持续推进全球战略，2024 年实现 PCV13 原液及成品对印尼出口，未来出口量有望进一步提升；与阿斯利康签署战略合作协议将进一步推动公司国际化业务进展，助力公司创新能力提升和全球业务发展。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 26.27 亿元、28.20 亿元和 32.67 亿元，2024 年同比下降 24.5%，2025~2026 年分别同比增长 7.3%和 15.9%。归母净利润分别为 2.24 亿元、2.33 亿元和 4.03 亿元，2024 年同比

下降 74.0%，2025~2026 年分别同比增长 3.9%和 73.3%，折合 EPS 分别为 0.20 元/股、0.21 元/股和 0.36 元/股，对应 PE 分别为 79.5X、76.5X 和 44.2X。综合考虑公司在研管线价值及国际化业务前景，维持买入评级。

风险分析

1、合作项目亏损风险：本合作项目投资决策是基于公司战略发展的需要及当前对行业市场前景的判断，如遇市场环境变化、行业政策调整、不可抗力等因素的影响，存在预期效益无法实现，甚至可能导致亏损的风险。

2、产品价格波动风险：已上市产品价格可能出现波动，若价格下降幅度较大，将影响公司收入及盈利预期，进而影响估值。

3、产品安全性风险：疫苗因具有特殊的生物特征，具有一定的安全性风险，若出现疫苗安全事件，不仅会导致企业本身经营生产受到不利影响，还可能引起疫苗行业波动。

4、行业政策变动的风险疫苗行业属于高度行政监管行业，从研发、生产、销售、流通等各个环节均受到严格监管。近年来，国家对疫苗行业的监管力度不断加强，对疫苗企业提出了更高的要求。在监管趋严的环境下，公司需适时调整经营策略以及时适应行业政策变化和监管要求，可能会对业绩造成一定影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk