中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评 生物制品

人二倍体狂苗持续放量，25Q1 业绩显著改善（更新）

康泰生物(300601.SZ)

核心观点

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，业绩符合预期。2024 年受市场竞争及渠道库存压力影响，叠加多重因素影响利润端，业绩短期承压。25Q1 由于新产品上市销售，叠加低基数，使得业绩同比显著改善。预计 2025 年，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。公司在研管线丰富，为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 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协议，将助力公司创新能力提升和全球业务发展。

事件

公司发布 2024 年年报，业绩符合预期

4 月 20 日，公司发布 2024 年年报，实现：1）营业收入 26.52 亿元，同比下降 23.75%；2）归母净利润 2.02 亿元，同比下降 76.59%；3）扣非归母净利润 2.46 亿元，同比下降 65.93%；4）基本每股收益 0.18 元/股。业绩符合预期。

公司 2024 年利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 0.9 元（含税），送红股 0 股（含税），每 10 股转增 0 股。

公司发布 2025 年第一季度报告，业绩符合预期

4 月 20 日，公司发布 2025 年第一季度报告，实现：1）营业收入 6.45 亿元，同比增长 42.85%；2）归母净利润 0.22 亿元，同比下降 58.51%；3）扣非归母净利润 0.17 亿元，同比增长 17.56%；4）基本每股收益 0.02 元/股。业绩符合预期。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,477.44	2,651.72	2,931.36	3,355.62	3,626.22
YoY(%)	10.14	-23.75	10.55	14.47	8.06
净利润(百万元)	861.30	201.65	205.80	392.30	534.94
YoY(%)	749.02	-76.59	2.06	90.62	36.36
毛利率(%)	84.54	82.00	80.91	81.67	82.11
净利率(%)	24.77	7.60	7.02	11.69	14.75
ROE(%)	9.03	2.09	2.09	3.84	5.00
EPS(摊薄/元)	0.77	0.18	0.18	0.35	0.48
P/E(倍)	18.45	78.82	77.23	40.51	29.71
P/B(倍)	1.76	1.74	1.70	1.64	1.56

资料来源：iFinD，中信建投证券

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 04 月 25 日

当前股价： 14.23 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
-13.65/-9.29	-5.70/-6.78	-30.42/-37.10

12 月最高/最低价（元）	23.00/13.08
总股本（万股）	111,692.79
流通 A 股（万股）	88,583.12
总市值（亿元）	158.94
流通市值（亿元）	126.05
近 3 月日均成交量（万）	1357.18
主要股东	
杜伟民	25.50%

股价表现

本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

简评

常规产品销售持续发力，国际化业务进展积极

2023 年第四季度，公司营业收入 6.34 亿元，同比下降 37.46%；归母净利润-1.49 亿元，同比下降 190.98%；扣非归母净利润-0.58 亿元，同比下降 146.69%。24Q4 及全年收入端同比下降，主要由于受市场竞争、降库存等因素影响，产品销量同比下降所致；利润端同比下滑，主要由于收入端下滑，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所致。25Q1 公司收入端及扣非净利润实现同比增长，主要由于人二倍体狂苗、水痘疫苗等新产品贡献业绩增量，叠加去年同期业绩低基数所致；归母净利润同比下降，主要由于政府补助等非经常性收益同比下降所致。

积极推动终端纯销，人二倍体狂苗成为业绩重要增量。从批签发来看，2024 年公司百白破-Hib 四联苗批签发 282.06 万支（+16.47%），PCV13 批签发 307.56 万支（+49.87%），乙肝疫苗批签发 1018.80 万支（+38.60%），23 价肺炎球菌多糖疫苗 136.91 万支（-10.60%），Hib 疫苗 127.52 万支（+171.20%），人二倍体狂苗 337.26 万支（+3262.51%），水痘减毒活疫苗 20.51 万支。2024 年，面临复杂的市场环境，公司积极加强终端销售，优化渠道库存，同时积极加强人二倍体狂苗、水痘减毒活疫苗的市场推广及招标准入工作。公司人二倍体狂苗 2024 年 4 月正式上市销售，全年实现收入 3.37 亿元，成为公司业绩的重要增量；水痘疫苗 2024 年 7 月上市销售，目前已完成国内 21 个省、自治区、直辖市的准入。

持续推进研发创新，布局创新技术平台。公司持续加强技术创新和新产品研发，2024 年研发投入 5.69 亿，占全年收入的 21.47%，近三年累计研发投入 21.05 亿，占近三年累计收入的 22.67%。研发管线方面，水痘减毒活疫苗于 2024 年 4 月获批上市，Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）申请生产注册获得受理并完成注册现场核查；四价流感病毒裂解疫苗（3 岁及以上人群）申请生产注册获得受理；另有多款产品管线处于临床试验阶段。公司注重疫苗新技术路径的应用研究和新技术平台的建立，包括 mRNA 技术、病毒载体技术、新佐剂技术等，以增强未来竞争实力，为公司发展提供重要保障。

表 1：公司在研项目及进展情况

药品名称	功能主治	当前进展情况
Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）	用于预防由脊髓灰质炎I型、II型和III型病毒感染导致的脊髓灰质炎	申请生产注册获得受理并完成注册现场核查
四价流感病毒裂解疫苗（3 岁及以上人群）	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感冒	申请生产注册获得受理
吸附破伤风疫苗	用于预防破伤风	已取得 I/III 期临床试验总结报告
ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	用于预防 A 群、C 群、Y 群及 W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎	已完成III期临床研究现场工作
甲型肝炎灭活疫苗	用于预防甲型肝炎	已完成III期临床研究现场工作
吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗	用于预防百日咳、白喉、破伤风	已完成 I 期临床，III 期临床准备中
重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	用于预防乙型肝炎	完成I期临床
口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）	用于预防感染轮状病毒导致的婴幼儿胃肠炎	处于I、II、III 期临床试验阶段
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	用于预防 20 种肺炎球菌血清型引起的感染性疾病	处于I、II期临床试验阶段

表 1：公司在研项目及进展情况

药品名称	功能主治	当前进展情况
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	用于预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌引起的侵入性感染	I期临床进行中
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗	用于预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎	I期临床进行中
麻腮风联合减毒活疫苗	用于预防麻疹、腮腺炎和风疹	I期临床进行中
四价肠道病毒灭活疫苗（Vero 细胞）	用于预防肠道病毒 EV-A71、CV-A6、CV-A10、CV-A16 感染所致的手足口病等传染病	I期临床进行中
四价流感病毒裂解疫苗（6-35 月龄人群）	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感冒	已取得临床试验批准通知书
四价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）（3 周岁及以上人群）	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感冒	已取得临床试验批准通知书
二价肠道病毒灭活疫苗（Vero 细胞）	用于预防肠道病毒 EV-A71、CV-A16 感染所致的手足口病等传染病	已取得临床试验批准通知书
60μg 重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（免疫调节剂）	用于治疗乙型肝炎	临床数据自查中

资料来源：公司公告，中信建投证券

国际化战略持续推进，与阿斯利康建立深度战略合作伙伴关系。公司持续推进海外业务拓展，目前已与海外十多个国家就 PCV13、PPSV23、水痘减毒活疫苗、四联苗等产品在海外市场的注册、推广、商业化销售、技术转移等方面达成合作协议。2024 年 8 月，首批 PCV13 成品顺利出口至印度尼西亚。2025 年 3 月，公司、北京经济技术开发区管委会、阿斯利康签署了《经济发展合作协议》及《条款清单》，拟与阿斯利康聚焦疫苗领域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，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。合资公司也将成为阿斯利康在中国首个且唯一的疫苗生产基地。

2024 年管理费用同比增长，25Q1 费用率同比下降

2024 年公司毛利率 82.00%（-2.54pp），同比下降主要由于部分毛利率较低的产品收入占比提升所致。全年公司销售费用 8.87 亿元（-27.95%），销售费用率 33.46%（-1.95pct）；管理费用 3.72 亿元（+35.06%），管理费用率 14.03%（+6.11pct）；研发费用 5.08 亿元（+1.47%），研发费用率 19.16%（+4.76pct）；财务费用 0.26 亿元（-1764.22%），财务费用率 0.98%（+1.02pp）。管理费用增长，主要由于固定资产折旧费用增加和股权激励加速行权所致。公司全年经营净现金流 6.03 亿元（-41.61%），主要由于销售回款及政府资助款减少所致。2024 年公司计提资产减值金额合计 2.32 亿元（+94.91%），主要由于存货计提存货跌价准备增加所致。

2025 年第一季度，公司毛利率 73.46%（-10.61pp），主要由于免疫规划疫苗销售收入占比提升所致。25Q1 公司销售费用 2.08 亿元（+30.22%），销售费用率 32.24%（-3.13pct）；管理费用 0.83 亿元（+13.48%），管理费用率 12.93%（-3.35pct）；研发费用 1.21 亿元（+12.10%），研发费用率 18.70%（-5.13pct）；财务费用 0.07 亿元（+52.54%），财务费用率 1.09%（+0.07pp）。收入增长较快，带动销售、管理及研发费用率同比下降。公司 25Q1 经营净现金流-0.46 亿元（-39.22%），主要由于销售回款增加所致。

2025 年展望：产品销售有望恢复增长，在研管线及国际化业务持续推进

公司是国内疫苗行业的龙头企业，拥有丰富的产品布局，2024 年受市场竞争及渠道库存压力影响，叠加多

重因素影响利润端，业绩短期承压。25Q1 由于新产品上市销售，叠加低基数，使得业绩同比显著改善。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，为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 对印尼出口，未来出口量有望进一步提升，助力业绩增长；与阿斯利康签署战略协议，将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 2025 ~ 2027 年营业收入分别为 29.31 亿元、33.56 亿元和 36.26 亿元，分别同比增长 10.6%、14.5%和 8.1%；归母净利润分别为 2.06 亿元、3.92 亿元和 5.35 亿元，分别同比增长 2.1%、90.6%和 36.4%，折合 EPS 分别为 0.18 元/股、0.35 元/股和 0.48 元/股，对应 PE 分别为 77.2X、40.5X 和 29.7X。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告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