

上海国资基金入主， 产业整合赋能启动

核心观点

公司控股股东、实控人及其一致行动人拟合计向万可欣生物转让所持有的公司 21.91%股份，以及剩余的 8.08%股份的表决权。本次公司控股权变更，标志着上海生物医药并购私募基金正式实现对疫苗领域的布局，有助于后续国内疫苗行业的资源整合，推动产业转型升级。并购基金背后的上实集团和其他产业资本深耕生物医药产业，实力雄厚，公司后续有望获得更多的战略资源支持和持续赋能。

事件

公司控股股东及一致行动人拟转让股份，控股股东将发生变更

7月20日，公司发布公告，公司控股股东、实控人王振滔及其一致行动人奥康集团、持股 5%以上股东康悦齐明与上海万可欣生物签订《股份转让协议》，以及王振滔与万可欣生物签订《表决权委托协议》。股份转让及表决权委托完成后，公司控股股东将变更为万可欣生物，公司实际控制人将变更为无实际控制人。

简评

公司获得强力战略资源支持，期待未来经营层面持续赋能

根据公告，公司控股股东、实际控制人王振滔及其一致行动人奥康集团、康悦齐明拟合计向万可欣生物转让所持有的公司 21.91%股份；王振滔将转让后持有的公司 8.08%股份的表决权委

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,577.40	1,431.88	1,413.78	1,465.71	1,494.16
YoY(%)	9.03	-9.23	-1.26	3.67	1.94
净利润(百万元)	509.22	398.65	419.52	448.69	467.81
YoY(%)	-14.86	-21.71	5.24	6.95	4.26
毛利率(%)	93.52	94.20	94.00	94.00	94.00
净利率(%)	32.28	27.84	29.67	30.61	31.31
ROE(%)	14.49	11.56	11.24	11.11	10.74
EPS(摊薄/元)	3.92	3.07	3.23	3.45	3.60
P/E(倍)	17.11	21.86	20.77	19.42	18.63
P/B(倍)	2.48	2.53	2.33	2.16	2.00

资料来源：iFinD，中信建投证券

康华生物(300841.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 07 月 22 日

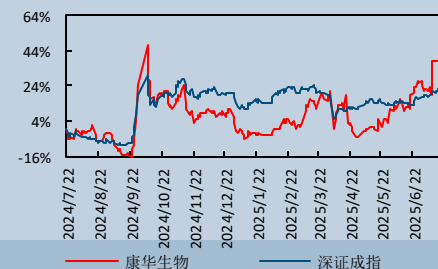
当前股价：67.06 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

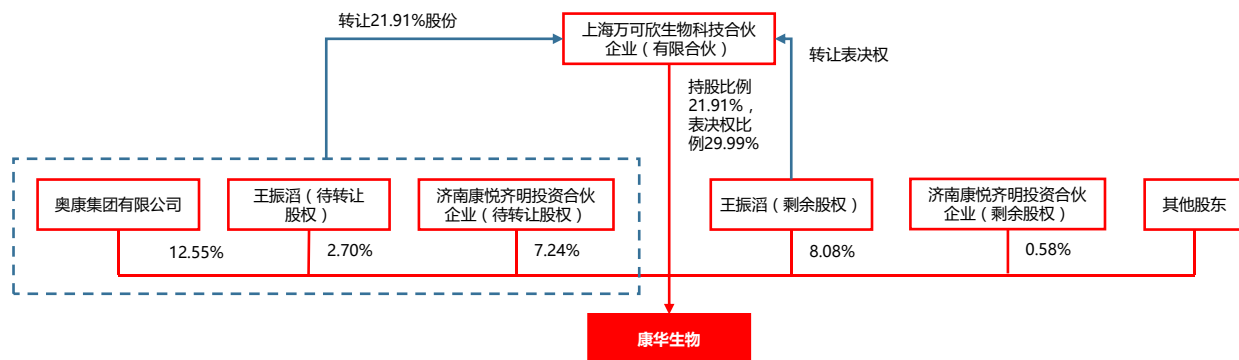
1 个月	3 个月	12 个月
8.42/2.47	6.24/-2.40	24.88/5.52
12 月最高/最低价(元)		78.00/44.98
总股本(万股)		12,994.69
流通 A 股(万股)		11,892.93
总市值(亿元)		87.14
流通市值(亿元)		79.75
近 3 月日均成交量(万)		366.65
主要股东		
奥康集团有限公司		12.55%

股价表现



托给万可欣生物行使。本次股份转让及表决权委托完成后，万可欣生物持有公司 21.91% 的股份，并拥有 29.99% 的表决权比例。本次股份转让价格为每股 65.03 元，股份转让价款合计 18.51 亿元。按照公司 2024 年归母净利润计算，收购估值为 21.2X PE，接近疫苗行业上市公司中位估值水平，价格较为合理。

图 1: 康华生物股权及表决权转让方案



数据来源：公司公告，中信建投证券

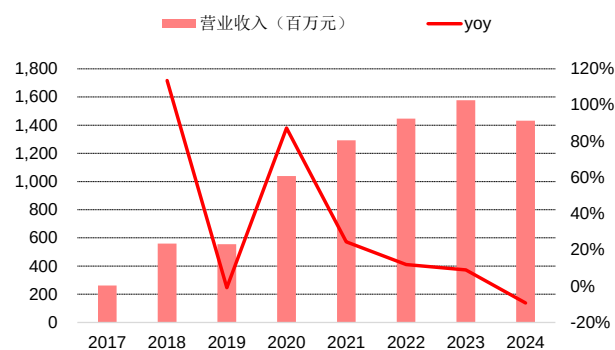
表 1: 疫苗行业上市公司估值情况

公司名称	康华生物	万泰生物	智飞生物	沃森生物	康泰生物	成大生物	康希诺	华兰疫苗	百克生物	中位值
PE(TTM)	32.3	-1,037.3	190.6	139.8	107.3	34.9	-75.1	53.0	54.2	53.0
PE(2025E)	20.8	216.8	16.1	87.9	57.2	-	-434.9	15.2	38.1	20.1

资料来源：Wind，中信建投证券。PE(2025E)来自 Wind 一致预期。

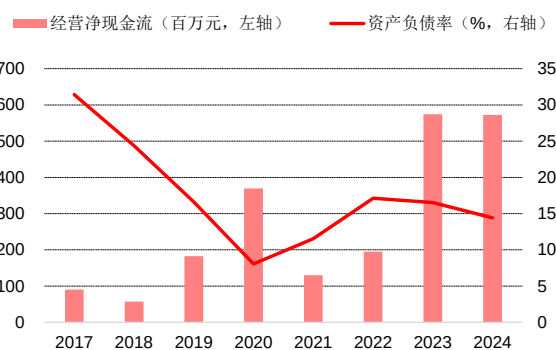
国内狂犬疫苗领先企业，经营情况及现金流持续稳健。康华生物是国内疫苗行业领军企业，核心产品人二倍体狂犬病疫苗具有安全性高、免疫原性好、保护持续时间长等优势，上市十余年以来市场地位持续稳固，并拥有成熟的销售渠道。公司注重研发创新，已布局 mRNA 疫苗平台、重组蛋白 VLP 疫苗平台、多糖蛋白结合疫苗平台、减毒活疫苗平台、灭活疫苗平台、新型疫苗佐剂平台等多个创新疫苗平台。其自主研发的重组六价诺如病毒疫苗已成功实现海外授权并获得国内临床批件。公司拥有稳健的现金流，资产负债率长期保持较低水平，是产业资本切入疫苗行业较为理想的战略性标的。

图 2: 康华生物近年来营业收入及增速



数据来源：Wind，中信建投证券

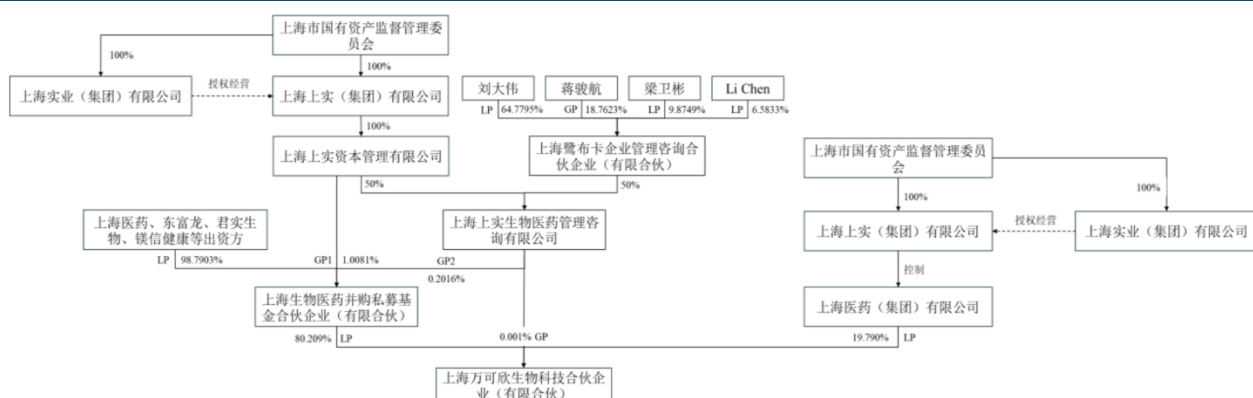
图 3: 康华生物近年来经营净现金流及资产负债率



数据来源：Wind，中信建投证券

收购方由上海国资主导，有望持续推动疫苗行业资源整合。根据公告，本次收购方上海万可欣生物成立于2025年7月8日，其执行事务合伙人为上海上实生物医药管理咨询有限公司（上海上实医药），由上海生物医药并购私募基金持有80.21%的合伙份额，上海医药持有19.79%的合伙份额。上海生物医药并购私募基金成立于2025年3月，由上海医药、东富龙、君实生物、镁信健康等多家企业联合出资，其执行事务合伙人为上海上实资本管理有限公司和上海上实生物医药管理咨询有限公司，截止公告披露日出资额达49.6亿元，是上海市国资基金矩阵中的重要组成部分。此次收购康华生物控股权，标志着上海生物医药并购私募基金的首个重大投资落地，也是其布局疫苗领域的重要一步。通过控股康华生物，并购基金有望继续完善对疫苗产业链的战略布局，整合国内疫苗行业资源，进而推动产业转型升级，强化上海生物医药产业在疫苗领域的竞争力。

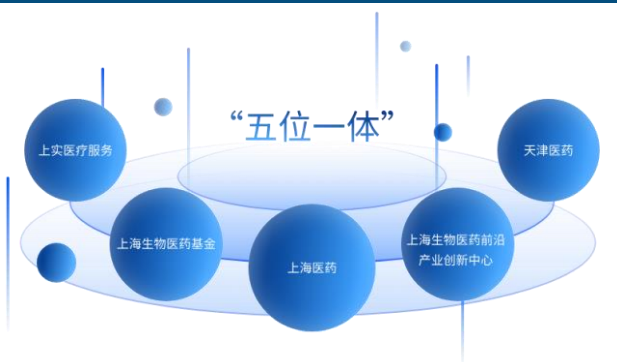
图 4: 万可欣生物的股权架构



数据来源：公司公告，中信建投证券

公司获得强力战略资源支持，期待后续经营层面全方位赋能。上海生物医药并购私募基金背后的上实集团深耕生物医药产业，目前已形成上海医药、上海生物医药基金、天津医药、上海生物医药前沿产业创新中心和上实医疗服务“五位一体”的大健康产业格局。此次收购完成后，上实集团有望为公司在资金、研发资源、人才储备、国际化渠道等方面带来强力的战略资源支持，助力公司进一步提升产业化水平、制造能力和市场占有率。后续上实集团为公司在研发、销售等经营层面的全方面赋能值得期待。此外，此次收购康华生物控股权的主体为上海万可欣生物，执行事务合伙人上海上实医药采用 50% 国资（上实资本）与 50% 市场化机构（上海鹭布卡）的股权平衡模式，兼顾了国资与市场化机构的优势。

图 5: 上实集团“五位一体”的大健康产业布局



数据来源：上实集团官网，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

后续步骤：使用自有资金及自筹资金支付转让款，预计 11 月 30 日前完成股份交割。本次股份转让价款合计 18.51 亿元，其中万可欣生物拟以自有资金出资 7.01 亿元，拟以银行并购贷款出资 11.50 亿元，并以本次收购的部分上市公司股份（不超过本次受让股份的 80%）向银行等金融机构质押取得融资。股份转让价款将分四期支付。按照公告内容，股份转让方与收购方约定将在 2025 年 11 月 30 日前完成股权交割。

业绩承诺降低后续经营风险，保障研发投入强度。此次公告中，奥康集团及王振滔向收购方承诺，公司在 2025 及 2026 年内扣非归母净利润合计不低于 7.28 亿元；且 2025-2026 年研发费用合计不低于 2.6 亿元。如承诺期届满，公司未能实现业绩承诺，业绩承诺义务人应以现金方式向收购方予以补偿，应补偿业绩承诺金额=7.28 亿元-承诺期内（2025-2026 年）公司扣非归母净利润。业绩承诺降低了收购后业绩骤降的风险，有助于保障新股东权益，同时增强市场信心。将研发费用承诺列出，保证了公司的研发投入强度，有利于公司长期发展。

表 2: 后续股份转让价款的支付节奏

时间	具体内容
第一期	在转让方 2 提供的抵质押物得到收购方认可并办理完成抵质押登记手续之日起 5 个工作日内，收购方向转让方 2 支付 5000 万元，作为本次交易的预付款。
第二期	收购方应于本次交易取得深圳证券交易所合规确认书之日起 10 日内，向转让方 2 支付 股份转让价款 5000 万元 ，转让方 2 应在收到款项后 10 日内完成股份转让涉及的所有税款的缴纳。
第三期	收购方应于转让方 2 就本次交易申报缴纳个人所得税并提供个人所得税的完税凭证，且本次股份转让在中证登申请办理过户登记前，向以收购方名义开立、转让方参与监管的共管账户支付 第三期股份转让价款 16.51 亿元 。转让方 1、转让方 2、转让方 3 收取的价款分别为 9.60 亿元、1.28 亿元和 5.63 亿元。
第四期	收购方应按照约定向转让方 1 支付 股份转让价款 1.00 亿元 。

资料来源：公司公告，中信建投证券。转让方 1：奥康集团有限公司；转让方 2：王振滔；转让方 3：济南康悦齐明投资合伙企业（有限合伙）

盈利预测与投资评级

本次康华生物控股权变更，标志着上海生物医药并购私募基金正式实现对疫苗领域的布局，有助于后续整合国内疫苗行业资源，推动产业转型升级，进而强化上海生物医药产业在疫苗领域的全球竞争力。上海生物医药并购私募基金背后的上实集团深耕生物医药产业，实力雄厚，公司后续有望获得来自上实集团更多的战略资源支持与赋能，进而实现长期健康发展。

我们预计公司 2025-2027 年收入分别 14.14 亿元、14.66 亿元和 14.94 亿元，归母净利润分别为 4.20 亿元、4.49 亿元和 4.68 亿元，分别同比增长 5.2%、7.0%和 4.3%。预计 EPS 为 3.23 元、3.45 元和 3.60 元，当前股价对应 2025-2027 年估值分别为 20.8X、19.4X 和 18.6X，给予买入评级。

风险分析

1、产品销售不及预期：公司主要收入来源为冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞），若多家疫苗厂商成功研制人二倍体细胞狂犬病疫苗并实现上市销售，可能会对公司产品的市场占有率和销售价格造成不利影响。

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、产品研发不达预期：疫苗产品具有研发周期长、技术难度大、研发风险高等特点，同时考虑到外部环境因素的变化，疫苗产品研发成果能否顺利实现规模化生产、销售存在一定的不确定性因素。

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