

产品销售保持稳健， 积极推动创新转型

核心观点

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。上半年公司产品销售稳步增长，二倍体狂犬、水痘等新产品贡献业绩增量。预计下半年产品销售仍将保持稳步增长趋势，且盈利能力有望进一步恢复。公司在研管线丰富，并积极推动创新转型，布局肺炎克雷伯菌疫苗等全球创新疫苗管线，期待后续研发进展。公司持续推进全球战略，与阿斯利康签署战略合作协议，期待后续迎来更多进展。

摘要

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期

2025 年上半年公司实现：1) 营业收入 13.92 亿元，同比增加 15.81%；2) 归母净利润 0.38 亿元，同比下降 77.30%；3) 扣非归母净利润 0.18 亿元，同比下降 84.85%；4) 基本每股收益 0.03 元。业绩符合预期。

产品销售保持稳健增长，期待盈利能力提升

25H1 公司收入端同比实现较好增长，主要由于 PCV13、乙肝等产品销售保持稳健，叠加人二倍体狂犬、水痘疫苗上市销售贡献业绩增量所致。未来随着产品销售逐步放量摊薄成本，叠加折旧摊销费用影响逐步减弱，公司盈利能力有望进一步恢复。

在研管线布局丰富，积极布局创新转型

公司持续加强技术创新和新产品研发，多款产品处于上市申请或临床后期阶段，五联苗、PC20&PCV26、五价轮状病毒疫苗、四价肠道病毒疫苗等产品值得期待。公司还积极推动创新转型，与陆军军医大学合作研发肺炎克雷伯菌疫苗，期待后续进展。

深化国际化布局，阿斯利康战略合作持续推进

公司近年来持续推动产品走向国际市场。2025 年 6 月，PCV13 获得土耳其 GMP 认证。2025 年 7 月，公司合作方在印尼本土分装的 PCV13 于印尼获批。公司与阿斯利康达成战略合作关系，持续推进研发创新合作，后续进展值得期待。

盈利预测与投资评级：预计公司 2025 ~ 2027 年营业收入分别为 29.83/ 34.25/ 37.77 亿元，归母净利润分别为 1.08/ 2.95/ 4.69 亿元，对应 PE 分别为 191.7X、69.8X 和 43.9X。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：合作项目亏损风险；产品价格波动风险；产品安全性风险；行业政策变动的风险

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

010-56135330SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025 年 08 月 25 日

当前股价：17.74 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
	8.57/2.01	25.73/13.89	18.82/-11.33
12 月最高/最低价 (元)			23.00/13.08
总股本 (万股)			111,692.87
流通 A 股 (万股)			90,039.56
总市值 (亿元)			198.14
流通市值 (亿元)			159.73
近 3 月日均成交量 (万)			1880.63
主要股东			
杜伟民			25.50%

股价表现



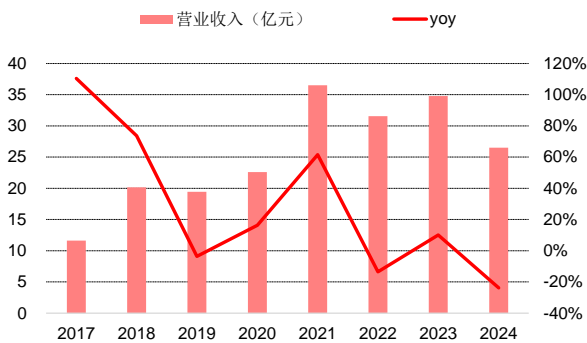
目录

产品销售保持稳健增长，期待盈利能力提升	1
在研管线布局丰富，积极布局创新转型	4
深化国际化布局，阿斯利康战略合作持续推进	8
盈利预测与投资评级	10
风险分析	11
报表预测	12

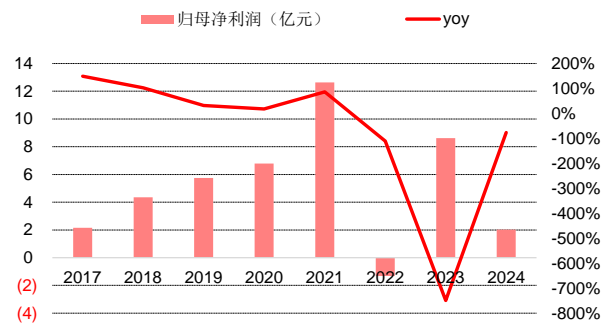
产品销售保持稳健增长，期待盈利能力提升

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。8 月 21 日，公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年实现：1) 营业收入 13.92 亿元，同比增加 15.81%；2) 归母净利润 0.38 亿元，同比下降 77.30%；3) 扣非归母净利润 0.18 亿元，同比下降 84.85%；4) 基本每股收益 0.03 元。业绩符合预期。2025Q2，公司实现营业收入 7.47 亿元，同比下降 0.47%；归母净利润 0.15 亿元，同比下降 86.43%；扣非归母净利润 0.02 亿元，同比下降 98.56%，环比下降 90.84%。25H1 公司收入端同比实现较好增长，主要由于 PCV13、乙肝等产品销售保持稳健，叠加人二倍体狂苗、水痘疫苗上市销售贡献业绩增量所致；25Q2 收入同比持平，部分受到四联苗销售下滑影响。利润端同比降幅较大，主要由于：1) 销售产品结构变化，导致成本增加；2) 研发费用同比增长较多；3) 存货跌价准备同比有所增加。

近年来业绩有所波动，2025 年收入有望恢复增长。公司营业总收入从 2016 年的 5.52 亿元增长到 2020 年的 22.61 亿元，CAGR 为 42.3%；归母净利润由 2016 年的 0.86 亿元增长至 2020 年的 6.79 亿元，CAGR 为 67.5%。2019 年营业收入有所下降，主要受《疫苗管理法》出台，销售活动受到不利影响所致。2021 年公司 PCV13 获批上市，叠加新冠疫苗收入贡献，业绩大幅增长。2022 年业绩同比降幅较大，主要由于新冠疫苗销售同比大幅下降，叠加资产减值及研发费用确认提升增长。2023 年公司营业收入 34.77 亿元，同比增长 10.1%；归母净利润 8.61 亿元，同比实现扭亏。2024 年收入下降，主要由于受市场竞争、降库存等因素影响；利润端下滑主要受固定资产折旧费用增加、资产减值增加等因素影响。2025 年随着公司主营产品销售恢复增长，叠加人二倍体狂苗、水痘疫苗等产品贡献新增量，收入端有望恢复增长趋势。

图 1: 公司近年来营业收入及增速


数据来源: Wind, 中信建投证券

图 2: 公司近年来归母净利润及增速


数据来源: Wind, 中信建投证券

主营产品销售稳健增长，人二倍体狂苗成为业绩重要增量。公司拥有丰富的产品管线，其自主研发的 PCV13 作为国内获批的第三款，国产的第二款 13 价肺炎疫苗，具有良好的免疫原性和安全性，近年来销售持续增长，占据了稳固的市场地位；乙肝疫苗作为公司布局历史悠久的产品，近年来销售保持稳健。新产品方面，公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）于 2024 年 4 月正式上市销售，目前已完成国内 30 个省、自治区、直辖市准入；水痘减毒活疫苗于 2024 年 7 月上市销售，目前已完成国内 27 个省、自治区、直辖市的准入。两款新产品成为公司业绩增长的重要增量。

表 1: 公司已上市产品和用途

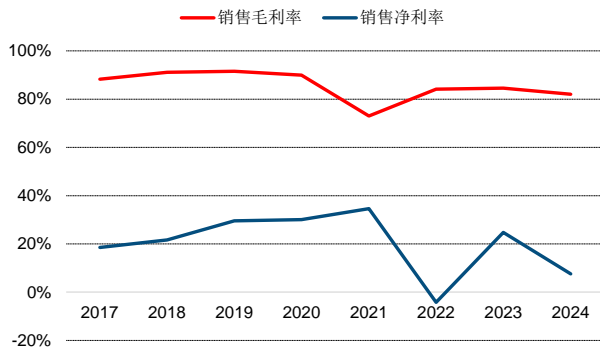
产品名称	产品用途
重组乙型肝炎疫苗	10g 用于 16 岁以下人群预防乙型肝炎
(酿酒酵母)	20g 用于 16 岁及以上人群预防乙型肝炎
	60g 用于 16 岁及以上无应答人群预防乙型肝炎
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	用于预防 13 种肺炎球菌血清型引起的感染性疾病
无细胞百日咳 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	用于预防百日咳杆菌、白喉杆菌、破伤风梭状芽孢杆菌和 b 型流感嗜血杆菌引起的多种疾病
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	采用狂犬病病毒固定毒株制备的一种人源细胞基质疫苗, 用于预防狂犬病
23 价肺炎球菌多糖疫苗	用于预防 23 种肺炎球菌血清型引起的感染性疾病
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	用于预防 b 型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病, 如肺炎、脑膜炎、败血症、蜂窝组织炎、会厌炎、关节炎等疾病
麻疹风疹联合减毒活疫苗	用于预防麻疹病毒和/或风疹病毒感染
吸附无细胞百日咳联合疫苗	用于预防百日咳、白喉、破伤风
水痘减毒活疫苗	用于预防水痘

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

产品结构变化导致毛利率下降, 研发费用率同比增长。2025 年上半年, 公司实现毛利率 75.95%, 同比下降 7.83pct, 主要由于销售产品结构变化导致相应成本增加所致。25H1 公司销售费用 4.70 亿元 (+18.48%), 销售费用率 33.78% (+0.76pct); 研发费用 2.97 亿元 (+34.85%), 研发费用率 21.33% (+3.01pct); 管理费用 1.59 亿元 (-9.38%), 管理费用率 11.39% (-3.17pct); 财务费用 0.15 亿元 (+26.44%), 财务费用率 1.05% (+0.09pct)。研发费用率同比提升, 主要由于公司部分研发项目进入 III 期临床阶段, 确认的研发投入增加所致; 管理费用率下降主要由于去年同期股权激励费用导致基数较高所致。

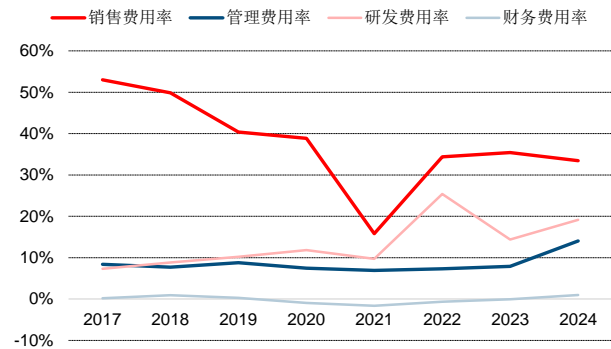
费用管控整体良好, 期待净利率持续回升。公司销售毛利率 2016~2020 年基本保持稳定, 2021 年由于新冠疫苗在营业收入中的占比提升, 毛利率下降至 73.0%, 2022 年毛利率重新有所恢复, 2023-2024 年保持稳定。销售净利率 2016~2021 年持续提升, 2022 年受计提资产减值增加及研发费用确认增加影响, 导致亏损; 2023 年恢复正常盈利水平; 2024 年受折旧摊销费用增加、资产减值增加等因素影响, 净利率有所下降。费用率方面, 公司销售费用率 2017 年至今整体呈现下降趋势。公司持续加强研发投入, 研发费用率近年来呈上升趋势。管理费用近年来保持稳定, 2024 年增长主要由于固定资产折旧摊销费用有所增加, 以及股权激励费用增加。未来随着产品销售逐步放量摊薄成本, 叠加折旧摊销费用影响逐步减弱, 公司盈利能力有望进一步恢复。

图 3: 公司近年来销售毛利率及净利率



数据来源: Wind, 中信建投证券

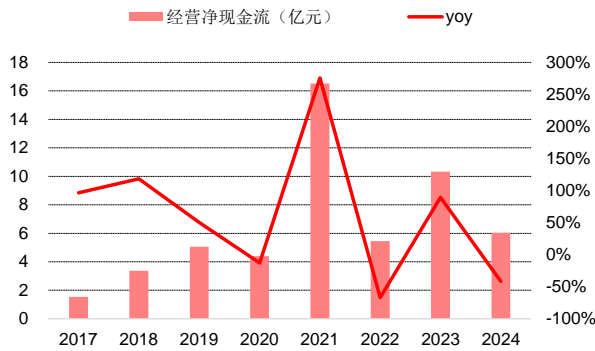
图 4: 公司近年来各项费用率



数据来源: Wind, 中信建投证券

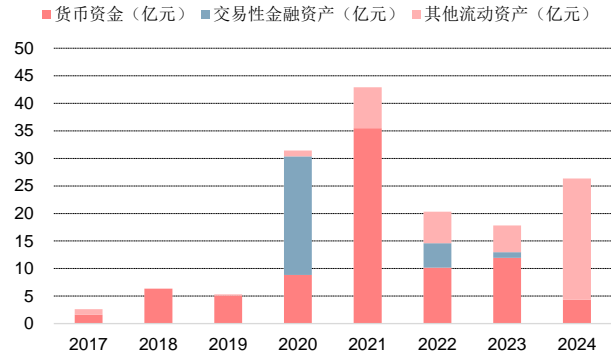
经营净现金流上半年同比改善, 在手资金充裕奠定坚实基础。2025 年上半年, 公司经营活动净现金流 0.76 亿元, 同比增加 31.42%, 主要由于销售回款增加所致。2017 年至今, 公司经营净现金流保持正向趋势, 其中 2021 年增长主要由于新冠疫苗回款增加所致。2024 年, 疫苗行业回款方面整体面临一定困难, 公司在推动产品销售同时, 持续加强账期管理, 推动销售回款, 2025 年上半年取得一定成效, 销售回款同比有所增长。公司在手资金较为充裕, 2024 年货币资金+其他流动资产 (主要为一年内到期的理财产品) 合计 26.35 亿元, 为公司未来发展奠定坚实基础。

图 5: 公司近年来经营净现金流及增速



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6: 公司近年来在手资金情况



数据来源: Wind, 中信建投证券

在研管线布局丰富，积极布局创新转型

持续推进研发创新，管线布局丰富。公司持续加强技术创新和新产品研发，2025年上半年研发投入 3.34 亿元，占上半年收入的 23.96%。研发管线方面，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并完成注册现场核查；吸附破伤风疫苗申请生产注册获得受理；吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗、口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）处于 III 期临床试验阶段；PCV20 处于 I/II 期临床试验阶段；吸附无细胞百白破-IPV-Hib 联合疫苗（五联苗）已获得 I 期临床试验初步数据，目前正在沟通 III 期临床事宜；四价肠道病毒灭活疫苗（Vero 细胞）处于 I 期临床试验阶段；二价肠道病毒灭活疫苗（Vero 细胞）、三价流感病毒裂解疫苗（MDCK 细胞）已取得临床试验批准通知书。

创新疫苗方面，公司积极开拓管线布局，构建梯度化研发管线。目前公司已有多款创新疫苗管线处于临床前阶段，其中 PCV24 已完成临床前研究并获得了 CDE 的 Pre-IND 反馈，正在完善临床申请申报资料；带状疱疹疫苗、呼吸道合胞病毒疫苗（RSV）、呼吸道合胞病毒疫苗（RSV）和人偏肺病毒（hMPV）联合疫苗等产品正在积极推进临床前研发。

表 2：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并完成注册现场核查
吸附破伤风疫苗	用于预防破伤风	申请生产注册获得受理
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 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	已获得 I 期临床试验初步数据，正在与 CDE 沟通 III 期临床事宜
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）	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

表 2：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
(3 周岁及以上人群)	冒	
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
三价流感病毒裂解疫苗 (MDCK 细胞)	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
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

五联苗国内竞争格局良好，市场空间广阔。目前我国获批上市的多联苗品种（除百白破、麻腮风等免疫规划疫苗中的联苗）包括赛诺菲巴斯德的百白破-IPV-Hib 五联苗（潘太欣®）和康泰生物的百白破-Hib 四联苗。目前来看，多联苗品类竞争格局理想，具有研发和生产壁垒，长期发展趋势较好。2024 年，潘太欣®实现签发批次 100 批次（+9.9%），按批签发量估算货值达 48.2 亿元，体现了国内市场对多联苗的旺盛需求。公司布局了百白破-IPV-Hib 五联苗，产品对标潘太欣®，未来上市后有望与潘太欣®一起，通过对接种者提供更好的免疫保护，在百白破疫苗领域实现对免费疫苗的有效替代。

表 3：我国联苗已上市产品梳理

药品名称	生产企业	首次批准时间	适应症	适应人群	中标价		
					2023	2024	2025
无细胞百白破 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	康泰生物	2012 年	白喉，百日咳，流感嗜血杆菌感染，破伤风	3 月龄以上 婴幼儿	368-383	368-383	368-383
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌(结合)联合疫苗	赛诺菲	2010 年	白喉，百日咳，脊髓灰质炎病毒感染，流感嗜血杆菌感染，破伤风	2 月龄以上 婴幼儿	610-638	610-638	599-648

资料来源：Insight，中信建投证券

PCV20 & PCV24：升级换代产品，有望贡献新的增长曲线。截至目前，国内共有 4 款 PCV 获批上市，分别来自辉瑞、沃森生物、康泰生物和康希诺，均为 13 价产品。公司 PCV13 为国内第三款上市产品，具有良好的免疫原性和安全性，且覆盖渠道时间较长，积累了良好的使用数据和品牌影响力。为了在肺炎疫苗领域继续保持优势竞争地位，公司还布局了更高价的 PCV20 和 PCV24，有望实现现有产品的替代升级，贡献新的增长曲线。

表 4：目前我国更高价肺炎疫苗处于临床试验阶段产品梳理

品种	研发企业	适应人群	研发阶段					
			临床前	临床申请	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市申请
PCV20	康泰生物	2 月龄至 5 岁人群				2		
	万泰生物	6 周龄及以上人群			1			
	微超生物	6 周龄至 55 岁人群			1			
	辉瑞	-		0				

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

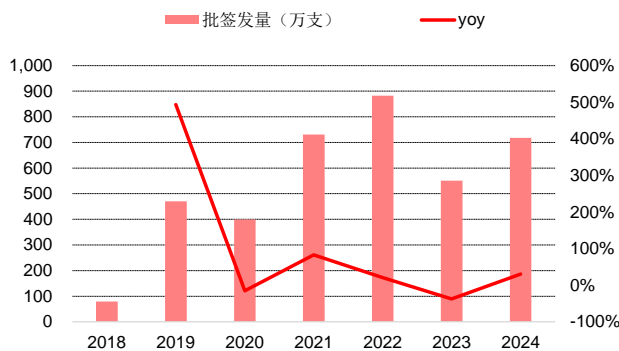
表 4: 目前我国更高价肺炎疫苗处于临床试验阶段产品梳理

品种	研发企业	适应人群	研发阶段					
			临床前	临床申请	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市申请
	沃森生物	-		0				
PCV21	赛诺菲巴斯德	-						
PCV24	瑞宙生物	6 周岁及以上人群						
	坤力生物	18 岁及以上人群						
	科兴生物	2 月龄及以上人群						
	复星安特金	6 周岁及以上人群						
	聚微生物	-						
	康泰生物	-						
PCV26	智飞生物	6 周岁及以上人群						

资料来源: Insight, 中信建投证券

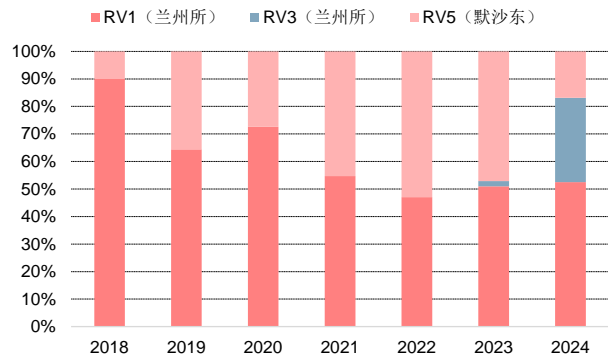
轮状病毒疫苗: 五价疫苗国内仅一家上市, 公司产品成为有力补充。目前, 国内共有三款口服轮状病毒疫苗, 分别为兰州生物制造的单价轮状病毒活疫苗和三价轮状病毒活疫苗, 以及默沙东的五价口服轮状病毒减毒活疫苗 (2025 年 8 月, 武汉所研制的口服六价轮状病毒减毒活疫苗于国内获批上市)。默沙东口服五价轮状病毒疫苗上市后, 推动轮状疫苗接种率呈持续增长态势。2024 年, 默沙东五价轮状病毒疫苗批签发 717.4 万支 (+30%), 按批签发量估算货值达 19.5 亿元。公司五价轮状病毒疫苗处于临床 III 期, 预计未来上市后将成为国内高价轮状病毒疫苗市场的有力补充, 推动轮状病毒疫苗整体渗透率提升。

图 7: 默沙东五价轮状病毒疫苗近年来批签发量及增速



数据来源: 智飞生物公告, 中信建投证券

图 8: 国内轮状病毒疫苗签发批次近年来竞争格局

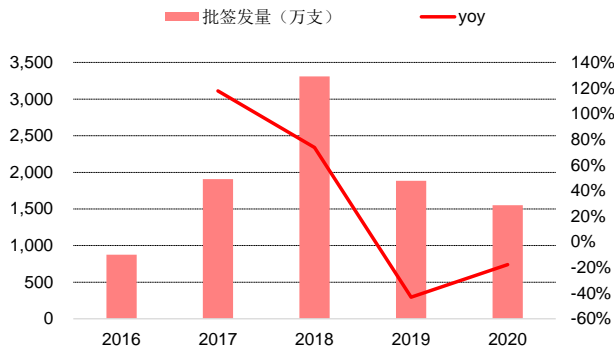


数据来源: 中检院, 中信建投证券

肠道病毒疫苗: 目前上市产品均为单价, 公司布局四价疫苗研发。手足口病至今无特异性的抗病毒药物, 接种疫苗是预防手足口病的有效手段。目前国内共有三款肠道病毒疫苗上市, 分别由科兴生物、武汉所和中国医学科学院医学生物学研究所 (昆明所) 生产, 且均针对 EV71 提供免疫。按 2020 年批签发量计算, 国内肠道病毒疫苗市场约为 25.3 亿元。由于导致手足口病的肠道病毒类型多样, 且不同肠道病毒型别间交叉免疫保护作用弱, 亟需开发能够覆盖更多主流型别的多价疫苗, 以便有效控制手足口病的暴发。公司布局了四价肠道病毒灭活疫苗, 目前处于临床 I 期, 未来若成功上市, 将提供针对肠道病毒更全面的保护。

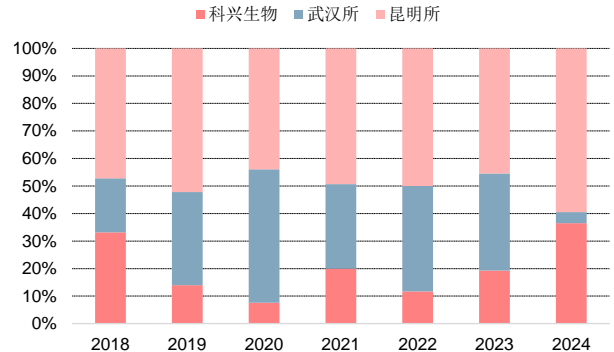
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 9: 国内肠道病毒疫苗批签发量及增速



数据来源: Insight, 中信建投证券

图 10: 国内肠道病毒疫苗签发批次近年来竞争格局



数据来源: Insight, 中信建投证券

布局肺炎克雷伯菌疫苗，填补全球研发空白。肺炎克雷伯菌是临床中耐药性与致病力极强的细菌之一，尤其是对碳青霉烯类抗生素耐药的肺炎克雷伯菌（CRKP），几乎对目前所有一二线抗生素耐药。世界卫生组织发布的《2024 年细菌类重点病原体目录》中，碳青霉烯耐药肺炎克雷伯菌被列为关键优先级。2025 年 8 月，公司与陆军军医大学邹全明教授团队签署肺炎克雷伯菌疫苗项目技术转让合同，转化金额 5.3 亿元，按里程碑付款。该肺炎克雷伯菌疫苗是利用反向疫苗学和合成生物学等新技术研发的新型基因重组多靶点组合疫苗，目前已经完成成药性研究和初步安全性评价，在肺炎模型中对肺炎克雷伯菌临床菌株感染的保护率稳定大于 80%，具有良好的有效性及广谱性。

图 11: WHO 2024 年更新的细菌优先病原体清单

关键优先级细菌	高度优先级细菌	中度优先级细菌
<ul style="list-style-type: none"> 耐碳青霉烯类鲍曼不动杆菌 耐第三代头孢菌素类肠杆菌目细菌； 耐碳青霉烯类肠杆菌目细菌； 耐利福平结核分枝杆菌 	<ul style="list-style-type: none"> 耐氟喹诺酮类伤寒沙门菌； 耐氟喹诺酮类志贺菌； 耐万古霉素屎肠球菌； 耐碳青霉烯类铜绿假单胞菌 耐氟喹诺酮类非伤寒沙门菌 耐第三代头孢菌素类和/或耐氟喹诺酮类淋病奈瑟菌 耐甲氧西林金黄色葡萄球菌 	<ul style="list-style-type: none"> 耐大环内酯类 A 群链球菌； 耐大环内酯类肺炎链球菌； 耐氨基苄西林流感嗜血杆菌； 耐青霉素 B 群链球菌

数据来源: WHO, 中信建投证券。注: 肺炎克雷伯菌是肠杆菌目、肠杆菌科、科克雷伯氏菌属的一种

肺炎克雷伯菌疫苗适应人群广泛，未来市场空间广阔。肺炎克雷伯菌疫苗的全球适用人群覆盖肺炎克雷伯菌感染的高风险群体，包括长期住院、侵入性重症监护治疗、腹部或泌尿道手术、有手术部位或设备相关感染风险等住院人群及护理人员、糖尿病患者、慢阻肺等慢性呼吸系统疾病以及婴幼儿和老年人等低免疫人群。相关数据显示，我国住院手术病人超 5000 万人次/年，糖尿病患者超过 1 亿人，慢阻肺患者约有 1 亿人，而全球范围内糖尿病及慢阻肺患病人数分别超过 8 亿及 6 亿人，市场潜力巨大。

深化国际化布局，阿斯利康战略合作持续推进

国际市场持续拓展，印尼本土分装 PCV13 首度获批。公司近年来持续寻求海外市场发展新机遇，推动产品走向国际市场。目前已与全球二十多个国家的合作方就 PCV13、PPSV23、四联苗、水痘减毒活疫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。2025 年 6 月，PCV13 获得由土耳其食品药品监督管理局颁发的 GMP 认证证书，为产品推进注册并准入土耳其市场奠定基础。2025 年 7 月，公司合作方获得印度尼西亚食品药品监督管理局签发的 PCV13 药品注册证，批准在印尼本土分装的 PCV13 上市销售，这是公司首个通过技术转移至海外且在当地分装的产品获批上市，是公司国际化业务拓展的又一重要里程碑。

表 5: 公司近年来与海外多国合作取得显著进展，国际市场持续拓展

出海国家	时间	出海事件
印度尼西亚	2022 年	9 月，与印尼头部药企签订 PCV13 独家代理协议
	2023 年	4 月，与印尼 Biotis 公司签署合作协议
		10 月，公司 PCV13 获得了印度尼西亚《上市许可证》
	2024 年	1 月，与印尼合作方签署 PCV13《销售合同》。公司于 7 月出口原液，8 月实现首批成品出口
2025 年	7 月，公司合作方获得印度尼西亚食品药品监督管理局签发的 PCV13 药品注册证，批准在印尼本土分装的 PCV13 上市销售	
巴基斯坦	2023 年	2 月：与合作方签署 PCV13 及 PPSV23 协议
		9 月：签订水痘减毒活疫苗授权代理协议
土耳其	2025 年	6 月，PCV13 获得由土耳其食品药品监督管理局颁发的 GMP 认证证书
沙特阿拉伯	2023 年	5 月：与当地医药进口商签署授权及代理协议
菲律宾	2022 年	3 月：与 Phil. Pharmawealth Inc. 签署 PPSV23 相关框架协议
	2023 年	4 月：与合作方举行 PCV13 及 PPSV23 合作签约仪式
印度	2023 年	5 月：签订 PCV13 授权代理协议
		9 月：签订水痘减毒活疫苗授权代理协议

资料来源：公司公告，中信建投证券

与阿斯利康达成战略合作关系，持续推进研发创新合作。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。本次与阿斯利康的合作符合公司国际化发展战略，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；未来合资公司体内有望诞生更多创新疫苗研发管线，为公司贡献长期增长动力。

表 6: 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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

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

盈利预测与投资评级

2025 年下半年展望：产品销售有望恢复增长，创新疫苗管线及对外合作进展值得期待

公司是国内疫苗行业的龙头企业，拥有丰富的产品布局，2025 年上半年产品销售稳步增长，二倍体狂犬、水痘等新产品上市，贡献业绩增量。预计下半年，公司产品销售仍将保持稳步增长趋势。公司在研管线丰富，多款产品有望近期获批或迎来关键临床节点；公司着力推动创新疫苗研发，布局肺炎克雷伯菌疫苗等全球创新疫苗管线，期待后续研发进展。公司持续推进全球战略，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，期待后续迎来更多进展。

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 29.83 亿元、34.25 亿元和 37.77 亿元，分别同比增长 12.5%、14.8% 和 10.3%；归母净利润分别为 1.08 亿元、2.95 亿元和 4.69 亿元，2025 年预计同比下降 46.7%，2026-2027 年预计分别同比增长 174.8% 和 58.8%，折合 EPS 分别为 0.10 元/股、0.26 元/股和 0.42 元/股，对应 PE 分别为 191.7X、69.8X 和 43.9X。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。

表 7：重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,477.44	2,651.72	2,982.93	3,424.82	3,777.36
YOY(%)	10.14	-23.75	12.49	14.81	10.29
净利润(百万元)	861.30	201.65	107.52	295.43	469.15
YOY(%)	749.02	-76.59	-46.68	174.78	58.80
毛利率(%)	84.54	82.00	79.69	80.67	81.28
净利率(%)	24.77	7.60	3.60	8.63	12.42
ROE(%)	9.03	2.09	1.10	2.97	4.55
EPS(摊薄/元)	0.77	0.18	0.10	0.26	0.42
P/E(倍)	23.93	102.19	191.67	69.75	43.92
P/B(倍)	2.28	2.25	2.23	2.18	2.10

资料来源：iFinD，中信建投证券

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。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,396.00	6,242.29	7,039.05	7,992.81	9,020.02
现金	1,195.58	432.84	2,346.41	2,655.48	3,168.07
应收票据及应收账款	2,787.80	2,787.05	2,564.36	2,944.25	3,247.32
其他应收款	8.90	10.54	10.08	11.57	12.77
预付账款	44.73	26.58	57.41	65.91	72.70
存货	772.85	782.77	915.19	1,000.29	1,068.46
其他流动资产	586.14	2,202.52	1,145.59	1,315.30	1,450.70
非流动资产	9,689.35	8,321.43	7,366.68	6,383.36	5,456.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,434.53	4,235.31	3,710.97	3,160.77	2,584.71
无形资产	433.45	436.66	377.47	315.56	250.93
其他非流动资产	5,821.37	3,649.46	3,278.25	2,907.04	2,621.06
资产总计	15,085.36	14,563.71	14,405.73	14,376.18	14,476.72
流动负债	2,751.35	2,647.15	2,972.19	3,250.97	3,473.70
短期借款	60.04	34.10	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	882.48	847.83	865.27	945.73	1,010.19
其他流动负债	1,808.83	1,765.22	2,106.92	2,305.24	2,463.51
非流动负债	2,792.32	2,255.54	1,692.17	1,163.09	690.35
长期借款	2,372.22	1,786.48	1,223.11	694.03	221.28
其他非流动负债	420.11	469.06	469.06	469.06	469.06
负债合计	5,543.67	4,902.69	4,664.37	4,414.06	4,164.04
少数股东权益	0.00	-0.10	-0.12	-0.16	-0.24
股本	1,116.92	1,116.93	1,116.93	1,116.93	1,116.93
资本公积	5,369.42	5,510.73	5,510.73	5,510.73	5,510.73
留存收益	3,055.35	3,033.47	3,113.83	3,334.62	3,685.26
归属母公司股东权益	9,541.69	9,661.12	9,741.48	9,962.28	10,312.92
负债和股东权益	15,085.36	14,563.71	14,405.73	14,376.18	14,476.72

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,033.10	603.25	2,617.02	960.47	1,125.81
净利润	861.30	201.55	107.50	295.38	469.08
折旧摊销	240.72	353.46	954.74	983.32	926.66
财务费用	-1.56	25.95	68.86	37.74	12.01
投资损失	-1.70	-0.47	-1.04	-1.04	-1.04
营运资金变动	-389.61	-283.05	1,475.96	-365.92	-291.89
其他经营现金流	323.95	305.80	10.99	10.99	10.99
投资活动现金流	-438.87	-556.69	-9.96	-9.96	-9.96
资本支出	743.87	423.23	0.00	0.00	0.00
长期投资	218.00	-157.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,400.73	-822.51	-9.96	-9.96	-9.96
筹资活动现金流	-418.05	-800.76	-693.49	-641.45	-603.27
短期借款	-110.03	-25.94	-34.10	0.00	0.00
长期借款	356.54	-585.74	-563.37	-529.08	-472.75
其他筹资现金流	-664.56	-189.08	-96.02	-112.37	-130.52
现金净增加额	176.22	-754.26	1,913.57	309.07	512.59

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,477.44	2,651.72	2,982.93	3,424.82	3,777.36
营业成本	537.67	477.42	605.72	662.04	707.16
营业税金及附加	25.62	30.55	25.24	28.97	31.96
销售费用	1,231.46	887.25	984.37	1,116.49	1,212.53
管理费用	275.53	372.14	357.95	393.85	415.51
研发费用	500.75	508.12	709.94	753.46	793.25
财务费用	-1.56	25.95	68.86	37.74	12.01
资产减值损失	-118.79	-231.52	-178.98	-171.24	-151.09
信用减值损失	-12.79	-29.48	-27.14	-31.17	-34.37
其他收益	171.99	98.51	114.98	114.98	114.98
公允价值变动收益	0.19	1.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.70	0.47	1.04	1.04	1.04
资产处置收益	-1.35	-8.42	-3.21	-3.21	-3.21
营业利润	948.92	181.22	137.54	342.65	532.28
营业外收入	1.02	4.22	3.95	3.95	3.95
营业外支出	9.62	35.51	24.14	24.14	24.14
利润总额	940.32	149.94	117.36	322.47	512.09
所得税	79.02	-51.62	9.86	27.09	43.02
净利润	861.30	201.55	107.50	295.38	469.08
少数股东损益	0.00	-0.10	-0.02	-0.05	-0.08
归属母公司净利润	861.30	201.65	107.52	295.43	469.15
EBITDA	1,179.48	529.35	1,140.96	1,343.52	1,450.76
EPS (元)	0.77	0.18	0.10	0.26	0.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.14	-23.75	12.49	14.81	10.29
营业利润(%)	398.80	-80.90	-24.10	149.13	55.34
归属于母公司净利润	749.02	-76.59	-46.68	174.78	58.80
获利能力					
毛利率(%)	84.54	82.00	79.69	80.67	81.28
净利率(%)	24.77	7.60	3.60	8.63	12.42
ROE(%)	9.03	2.09	1.10	2.97	4.55
ROIC(%)	8.67	2.49	1.71	3.96	6.03
偿债能力					
资产负债率(%)	36.75	33.66	32.38	30.70	28.76
净负债比率(%)	12.96	14.36	-11.53	-19.69	-28.57
流动比率	1.96	2.36	2.37	2.46	2.60
速动比率	1.49	1.22	1.66	1.73	1.85
营运能力					
总资产周转率	0.23	0.18	0.21	0.24	0.26
应收账款周转率	1.25	0.95	1.16	1.16	1.16
应付账款周转率	0.68	0.72	0.86	0.86	0.86
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.18	0.10	0.26	0.42
每股经营现金流(最新)	0.92	0.54	2.34	0.86	1.01
每股净资产(最新摊薄)	8.09	8.19	8.26	8.46	8.78
估值比率					
P/E	23.93	102.19	191.67	69.75	43.92
P/B	2.28	2.25	2.23	2.18	2.10
EV/EBITDA	26.97	39.31	17.34	14.13	12.43

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

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