

# 25Q2 销售环比改善， 期待诺如疫苗临床进展

## 核心观点

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。上半年受行业政策调整、市场竞争等因素影响，人二倍体狂犬销售同比下降；25Q2 销售环比改善，业绩降幅有所收窄。期待 2025 年下半年随着市场需求增加，销售推广取得更多成效，产品销售有望回暖，带动业绩环比提升。公司重组六价诺如疫苗已获得国内临床批件，海外合作方临床试验正在积极筹备中，期待 2025 年正式进入临床阶段；海外进入临床阶段后，公司将获得部分里程碑付款，助力业绩提升。

## 事件

### 公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期

8月26日，公司发布2025年半年报。2025年上半年实现：1) 营业收入4.84亿元，同比下降34.70%；2) 归母净利润1.15亿元，同比下降62.64%；3) 扣非归母净利润1.12亿元，同比下降63.88%；4) 基本每股收益0.88元。业绩符合预期。

## 简评

### 25Q2 业绩环比改善，上半年业绩受高基数影响

25Q2 公司营业收入 3.46 亿元，同比下降 19.49%；归母净利润 0.94 亿元，同比下降 40.28%；扣非归母净利润 0.91 亿元，同比下降 42.94%。25Q2 收入及利润同比下降，主要受行业政策调

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,577.40	1,431.88	1,294.91	1,482.89	1,592.23
YoY(%)	9.03	-9.23	-9.57	14.52	7.37
净利润(百万元)	509.22	398.65	358.45	438.24	490.92
YoY(%)	-14.86	-21.71	-10.08	22.26	12.02
毛利率(%)	93.52	94.20	94.00	94.22	94.20
净利率(%)	32.28	27.84	27.68	29.55	30.83
ROE(%)	14.49	11.56	9.71	10.98	11.35
EPS(摊薄/元)	3.92	3.07	2.76	3.37	3.78
P/E(倍)	20.86	26.65	29.64	24.24	21.64
P/B(倍)	3.02	3.08	2.88	2.66	2.46

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09月17日

当前股价：81.75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
	-11.20/-15.67	42.74/28.39	81.51/38.69
12月最高/最低价(元)			92.06/44.98
总股本(万股)			12,994.69
流通A股(万股)			11,892.93
总市值(亿元)			106.23
流通市值(亿元)			97.22
近3月日均成交量(万)			615.63
主要股东			
奥康集团有限公司			12.55%

### 股价表现



整、市场竞争等因素影响，疫苗销售同比下降所致；上半年业绩同比下降，除疫苗销售减少外，主要由于去年同期公司取得重组六价诺如病毒疫苗海外许可收入 1.06 亿元，贡献利润 0.90 亿元，导致业绩高基数所致。环比来看，公司 2025Q2 营业收入环比增加 150.81%，归母净利润环比增加 353.01%，扣非归母净利润环比增加 355.20%，呈现环比改善趋势。

**人二倍体狂犬疫苗销售短期承压，期待后续销售改善。**上半年公司人二倍体狂犬疫苗销售同比下滑，主要由于行业政策调整导致渠道库存管理严格，发货节奏受到不利影响，以及行业竞争格局加剧所致。面对复杂的市场环境，公司持续加强销售推广，并持续整合内外部营销资源，实现了渠道覆盖面的持续延伸；公司持续强化学术推广力度，促进渠道下沉和终端建设。预计 7-8 月犬伤高发时期到来，公司产品有望凭借其优势和品牌影响力，实现销售的进一步增长，Q3 销售环比有望改善。

**加强研发体系建设，持续推进诺如疫苗在研管线。**公司重点推进重组六价诺如病毒疫苗的临床试验相关工作，同时稳步推进其他在研产品、技术的研究开发。目前重组六价诺如病毒疫苗已获批国内临床，预计 25-26 年开展临床试验；同时海外临床试验由海外合作方稳步推进。产能方面，公司 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗原液生产车间于 2025 年 7 月取得变更后的生产许可证并复产，未来有望继续贡献业绩增量。

**表 1: 公司研发项目及进展**

产品名称	2025 年上半年进度及变化	预计进度 (2025-2026 年)	
重组六价诺如病毒疫苗	国内临床获批	开展临床试验	开展临床试验
ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	临床前研究	申报临床试验	开展临床试验
人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）固定化生物反应器培养工艺	临床前研究	申报临床试验	开展临床试验
单纯疱疹病毒疫苗	临床前研究	临床前研究	申报临床试验
带状疱疹 mRNA 疫苗	临床前研究	临床前研究	临床前研究
肺结核 mRNA 疫苗	临床前研究	临床前研究	临床前研究
重组 B 群脑膜炎球菌疫苗	临床前研究	临床前研究	临床前研究

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 各项费用率同比提升，经营净现金流短期承压

2025 年上半年，公司毛利率 92.78% (-1.97pct)，同比下降主要由于产品销量下降导致成本摊销增加。上半年公司销售费用 2.04 亿元 (-2.03%)，销售费用率 42.23% (+14.08pct)；管理费用 0.52 亿元 (-3.60%)，管理费用率 10.78% (+3.48pct)；研发费用 0.55 亿元 (-14.95%)，研发费用率 11.34% (+2.63pct)；财务费用 -0.03 亿元 (+54.20%)，财务费用率 -0.57% (+0.24pct)。销售、管理费用同比基本稳定，研发费用下降主要由于公司研发委外项目阶段性投入减少所致。上半年公司经营净现金流 0.65 亿元，同比下降 62.84%，主要由于公司产品销售回款及海外授权收入回款减少共同所致。

### 2025 年下半年展望：二倍体狂犬疫苗销售有望回暖，诺如疫苗研发进展值得期待

公司作为拥有国内首个人二倍体狂犬疫苗产品的企业，2025 年上半年受行业政策调整、市场竞争等因素影响，疫苗销售同比下降。公司持续推进终端销售与学术推广工作，25Q2 销售环比改善，业绩降幅有所收窄。期待 2025 年下半年随着市场需求增加，公司销售推广工作取得更多成效，产品销售有望回暖，带动公司业绩环比提升。公司重组六价诺如疫苗已获得国内临床批件，海外合作方临床试验正在积极筹备中，期待 2025 年正式进入临床阶段；海外进入临床阶段后，公司将获得部分里程碑付款，助力业绩提升。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2025 ~ 2027 年实现营业收入分别为 12.95 亿元、14.83 亿元和 15.92 亿元，2025 年预计同比下降 9.6%，2026-2027 年预计分别同比增长 14.5% 和 7.4%；归母净利润分别为 3.58 亿元、4.38 亿元和 4.91 亿元，2025 年预计同比下降 10.1%，2026-2027 年预计分别同比增长 22.3% 和 12.0%。折合 EPS 分别为 2.76 元、3.37 元和 3.78 元，对应 PE 分别为 29.6X、24.2X 和 21.6X，维持买入评级。

## 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