

# 海外销售增长显著，创新管线 及对外合作值得期待

## 核心观点

公司发布 2025 年三季报，业绩低于预期，主要由于四联苗销售同比下滑，销售结构变化导致毛利率降低，以及研发费用增加和存货跌价准备增加所致。前三季度公司 PCV13、乙肝疫苗等产品保持稳健，二倍体狂犬苗、水痘等新产品贡献业绩增量；海外销售实现大幅增长，国际化战略取得显著进展。预计后续新品放量叠加海外销售将为公司带来更多业绩增长点。公司布局肺炎克雷伯菌疫苗等全球创新疫苗管线，与阿斯利康签署战略合作协议，期待后续迎来更多进展。

## 事件

### 公司发布 2025 年三季报，业绩低于预期

10月27日，公司发布 2025 年第三季度报告，前三季度实现：1) 营业收入 20.63 亿元，同比增长 2.24%；2) 归母净利润 0.49 亿元，同比下降 86.00%；3) 扣非归母净利润 0.28 亿元，同比下降 90.82%；4) 基本每股收益 0.01 元。业绩低于预期。

## 简评

### 四联苗销售下滑影响 25Q3 收入，盈利能力短期承压

25Q3 公司营业收入 6.71 亿元，同比下降 17.74%；归母净利润 0.12 亿元，同比下降 93.74%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比下降 94.82%。25Q3 收入端低于预期，主要由于受百白破免疫

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,477.44	2,651.72	2,803.59	3,163.81	3,478.21
YoY(%)	10.14	-23.75	5.73	12.85	9.94
净利润(百万元)	861.30	201.65	94.38	307.35	455.32
YoY(%)	749.02	-76.59	-53.19	225.64	48.14
毛利率(%)	84.54	82.00	74.05	76.36	78.57
净利率(%)	24.77	7.60	3.37	9.71	13.09
ROE(%)	9.03	2.09	0.97	3.09	4.42
EPS(摊薄/元)	0.77	0.18	0.08	0.28	0.41
P/E(倍)	21.58	92.17	196.92	60.47	40.82
P/B(倍)	2.06	2.03	2.02	1.97	1.90

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 11 月 26 日

当前股价：16.24 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
-1.58/0.61	-11.98/-12.27	-10.28/-27.71

12 月最高/最低价(元) 20.49/13.54

总股本(万股) 111,692.92

流通 A 股(万股) 90,039.62

总市值(亿元) 181.39

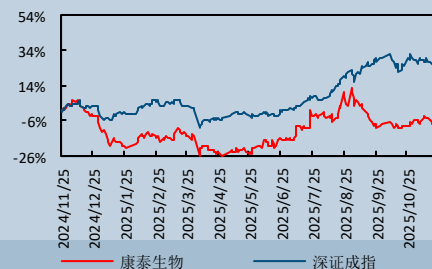
流通市值(亿元) 146.22

近 3 月日均成交量(万) 1819.06

主要股东

杜伟民 25.50%

### 股价表现



程序调整影响，四联苗销量同比有所下滑。前三季度收入端基本持平，主要由于 PCV13、乙肝疫苗等产品销售稳健，叠加人二倍体狂苗、水痘疫苗贡献业绩增量，抵消部分四联苗下滑的影响。25Q3 及前三季度利润端表现低于预期，主要由于：1) 销售产品结构变化，导致营业成本同比增加；2) 研发费用同比增长较多；3) 存货跌价准备同比有所增加。

**国际化战略持续推进，海外销售实现大幅增长。**公司持续推进国际化战略，通过产品认证、注册申报及市场准入等多重举措拓展海外业务版图。前三季度公司海外业务实现收入 4189.56 万元，同比增加 324.27%。2025 年 6 月，公司 PCV13 获得由土耳其食品药品监督管理局颁发的 GMP 认证证书，为该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；2025 年 8 月，PCV13 获得尼加拉瓜注册证书，开拓了公司在拉美地区的业务布局；2025 年 9 月，水痘减毒活疫苗在巴基斯坦获批，进一步拓展了南亚疫苗市场。

**布局肺炎克雷伯菌疫苗，填补全球研发空白。**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，目前已经完成了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。肺炎克雷伯菌是临床中耐药性与致病力极强的细菌之一，目前尚无进入临床阶段的研发管线。公司对肺炎克雷伯菌疫苗的布局有望打破全球研发空白，产品适应人群广泛，具有巨大的市场潜力。

#### 产品结构变化导致毛利率下降，会计估计变更有望降低研发费用

2025 年前三季度，公司实现毛利率 73.82%，同比下降 9.63pct，主要由于销售产品结构变化导致营业成本增加所致。前三季度公司销售费用 6.92 亿元 (+3.00%)，销售费用率 33.51% (+0.25pct)；研发费用 4.20 亿元 (+34.74%)，研发费用率 20.36% (+4.91pct)；管理费用 2.27 亿元 (-7.15%)，管理费用率 11.01% (-1.11pct)；财务费用 0.24 亿元 (+32.70%)，财务费用率 1.18% (+0.27pct)。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。

10 月 28 日，公司发布《关于会计估计变更的公告》，参考同行业上市公司，拟对研发支出资本化时点的估计进行变更。变更后，自主研发项目中非一类创新型药品的资本化节点将从“附条件批准上市或申报生产受理”提前至“进入 III 期临床试验”，采用未来适用法，不追溯调整。调整后 2024 年及 2025 年上半年净利润分别拟增 4732.88 万元、5604.72 万元。公司目前大多数在研管线均属于非一类创新型药品，未来预计将适用于上述会计估计变更，有望显著降低公司后续研发费用规模，增强利润端表现。

#### 25Q4 及 26 年展望：新品放量及海外销售贡献业绩增量，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，前三季度 PCV13、乙肝疫苗等产品保持稳健，二倍体狂苗、水痘等新产品贡献业绩增量；海外销售实现大幅增长，国际化战略取得显著进展。预计后续新品放量叠加海外销售将为公司带来更多业绩增长点。公司在研管线丰富，多个管线顺利推进，助力长期发展。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；与阿斯利康签署战略合作协议，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 28.04 亿元、31.64 亿元和 34.78 亿元，分别同比增长 5.7%、12.9% 和 9.9%；归母净利润分别为 0.94 亿元、3.07 亿元和 4.55 亿元，2025 年预计同比下降 53.2%，2026-2027

年预计分别同比增长 225.6% 和 48.1%，折合 EPS 分别为 0.08 元/股、0.28 元/股和 0.41 元/股，对应 PE 分别为 196.9X、60.5X 和 40.8X。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

医药消费及生物制品联席首席分析师，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、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。

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