

26Q1 主营产品销售改善， 并购纳美信打开成长空间

康华生物(300841.SZ)

核心观点

公司发布 2025 年报及 2026 年一季报，业绩符合预期。主营产品人二倍体狂苗 2025 年销售有所承压；26Q1 销售呈现改善趋势，带动业绩同比恢复增长，经营现金流同比转正。随着公司完成营销体系革新，并持续强化品牌和渠道建设，期待 2026 年人二倍体狂苗销售实现改善，保持市场领先地位。公司重组六价诺如病毒疫苗已启动 I 期临床，ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗获临床批件，期待后续进展。公司战略并购纳美信，后续顺利推进将助力公司强化 mRNA 技术平台布局，打开战略成长空间。

事件

公司发布 2025 年报，业绩符合预期

4月21日，公司发布 2025 年年度报告，实现：1) 营业收入 11.65 亿元，同比下降 18.64%；2) 归母净利润 2.20 亿元，同比下降 44.84%；3) 扣非归母净利润 2.12 亿元，同比下降 53.68%；4) 基本每股收益 1.69 元。业绩符合预期。

利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），送红股 0 股（含税），共计派发现金股利 0.65 亿元。

公司发布 2026 年一季报，业绩符合预期

4月21日，公司发布 2026 年一季度报告，实现：1) 营业收入 1.72 亿元，同比增长 25.02%；2) 归母净利润 0.27 亿元，同比增长 32.14%；3) 扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 25.71%；4) 基本每股收益 0.21 元。业绩符合预期。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,431.88	1,165.00	1,302.12	1,490.98	1,642.06
YoY(%)	-9.23	-18.64	11.77	14.50	10.13
净利润(百万元)	398.65	219.90	260.26	302.42	343.31
YoY(%)	-21.71	-44.84	18.35	16.20	13.52
毛利率(%)	94.20	92.03	90.97	91.27	91.47
销售净利率(%)	27.84	18.88	19.99	20.28	20.91
ROE(%)	11.56	6.22	6.99	7.67	8.20
EPS(摊薄/元)	3.07	1.69	2.00	2.33	2.64
P/E(倍)	18.78	34.04	28.76	24.75	21.80
P/B(倍)	2.17	2.12	2.01	1.90	1.79

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

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

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 05 月 01 日

当前股价：57.60 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
	1.84/-3.11	-22.89/-21.84	14.31/-10.60
12 月最高/最低价(元)			92.06/50.34
总股本(万股)			12,994.69
流通 A 股(万股)			11,891.81
总市值(亿元)			74.85
流通市值(亿元)			68.50
近 3 月日均成交量(万)			178.77

简评

2025 年产品销售整体承压，26Q1 同比有所回暖

2025 年公司业绩有所承压，主要由于：1) 受行业政策调整、市场竞争等因素影响，疫苗销售收入同比下降 12.13%，且销售利润率有所下降；2) 2024 年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，2025 年未取得海外授权阶段性收入，导致业绩高基数。剔除海外授权收入影响后，2025 年营收实际下降约 12.12%，扣非净利润实际下降 42.29%。26Q1 公司营收及利润同比实现增长，主要由于疫苗产品销售同比增长，公司人二倍体狂犬 26Q1 销量同比增长约 42%；销售收入增速慢于销量，主要由于生物制品增值税率调整影响。经营现金流 0.21 亿元，同比实现转正，显示销售呈现回暖趋势。

持续强化品牌和渠道建设，期待 2026 年销售增长。2025 年，公司疫苗产品销售量 408.17 万剂（-11.27%），销量下降主要由于渠道库存管理趋严，导致公司发货节奏受限，以及市场竞争格局加剧所致。库存量降至 211.29 万剂（-52.56%），主要由于公司基于销售计划、库存量等滚动调整生产计划，疫苗产量减少所致。其中人二倍体狂犬批签发 180.33 万支，同比下降 53.73%。面对复杂的市场环境，公司持续推动品牌和渠道建设，并完成营销体系革新，加强专业化学术推广力度，促进渠道下沉和终端网络建设。26Q1 公司人二倍体狂犬销量同比实现大幅增长，显示销售推广工作取得一定成效。预计随着市场环境改善，叠加国内民众对高品质高安全性疫苗需求持续增长，公司人二倍体狂犬 2026 年有望恢复同比增长，带动业绩提升。

诺如疫苗进入国内临床阶段，持续推进复产和募投项目建设。公司持续推进产品研发，其中重组六价诺如病毒疫苗已于 2026 年 1 月启动 I 期临床试验；ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗于 2026 年 3 月获得临床批件；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完成临床前研究。公司持续推进细菌性疫苗车间技改工作，用于生产 ACYW135 脑膜炎多糖疫苗的细菌性疫苗车间已按计划复产；募投项目用于生产人二倍体狂犬，目前处于药品生产许可补充申请审评阶段。

表 1: 公司主要研发项目及进展情况

产品名称	目前进度及变化	预计进度（2026-2027 年）
重组六价诺如病毒疫苗	2026 年 1 月启动 I 期临床	完成 I 期临床，推进后续临床
ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	2026 年 3 月获临床批件	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	申报并开展临床试验
单纯疱疹病毒疫苗	临床前研究	临床前研究
带状疱疹 mRNA 疫苗	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；申报临床试验
重组 B 群脑膜炎球菌疫苗	临床前研究	临床前研究；申报临床试验

资料来源：公司公告，中信建投证券

战略并购纳美信，强化 mRNA 技术平台布局。2026 年 4 月 10 日，公司与纳美信（上海）生物科技有限公司（以下简称“纳美信”）及其现有股东签订了《投资协议》《股东协议》及相关文件。根据协议约定，公司拟分三期通过认购新增注册资本及受让纳美信现有股东股权的方式，最终持有纳美信 100% 股权。目前第一期交易的交割先决条件正在陆续满足中，公司已支付意向金 2000 万元。纳美信 RSV mRNA 疫苗已进入临床 I 期，此次收购不仅为公司新增 RSV 疫苗管线，还系统性地强化了公司 mRNA 疫苗技术平台。公司可快速获得成熟 mRNA 技术与冻干工艺，拓展多品类疫苗研发；借助现有管线切入肿瘤疫苗及相关创新领域，打开战略成长空

间；如后续研发管线进展顺利并实现上市，可依托公司成熟的疫苗产业化能力快速丰富产品梯队。

2025 年销售及管理费用率同比增长，26Q1 经营净现金流同比转正

2025 年公司毛利率 92.03%，同比下降 2.17pct，主要由于 2024 年海外授权收入导致毛利率高基数所致。2025 年公司销售费用 5.58 亿元（+1.91%），销售费用率 47.86%（+9.65pct），营收下降但销售投入未缩减导致费用率大幅攀升；管理费用 1.21 亿元（+8.42%），管理费用率 10.36%（+2.58pct），主要由于长期资产折旧、摊销增加所致；研发费用 1.18 亿元（-10.35%），研发费用率 10.16%（+0.94pct），研发费用下降主要由于公司研发项目阶段性投入减少所致；财务费用-0.05 亿元（+47.34%），财务费用率-0.39%（+0.21pct）。2025 年公司经营净现金流 3.80 亿元，同比下降 33.65%，主要由于公司产品销售回款及海外授权收入回款减少所致。

26Q1 公司毛利率 90.98%，同比下降 3.45pct，主要由于单支成本增加及生物制品增值税率调整所致。26Q1 公司销售费用 0.74 亿元（+32.81%），销售费用率 43.11%（+2.53pct）；管理费用 0.26 亿元（+11.51%），管理费用率 15.16%（-1.84pct）；研发费用 0.20 亿元（-18.38%），研发费用率 11.86%（-6.30pct）；财务费用 80.10 万元（-74.30%），财务费用率-0.46%（-0.13pct）。销售费用增长主要由于公司加大市场投入所致。26Q1 经营净现金流 0.21 亿元，同比增长 225.09%，实现由负转正，主要由于销售回款增加，相关结算款项支出减少所致。

2026 年展望：人二倍体狂犬销售有望回暖，期待研发管线及外延并购持续推进

公司作为拥有国内首个人二倍体狂犬产品的企业，2025 年产品销售有所承压；26Q1 人二倍体狂犬销售呈现回暖趋势，带动公司业绩同比恢复增长，经营现金流同比转正。随着公司完成营销体系革新，并持续强化品牌和渠道建设，期待 2026 年人二倍体狂犬销售实现进一步改善，保持市场领先地位。公司重组六价诺如病毒疫苗已启动 I 期临床，ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗获临床批件，期待后续进展。公司战略并购纳美信，后续顺利推进将助力公司强化 mRNA 技术平台布局，打开战略成长空间。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2026 ~ 2028 年营业收入分别为 13.02 亿元、14.91 亿元和 16.42 亿元，分别同比增长 11.8%、14.5% 和 10.1%；归母净利润分别为 2.60 亿元、3.02 亿元和 3.43 亿元，分别同比增长 18.4%、16.2% 和 13.5%。折合 EPS 分别为 2.00 元、2.33 元和 2.64 元，对应 PE 分别为 28.8X、24.8X 和 21.8X，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

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，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、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、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。

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。

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