

深圳康泰生物制品股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【278】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

深圳康泰生物制品股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
康泰转 2	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：深圳康泰生物制品股份有限公司（以下简称“康泰生物”或“公司”，股票代码：300601.SZ）2025 年营业收入实现微幅增长，冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）（简称“冻干狂犬疫苗”）继续快速放量，对整体收入起到了一定支撑作用；跟踪期公司持续推进在研产品管线布局，研发投入保持增长，新产品推进顺利；公司财务结构保持稳健，偿债指标表现较好，整体偿债压力仍可控。但中证鹏元也关注到，受行业同质化竞争加剧以及产品结构变化等因素影响，公司 2025 年毛利率明显下滑，且净利润降幅较大；应收账款回款周期仍较长，仍需关注存货减值风险，同时存在新增产能消化不达预期的风险，以及“康泰转 2”（以下简称“本期债券”）募投项目收益仍不及预期的风险因素。

评级日期

2026 年 6 月 29 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	139.86	140.95	145.64	150.85
归母所有者权益	96.65	96.32	96.61	95.42
总债务	19.75	20.03	22.10	25.56
营业收入	6.31	26.73	26.52	34.77
净利润	0.34	0.70	2.02	8.61
经营活动现金流净额	-0.99	6.36	6.03	10.33
净债务/EBITDA	--	-0.83	-0.40	0.67
EBITDA 利息保障倍数	--	5.77	6.63	10.18
总债务/总资本	16.97%	17.22%	18.62%	21.13%
FFO/净债务	--	-91.58%	-207.51%	136.98%
EBITDA 利润率	--	25.70%	31.27%	38.00%
总资产回报率	--	1.15%	1.85%	7.30%
速动比率	2.54	2.40	2.06	1.68
现金短期债务比	28.25	19.75	6.11	9.44
销售毛利率	71.10%	74.69%	82.00%	84.54%
资产负债率	30.90%	31.67%	33.66%	36.75%

注：2024-2025 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
 资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
 liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：郭雯
 guow@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **2025 年冻干狂犬疫苗继续快速放量，支撑公司营业收入保持增长。**2025 年公司实现营业收入 26.73 亿元，较上年同比微增 0.81%。跟踪期内，公司继续推进冻干狂犬疫苗、水痘减毒活疫苗（简称“水痘疫苗”）的推广及招标准入进程，销售迅速放量。其中冻干狂犬疫苗 2025 年合计实现销售收入 5.65 亿元，较上年同比增长 67.53%，对整体营业收入起到了一定支撑作用。
- **2025 年在研产品管线丰富，新产品推进顺利，有望贡献新的业绩增长点。**跟踪期内，公司共有 Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）、四价流感病毒裂解疫苗（3 岁及以上人群）（简称“四价流感疫苗”）和吸附破伤风疫苗三款产品新获得药品注册批件。截至 2025 年末，公司拥有在研项目近 30 项，其中进入注册程序的在研项目 18 项，三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，预期将于近年内获批上市。公司在研产品管线丰富，若新产品顺利上市并实现产业化，将进一步增强公司竞争实力。
- **财务结构保持稳健，偿债指标表现较好，整体偿债压力可控。**跟踪期内公司债务规模持续减少，资产负债率进一步下降，财务结构较为稳健。公司 EBITDA 利息保障倍数较高，现金短期债务比进一步提升，整体偿债压力仍可控。

关注

- **2025 年受竞争加剧及产品结构调整影响，毛利率明显下滑，净利润降幅较大。**受免疫程序调整新政影响，2025 年公司无细胞百白破 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗（简称“四联苗”）收入降幅较大，同时受新产品同质化竞争加剧、产品结构变化等因素影响，毛利率较上年下滑 7.31 个百分点。叠加固定资产折旧费用仍有增加、政府补助金额减少等方面因素影响，公司 2025 年归属于上市公司股东的净利润同比下降 65.12%。
- **2025 年应收账款整体规模较大，仍需关注回款周期情况及存货减值风险。**截至 2025 年末，公司应收账款整体规模仍较大，且一年以上的应收账款占比有所上升，未来需关注回款周期情况。公司 2025 年计提存货跌价准备 1.28 亿元，包括库存商品 0.98 亿元、在产品及自制半成品 0.30 亿元，考虑到疫苗市场竞争愈发激烈、终端需求可能不及预期等因素，未来仍需关注公司的存货减值风险。
- **公司仍存在新增产能消化不达预期的风险。**2025 年公司主要疫苗产品的产能利用率仍处于偏低水平；公司新增产线与主要在研产品相配套，若新产品上市后未能放量，则前期研发投入将难以收回，同时造成产线闲置、经营成本上升，对产品布局及持续经营产生不利影响。
- **募投项目收益仍不及预期。**本期债券募投项目包括百旺信应急工程建设项目、腺病毒载体疫苗车间项目，截至 2026 年 3 月末，百旺信应急工程项目的其中一个车间用于细胞流感疫苗项目的研发与产业化，另一个车间及配套公用工程生产设备（已全额计提减值准备）仍处于闲置状态，腺病毒载体疫苗车间（已全额计提减值准备）部分仍闲置，部分楼层正在进行设备升级改造，完工后将用于其他疫苗生产。整体来看，本期债券募投项目仍未能实现预期收益。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为，公司产品品类多样，核心疫苗产品的市场竞争力仍较强；在研项目储备丰富，在成人及儿童疫苗领域均有布局，且新上市产品实现销售放量，为公司带来了新的利润增长点；跟踪期内公司财务杠杆维持较低水平，偿债压力仍然可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	智飞生物	沃森生物	成大生物	华兰生物	康华生物	康泰生物
总资产	317.20	120.71	97.46	152.62	40.10	140.95
所有者权益	161.06	95.36	93.54	133.91	35.37	96.32
营业收入	89.58	24.18	13.90	45.95	11.65	26.73

净利润	-147.45	1.25	1.32	10.00	2.20	0.70
销售毛利率	7.84%	74.56%	79.37%	57.53%	92.03%	74.69%
资产负债率	49.22%	20.99%	4.02%	12.26%	11.78%	31.67%
销售费用率	26.64%	35.32%	27.33%	17.80%	47.86%	33.46%
管理费用率	4.62%	16.22%	16.50%	4.89%	10.36%	11.65%
研发费用率	10.41%	12.07%	21.15%	7.34%	10.16%	20.33%

注：以上各指标均为 2025 年末/2025 年度数据。

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	5/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
康泰转 2	20.00	19.99	2025-6-27	2027-7-14

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于百旺信应急工程建设项目和腺病毒载体疫苗车间项目。根据公司2026年4月22日披露的《康泰生物2025年度募集资金存放、管理与使用情况的专项报告》，鉴于本期债券募集资金投资项目已实施完毕，为提高募集资金使用效率，将上述募投项目结项，并将节余募集资金（含利息收入）永久补充流动资金。截至2025年3月6日，公司已将结余募集资金12,592.20万元（含利息收入）转出至公司基本账户，相关募集资金专项账户已于2025年3月7日销户。

二、 发行主体概况

“康泰转2”自2022年1月21日起开始转股，首次下修后转股价为108.50元/股；由于公司股票价格发生较大下滑及实施权益分派，经过多次调整，当前转股价为15.69元/股；截至2026年6月16日，公司股票收盘价为11.60元/股。2026年一季度，公司共有60张“康泰转2”完成转股，合计转为380股“康泰生物”股票。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、主营业务均未发生变化。截至2026年3月末，公司实收资本为111,692.98万元，控股股东和实际控制人杜伟民持股比例为25.50%。截至2026年5月20日，杜伟民先生质押未解押股数合计为7,865万股，占公司总股本的7.04%。2026年2月，于冰先生因个人原因申请辞去公司副总裁职位，仍在公司任职，根据公司公告，其辞任不会影响公司正常生产经营和运作。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策好用用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足好用用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”

的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

创新提速、战略升级，2026年生物医药开启高质量发展新征程；医药需求较为刚性、政策负面影响边际减弱，2026年医药制造业行业将企稳向好

生物医药行业政策以“控费降价、提质创新”为主线，政策负面冲击2026年边际减弱，整体企业营收及利润表现有望趋稳。2026年3月“十五五”规划纲要公布，生物医药与集成电路、航空航天等并列为中期经济发展的新兴支柱产业，战略地位显著提升。在战略升级、需求刚性、政策优化的共同推动下，创新药与高端医疗器械将成为核心增长引擎，创新、国产替代、全球化、行业集中度提高为行业主旋律，但需持续关注集采、医保支付改革、地缘政治以及增值税率上调对细分赛道的负面冲击。

近年来医药制造业企业业绩承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加速。受药品价格下降、推广受限以及宏观环境影响，2025年药品终端销售总额继续呈负增长，公立医院终端占比下滑、零售终端增速放缓。随着国内经济持续发展、国内人口老龄化速度加快、人均寿命延长以及健康意识的提高，国内药品消费需求将持续增长，其中抗生素类、慢性病治疗类、肿瘤治疗及免疫调节类、保健品类需求最为突出。2026年药品价格将继续小幅下降，但政策负面冲击边际减弱，创新药上市、出海加速，医药制造业企业业绩将企稳向好发展。

详见《[信用展望 2026 | 生物医药行业：创新提速、战略升级，整体企稳、结构分化](#)》。

四、经营与竞争

公司主营业务仍为人用疫苗的研发、生产和销售¹，核心产品为13价肺炎疫苗、乙肝疫苗、冻干狂犬疫苗和四联苗等，2025年以来Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）、四价流感疫苗和吸附破伤风疫苗新获药品注册批件。

2025年公司营业收入同比微增0.81%，其中免疫规划疫苗大幅增长43.59%，主要系乙肝疫苗销量实现增长；受国内疫苗市场竞争加剧、免疫规划百白破疫苗接种程序调整等因素影响，非免疫规划疫苗收入同比下滑1.56%，其中四联苗受影响程度较大；但冻干狂犬疫苗继续快速放量，一定程度上对冲了四联疫苗收入下滑的影响。公司其他业务收入增幅较大，主要系康泰生物产业研发总部基地（以下简称

¹ 公司主要产品包括四联苗、重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（简称“乙肝疫苗”）、13价肺炎球菌多糖结合疫苗（简称“13价肺炎疫苗”）、23价肺炎球菌多糖疫苗（简称“23价肺炎疫苗”）、b型流感嗜血杆菌结合疫苗（简称“Hib疫苗”）、吸附无细胞百白破联合疫苗（简称“三联苗”）、冻干狂犬疫苗、水痘疫苗等。

“总部基地”）出租率提升带动租金收入增加。毛利率方面，2025年公司销售毛利率较上年度下滑7.31个百分点，主要系高毛利率产品收入占比下降、出口业务毛利率相对较低但收入占比提升所致。

2026年一季度公司实现营业收入6.31亿元，较上年同期下降2.18%；同时由于免疫规划疫苗亏损程度加深，新上市疫苗产品市场同质化竞争加剧导致毛利率偏低，公司销售毛利率较上年同期有所下滑。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生物制品	6.10	96.60%	72.47%	25.94	97.04%	75.93%	26.07	98.31%	82.92%
自主产品-免疫规划疫苗	0.21	3.32%	-13.21%	0.88	3.28%	-8.42%	0.61	2.30%	25.24%
自主产品-非免疫规划疫苗	5.89	93.29%	75.52%	25.06	93.76%	78.88%	25.46	96.01%	84.30%
其他业务	0.21	3.40%	31.94%	0.79	2.96%	34.02%	0.45	1.69%	28.81%
合计	6.31	100.00%	71.10%	26.73	100.00%	74.69%	26.52	100.00%	82.00%

注：（1）10μg西林瓶、部分10μg预填充、部分20μg预填充规格的乙肝疫苗属于免疫规划疫苗；10μg预填充、20μg预填充、60μg预填充规格的乙肝疫苗、Hib疫苗、四联苗、23价肺炎疫苗、冻干狂犬疫苗、水痘疫苗等属于非免疫规划疫苗；（2）2024-2025年其他业务收入分别包含租金收入3,676.32万元、6,877.19万元，另有部分原辅料销售收入、水电费收入。资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年公司四联苗销售仍受到免疫规划百白破疫苗接种程序调整影响，销量降幅较大，但冻干狂犬疫苗继续快速放量，对整体收入形成了一定支撑；跟踪期内公司共有三款产品新获得药品注册批件，产品布局进一步完善；短期内仍需关注需求回落、政策冲击以及疫苗市场竞争加剧可能带来的销量下滑、产品降价等风险

公司目前已上市销售的核心疫苗产品包括13价肺炎疫苗、乙肝疫苗、冻干狂犬疫苗、四联苗等，2025年上述产品营业收入占比约为91.56%。跟踪期内，公司共有三款产品新获得药品注册批件，产品线不断丰富；其中四价流感疫苗与吸附破伤风疫苗均于2026年一季度获批，公司在成人疫苗、全年龄段流感疫苗的布局进一步完善。

受国内疫苗市场竞争加剧、免疫规划百白破疫苗接种程序调整等因素影响，2025年公司核心疫苗产品中四联苗、13价肺炎疫苗的销量均有明显下降；但由于公司主动控制生产节奏，大部分产品的产销率得以改善。销售均价方面，公司免疫规划疫苗由国务院卫生健康主管部门会同国务院财政部门等组织集中招标或者统一谈判，非免疫规划疫苗由各省、自治区、直辖市通过省级公共资源交易平台组织采购，核心疫苗产品销售均价整体呈现一定波动。其中，乙肝疫苗因产品结构向免疫规划疫苗倾斜，销售均价降幅较大。具体分产品来看，公司四联苗仍系国内独家品种，主要竞争产品是法国巴斯德生产的五联疫苗，公司竞争优势较强。2025年受国家免疫规划百白破疫苗接种程序调整²等因素影响，四联苗销量降

² 2025年1月起，国家调整百白破疫苗免疫程序，在全国范围内实施将现行3月龄、4月龄、5月龄、18月龄各接种1剂次百白破疫苗和6周岁接种1剂次吸附白喉-破伤风联合疫苗的免疫程序，调整为2月龄、4月龄、6月龄、18月龄、6周岁各接种1剂次百白破疫苗的免疫程序（公司四联苗接种时间仍维持原有的3月龄、4月龄、5月龄和12月龄）。

幅较大；由于年内公司放缓生产节奏，四联苗产量亦大幅下降，产销率维持高位；产品销售均价维持相对稳定。2026年一季度，公司四联苗产量有一定恢复，但销量及销售均价较上年同期仍有所下降。目前公司已启动四联苗免疫程序调整，将根据政策积极推进该调整事项，但未来仍需关注疫苗行业政策调整、五联疫苗的替代压力等对其销售带来的影响。此外，随着冻干狂犬疫苗等其他疫苗产品的销量增加，公司对四联苗的依赖程度将不断下降。

目前国内已获批上市13价肺炎疫苗的企业共4家，公司是继沃森生物之后第二家在国内获批上市的国产企业。2025年康希诺生物股份公司的13价肺炎疫苗获批上市，行业供给进一步扩容。考虑到公司的销售定价较辉瑞、沃森生物更低，未来仍将具有一定的价格优势。2025年公司13价肺炎疫苗受市场竞争加剧影响，销量仍延续下滑趋势，销售收入表现承压，但13价肺炎疫苗仍系公司营业收入的重要支撑品类之一。

乙肝疫苗是公司最早上市、率先实现商业化的疫苗产品，市场渠道铺设较为成熟，市占率处于行业前列。由于免疫规划疫苗需求总量相对稳定，且前期渠道库存出清已进入尾声，2025年公司乙肝疫苗销量实现增长，较上年同比增长41.13%；但销售额与上年相比基本持平，主要由于单价较低的免疫规划疫苗和出口业务收入占比提升，导致销售均价下滑幅度较大。

公司冻干狂犬疫苗为国内首个获批“四针法”的人二倍体狂犬疫苗，目前国内已上市的冻干狂犬疫苗企业仍仅有公司、康华生物和成大生物三家，竞争格局较好，且公司“四针法”的接种程序优于“五针法”。截至2025年末，公司已完成国内30个省、自治区、直辖市的准入。2025年公司冻干狂犬疫苗继续放量，全年实现收入5.65亿元，较上年同比增加67.53%，同时成为公司疫苗销售第三大收入来源，对整体收入起到了一定支撑作用。2026年一季度冻干狂犬疫苗销售收入延续增长，且未来仍有望保持增长态势。

目前国内水痘疫苗生产企业共7家，市场竞争较为充分。截至2025年末公司已完成28个省、自治区、直辖市的准入。2025年水痘疫苗仍处于上市放量关键期，全年批签发154.96万剂，同比上年大幅增加，实现销售收入1.33亿元。

公司自主研发的23价肺炎疫苗为全球肺炎系列疫苗大品种，目前国内获批上市的23价肺炎疫苗企业共有6家，市场竞争者较多。2025年及2026年一季度公司暂未进行23价肺炎疫苗的批签发，主要系主动进行产品工艺升级所致，截至2026年6月20日已完成升级。2025年公司根据市场需求调整策略，暂停Hib疫苗（含冻干Hib疫苗）生产，冻干Hib疫苗销售收入较上年略有下降；同时年内三联苗仍有少量销量，但规模较小。

Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）于2025年9月获批上市，截至2025年末已完成5个省、自治区、直辖市准入。Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）采用Sabin减毒株灭活工艺、安全性高，同时系公司研发五联苗的必要条件。目前已上市该疫苗的其他生产企业包括北京科兴生物制品有限公司、北京生物制品研究所有限责任公司、中国医学科学院医学生物学研究所、武汉生物制品研究所有限责任公司

公司和本公司，市场竞争较为充分。2025年公司暂未实现销售收入。此外，公司四价流感疫苗、吸附破伤风疫苗分别于2026年3月、2026年4月获得药品注册批件，公司的产品布局进一步完善，但未来仍需关注两款疫苗产品的市场需求情况、公司渠道准入及生产投放节奏。

2025年公司持续推进国际化战略，海外市场收入大幅增长，出口业务占比有所提升；国内客户仍以各区域疾病预防控制机构为主，回款速度较上年小幅改善

公司国内销售客户仍主要系各区域的疾病预防控制机构，国外客户主要系疫苗研发生产企业。公司销售额较为分散，集中度处于较低水平，且2025年以来随着海外营业收入增加，前五大客户中的海外客户数量有所增加。2025年公司给予下游客户的信用回款周期仍为4-6个月，从应收账款周转天数来看，公司回款速度较上年小幅改善。

从销售区域来看，2025年公司产品大部分仍在国内销售，但出口业务占比有所提升。国内西南、华东、华中区域收入呈下滑趋势；其余各区域均有所增长，其中东北地区收入增幅较大，主要系冻干狂犬疫苗销售放量所致。2025年公司持续推进国际化战略，通过产品认证、注册申报、市场准入及技术授权等多重举措拓展海外业务，目前已与印度尼西亚、巴基斯坦、孟加拉等20多个国家的合作方达成合作协议，构建了“产品+技术”一体化的国际化输出体系，国际合作网络已覆盖东南亚、南亚、中东、中亚、非洲、东欧及拉美等重点区域。2025年公司实现海外市场收入1.00亿元，较上年大幅增长。

表2 公司在各地区的销售收入和占比情况（单位：亿元）

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
华东	6.64	24.86%	7.14	26.94%
华中	6.19	23.14%	6.41	24.19%
华南	4.49	16.81%	4.36	16.45%
西南	3.47	12.98%	3.96	14.94%
华北	2.82	10.55%	2.69	10.16%
西北	1.15	4.30%	1.13	4.26%
东北	0.97	3.64%	0.70	2.64%
出口	1.00	3.73%	0.12	0.44%
合计	26.73	100.00%	26.52	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

公司生产所需的原辅材料主要包括胎牛和新生牛血清、肺炎链球菌抗血清因子、重组胰蛋白酶、大豆蛋白胨等，包装材料主要包括预填充注射器胶塞、组合件（针筒）、推杆，耗材主要为超滤膜包、囊式过滤器和滤芯等。公司供应商仍以生物制品公司、医药包材公司为主，2025年前五大供应商采购金额合计占比43.58%，较上年有所提升；公司主要供应商整体变动不大，结构较为稳定。

2025年公司结合市场需求情况，继续进行柔性生产，主要疫苗产品的产能利用率仍处于偏低水平；2026年一季度四联苗、乙肝疫苗、13价肺炎疫苗的产能利用率均有明显提升

2025年公司生产基地无新增，目前共有三处生产基地。其中深圳市光明区主要生产乙肝疫苗；北京市大兴区为全资子公司北京民海生物科技有限公司所在地，主要生产四联苗、13价肺炎疫苗、冻干狂犬疫苗等；深圳市南山区系百旺信应急工程建设项目所在地。

疫苗产品的生产受环境条件和设备检修等因素影响，存在一定周期性，公司依照该行业特性及出台的《疫苗管理法》³，主动设计较大弹性产能，疫苗产品的生产具有一定柔性，可视市场反馈等因素灵活调节各产品的生产任务。2025年受到疫苗市场竞争加剧、免疫规划百白破疫苗接种程序调整等因素的影响，主要疫苗产品的产能利用率仍处于偏低水平；此外，公司结合市场需求情况和工艺改进要求，未进行Hib疫苗（含冻干Hib疫苗）、23价肺炎疫苗的生产销售。2026年一季度，公司四联苗、乙肝疫苗、13价肺炎疫苗的产能利用率较2025年均有明显提升。

公司在建项目大部分进入建设尾期，后续整体资金需求较小；部分项目已完工并投入使用，2025年总部基地项目的租金收入实现大幅增长，但本期债券募投项目仍未实现预期收益；公司在研产品线丰富，新品上市后有利于丰富现有产品种类，但仍需关注其产业化进展情况

截至2026年3月末，公司主要在建项目包括民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目（一期）（以下简称“民海生物国际化产业基地（一期）”）、总部基地项目等，项目计划总投资合计65.79亿元，已累计投资55.36亿元。其中，民海生物国际化产业基地（一期）主体部分已完工，工程累计投入占预算比例接近90%，部分区域已达到预定可使用状态并投入使用，目前正处于生产认证阶段。公司总部基地项目已经投入运营，其中两层楼留作办公自用，其余部分对外出租，2025年产生租金收入0.69亿元，收入增幅较大。民海生物疫苗产业基地（三期）已完工并投入使用，主要涉及的产品包括冻干狂犬疫苗和Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）。整体来看，公司大部分在建项目已进入建设尾期，且无其他拟建项目，后续整体资金需求较小。

本期债券募投项目主要系百旺信应急工程建设项目、腺病毒载体疫苗车间项目，因市场需求变化等因素影响，未能实现预期收益。百旺信应急工程项目共有两个车间，其中一个车间目前仍用于细胞流感疫苗项目的研发与产业化（已投入使用），另一个车间及配套公用工程生产设备（已全额计提减值准备）暂时处于闲置状态。腺病毒载体疫苗车间（已全额计提减值准备）目前大部分处于闲置状态，但部分楼层正在进行设备升级和改造，完工后将用于其他疫苗的生产。

表3 截至2026年3月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	工程进度/使用状态
民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目（一期）	30.00	25.87	处于生产认证中
康泰生物产业研发总部基地	12.68	10.84	已完工并投入使用
百旺信应急工程建设项目	13.58	11.32	取得紧急使用批文
民海生物疫苗产业基地（三期）	4.72	4.27	已完工并投入使用

³ 2019年出台《疫苗管理法》中明确提到了疫苗企业要有储备产能，以应对疾病预防、控制和公共卫生应急准备的需要，因此公司设计了较大弹性的产能。

新研发生产楼三层工程	2.31	1.69	产品处于临床研究阶段
四价肠道病毒灭活疫苗（Vero 细胞）生产车间建设项目	1.48	0.45	建设中
预填充灌装车间建设项目	1.02	0.92	处于生产认证中
合计	65.79	55.36	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续新增研发投入规模，在研产品管线丰富，儿童和成人疫苗均有覆盖。2025年，在部分业内公司收缩研发投入的背景下，公司研发投入较上年同比增长11.25%，占营业收入比重位于行业前列。截至2025年末，公司拥有在研项目近30项，其中18项已进入注册程序。公司三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，预期将于近年内获批上市；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、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）正处于III期临床试验阶段。若新产品顺利上市，将进一步丰富公司现有产品种类，增强公司竞争实力。考虑到在研项目的产业化存在不确定性，若新品未能顺利上市，公司研发投入将难以回收，导致产线闲置、经营成本上升，对产品布局及持续经营产生不利影响。

表4 2024-2025 年公司研发投入情况（单位：人，亿元）

项目名称	2025 年	2024 年
研发人员数量	353	362
研发人员数量占比	18.04%	18.92%
研发投入金额	6.33	5.69
研发投入占营业收入比例	23.69%	21.47%

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理

表5 同行业可比公司研发投入情况（单位：亿元）

项目	研发投入		研发投入占营业收入比重	
	2025 年	2024 年	2025 年	2024 年
沃森生物	3.81	7.00	15.76%	24.82%
智飞生物	14.36	13.91	16.03%	5.34%
康华生物	1.18	1.32	10.16%	9.22%
成大生物	4.22	4.94	30.38%	29.49%

资料来源：Choice，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

跟踪期内公司资产规模小幅下降，其构成仍以固定资产、应收账款和盈余现金为主；2025年公司销售账期略有改善，年内通过加强产销协同力度，存货周转率实现明显提升，但仍需关注存货减值风

险；总债务规模持续下降，财务结构稳健，偿债压力相对可控

资本实力与资产质量

跟踪期内随着公司借款到期偿还，总负债规模持续下降；所有者权益仍主要由资本公积⁴及未分配利润构成，由于盈利规模回落以及实施现金分红，期末留存收益减少，规模有所下降。综合影响下，公司产权比率持续下降，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

图1 公司资本结构

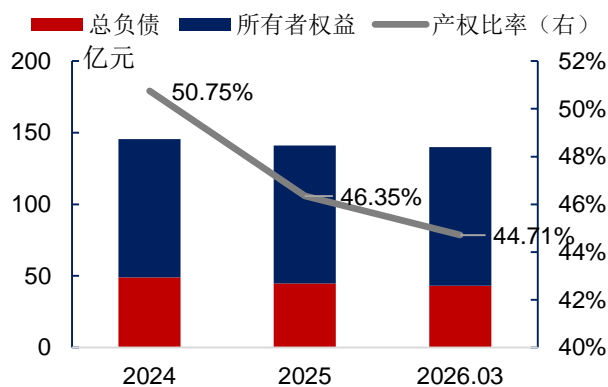
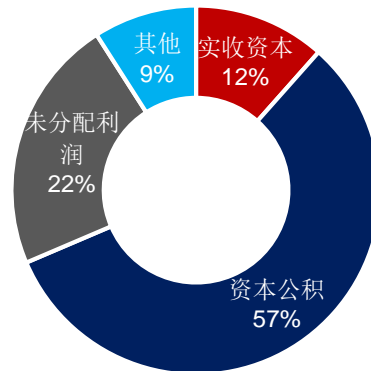


图2 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2025年末，公司货币资金、交易性金融资产及大额存单等现金类资产合计26.28亿元⁵，在总资产中占比18.64%，盈余资金储备尚可。2025年公司赎回前期购买的理财产品，并将闲余资金用于购买金融机构结构性存款及理财产品，年末其他流动资产规模降幅较大、交易性金融资产规模大幅增加。

2025年公司强化应收款项管理，应收账款周转效率有所提升，应收对象仍主要系各地疾病预防控制中心，整体回收风险较为可控。考虑到公司应收账款周转效率相较同业可比公司而言处于中等水平，未来仍需关注公司应收账款管理及回款情况。

2025年公司依据市场需求动态调整生产，加大产销协同力度，存货周转效率明显改善。2025年末公司疫苗产品库存量同比下降34.05%至1,540.13万剂，库存规模得到有效控制。2025年公司继续对部分存货计提减值准备1.28亿元（其中库存商品0.98亿元、在产品、自制半成品0.30亿元），并对冻干狂犬疫苗等部分产成品及在产品进行核销报废处理1.47亿元，需持续关注可能存在的存货减值风险。

非流动资产方面，公司固定资产主要系办公楼、生产车间、机器设备等；截至2025年末百旺信应急工程建设项目一、二期房屋建筑物暂未办妥不动产权证，账面价值合计5.63亿元。随着民海生物国际化产业基地（一期）等项目完工转入固定资产，公司在建工程账面价值有所减少。

⁴ 2025 年末公司资本公积增加 93.34 万元，系反向收购公允价值摊销调整产生的股本溢价 903,989.31 元、可转换债券转股产生股本溢价 29,451.55 元。

⁵ 另含计入其他非流动资产的大额存单 8.78 亿元。

截至 2025 年末，公司所有权或使用权受限的资产共计 0.35 亿元，均为受限货币资金（主要系缴存保证金及司法冻结资金），资产整体受限比例较小。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.69	1.21%	2.57	1.83%	4.33	2.97%
交易性金融资产	17.11	12.24%	16.89	11.98%	0.00	0.00%
应收账款	27.52	19.68%	25.84	18.33%	27.87	19.14%
存货	6.94	4.96%	6.81	4.83%	7.83	5.37%
其他流动资产	5.61	4.01%	7.51	5.33%	22.03	15.12%
流动资产合计	59.57	42.59%	59.95	42.53%	62.42	42.86%
投资性房地产	7.75	5.54%	7.81	5.54%	7.88	5.41%
固定资产	43.16	30.86%	42.53	30.18%	42.35	29.08%
在建工程	5.52	3.95%	7.11	5.05%	9.90	6.80%
无形资产	4.97	3.56%	4.68	3.32%	4.37	3.00%
非流动资产合计	80.30	57.41%	81.01	57.47%	83.21	57.14%
资产总计	139.86	100.00%	140.95	100.00%	145.64	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

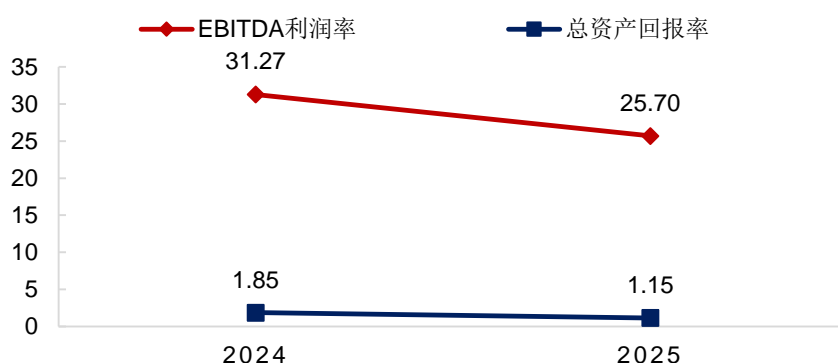
盈利能力

2025年公司主要疫苗产品四联苗销售收入下滑幅度较大，但冻干狂犬疫苗快速放量，整体营业收入较上年微增0.81%；由于产品结构变化、出口业务占比提升等因素影响，毛利率较上年下滑7.31个百分点。2026年一季度公司营业收入同比下降2.18%，毛利率亦有所下滑，主要由于2025年一季度公司疫苗销量仍处于相对高位，免疫规划百白破疫苗接种程序调整对四联苗销售的影响从2025年二季度开始逐步体现。

2025年公司期间费用率为67.05%，较上年略有下降；其中销售费用率维持稳定，管理费用率因职工薪酬、业务招待费等多项费用收缩而有所下降，但公司期间费用整体规模仍较大，对利润的压制较为明显。2025年公司EBITDA利润率、总资产回报率延续下滑趋势。

此外，2025年因库存积压情况有所改善，公司资产减值损失有所收窄，但年内信用减值损失较上年明显增多、固定资产折旧费用仍有所增加；公司2025年合计收到政府补助0.41亿元，较上年度同比下降58.80%。综合影响下，公司2025年归属于上市公司股东的净利润较上年同比下降65.12%。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着公司借款逐步到期偿还，公司债务规模持续下降，截至2026年3月末，总债务规模为19.75亿元，其中本期债券占比九成以上，剩余为少量银行借款。截至2026年3月末，公司长期债务占比超过95.00%，债务期限结构尚可。

其他经营性负债方面，公司应付账款主要系应付工程款及设备、材料款等，随着在建项目逐步完工，2025年末应付账款规模有所下降。公司其他应付款主要系应付专业推广商的销售服务费、临床实验服务费及部分保证金，2025年末均有所减少。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.11	0.25%	0.00	0.00%	0.34	0.70%
应付票据	0.49	1.12%	1.16	2.61%	1.87	3.81%
应付账款	5.22	12.09%	5.92	13.26%	6.61	13.48%
其他应付款	13.60	31.48%	13.83	30.98%	14.61	29.81%
一年内到期的非流动负债	0.26	0.59%	0.17	0.37%	2.03	4.14%
流动负债合计	20.75	48.02%	22.16	49.64%	26.47	53.99%
应付债券	18.90	43.74%	18.70	41.89%	17.86	36.44%
非流动负债合计	22.46	51.98%	22.48	50.36%	22.56	46.01%
负债合计	43.21	100.00%	44.64	100.00%	49.03	100.00%
总债务	19.75	45.72%	20.03	44.87%	22.10	45.08%
其中：短期债务	0.85	4.31%	1.33	6.64%	4.24	19.18%
长期债务	18.90	95.69%	18.70	93.36%	17.86	80.82%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

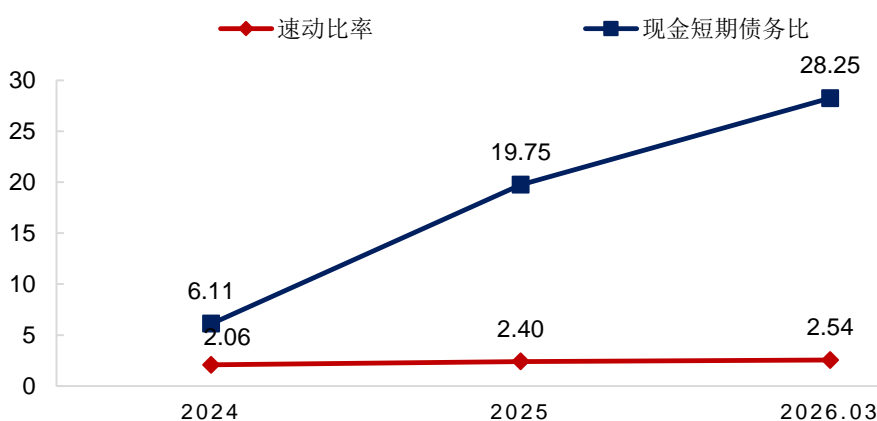
2025年公司经营活动现金流净额表现较好，营业收入转化为现金的能力进一步提升，为公司后续发展提供了资金弹性。随着债务规模下降，公司资产负债率及总债务/总资本等指标呈下降趋势，净债务维持负值，EBITDA仍能较好覆盖利息支出，财务结构稳健；财务杠杆水平尚可，整体偿债压力可控。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.99	6.36	6.03
FFO（亿元）	--	5.20	6.80
资产负债率	30.90%	31.67%	33.66%
净债务/EBITDA	--	-0.83	-0.40
EBITDA 利息保障倍数	--	5.77	6.63
总债务/总资本	16.97%	17.22%	18.62%
FFO/净债务	--	-91.58%	-207.51%
经营活动现金流净额/净债务	23.92%	-111.86%	-184.06%
自由现金流/净债务	55.33%	-53.44%	-39.99%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年以来公司速动资产占比持续提升，现金类资产对短期债务的覆盖力度进一步增强，流动性压力可控。截至2026年3月末，公司尚未使用的银行授信余额合计10.21亿元，具有一定流动性储备；且公司资产整体受限比例较低，必要时可抵押公司投资性房地产（总部基地）等，整体融资弹性尚可。

图4 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月11日），公司本部和重要子公司民海生物不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月15日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

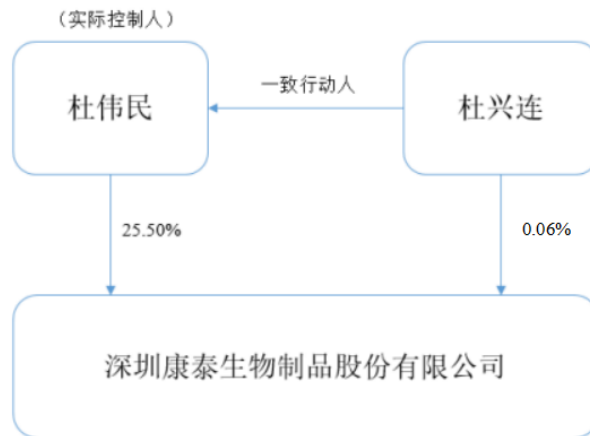
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	1.69	2.57	4.33	11.96
交易性金融资产	17.11	16.89	0.00	1.00
应收账款	27.52	25.84	27.87	27.88
流动资产合计	59.57	59.95	62.42	53.96
固定资产	43.16	42.53	42.35	34.35
非流动资产合计	80.30	81.01	83.21	96.89
资产总计	139.86	140.95	145.64	150.85
短期借款	0.11	0.00	0.34	0.60
应付账款	5.22	5.92	6.61	7.91
其他应付款	13.60	13.83	14.61	16.46
一年内到期的非流动负债	0.26	0.17	2.03	0.32
流动负债合计	20.75	22.16	26.47	27.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	6.71
应付债券	18.90	18.70	17.86	17.01
非流动负债合计	22.46	22.48	22.56	27.92
负债合计	43.21	44.64	49.03	55.44
总债务	19.75	20.03	22.10	25.56
长期债务	18.90	18.70	17.86	23.72
所有者权益	96.65	96.32	96.61	95.42
营业收入	6.31	26.73	26.52	34.77
营业利润	0.41	0.38	1.81	9.49
净利润	0.34	0.70	2.02	8.61
经营活动产生的现金流量净额	-0.99	6.36	6.03	10.33
投资活动产生的现金流量净额	0.36	-4.84	-5.57	-4.39
筹资活动产生的现金流量净额	0.11	-3.45	-8.01	-4.18
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	6.87	8.29	13.21
FFO（亿元）	--	5.20	6.80	12.09
净债务（亿元）	-4.15	-5.68	-3.28	8.83
销售毛利率	71.10%	74.69%	82.00%	84.54%
EBITDA 利润率	--	25.70%	31.27%	38.00%
总资产回报率	--	1.15%	1.85%	7.30%
资产负债率	30.90%	31.67%	33.66%	36.75%
净债务/EBITDA	--	-0.83	-0.40	0.67
EBITDA 利息保障倍数	--	5.77	6.63	10.18
总债务/总资本	16.97%	17.22%	18.62%	21.13%
FFO/净债务	--	-91.58%	-207.51%	136.98%

经营活动现金流净额/净债务	23.92%	-111.86%	-184.06%	117.06%
速动比率	2.54	2.40	2.06	1.68
现金短期债务比	28.25	19.75	6.11	9.44

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 6 月 15 日）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2025 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
北京民海生物科技有限公司	100,000.00	100.00%	人用疫苗研发、生产与销售
深圳鑫泰康生物科技有限公司	35,000.00	100.00%	医药技术的研发及应用等
深圳康泰生物科技有限公司	5,800.00	100.00%	开发、生产经营乙肝疫苗及其它医用生物制品
康泰生物科技（香港）有限公司	1,099.25	100.00%	预防用生物制品的经营、批发、贸易；技术开发及引进；进出口业务
北京康实生物技术有限公司	1,000.00	45.00%	药品生产；药品委托生产

注：公司通过深圳康泰生物科技有限公司间接持股 45% 设立北京康实生物技术有限公司，属于本集团控制公司。

资料来源：公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号