

## Q3 四联苗批签发恢复良好，销售费用率显著降低

### ——康泰生物 (300601.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

## ◆事件:

公司公告 2019 年三季度报:前三季度实现收入 13.94 亿元,同比-7.05%;归母净利润 4.31 亿元,同比+14.53%;扣非后归母净利润 4.16 亿元,同比+16.07%,为此前预告的中枢偏上(预告扣非增速 11.64%~18.63%)。净经营性现金流 2.68 亿元,同比+68.91%。EPS 0.68 元。业绩略超预期。

## ◆点评:

**四联苗批签发恢复良好, 23 价肺炎上市有一定贡献。**公司 Q3 单季度实现收入 5.87 亿元(+35%),扣非净利润 1.7 亿元(+99%)。收入端增长主要得益于核心产品四联苗 Q3 批签发恢复良好,前三季度批签发 215 万支,其中 7~9 月批签发 161 万支,相比去年 Q3 略有增长,预计前三季度实现收入 8~9 亿元。今年在默沙东五联苗、百白破疫苗、三联苗均供应紧张的情况下,公司四联苗销售形势良好,全年有望实现销售 450 万支左右,同比增长约 7%。23 价肺炎、Hib、乙肝等品种前三季度实现收入约 5 亿元。另外 23 价肺炎疫苗于 8 月获得批签发 89 万支,预计贡献了一定收入增量。

**营销改革卓有成效,销售费用率明显降低。**18 年公司销售费用率接近 50%,处于行业偏高水平。19 年以来公司进行营销调整,前三季度销售费用率降低至 39.5%,是前三季度利润超预期的主要因素之一,且预计未来仍有下降空间。公司经营性现金流改善,应收账款周转率下降至 1.45(同期 2.01),预计由于直销占比提升所致。Q1~3 管理费用同比增加 2000 多万元,预计主要为员工激励费用。研发费用同比增长 48%,占收入比重上升至 9%。

**国内研发布局最为全面的疫苗企业,未来 2~3 年新品种集中上市。**13 价肺炎疫苗已处于预沟通阶段,报产在即;二倍体狂苗已取得临床总结报告,有望年底前报产;IPV、EV71 疫苗处于 3 期临床阶段,有望 21-22 年获批。另外,公司的组分百白破疫苗、带状疱疹疫苗、HPV 疫苗、麻腮风水痘疫苗、五价轮状疫苗、鼻喷乙肝疫苗、五联苗等突破性重磅疫苗产品均处于不同临床阶段,十年研发积淀,重磅产品研发即将进入收获期。

**盈利预测与估值:**20-22 年将若有若干重磅新品陆续上市,进入业绩高速增长期。考虑到增发摊薄,调整 19-21 年 EPS 至 0.86/1.16/2.04(原 0.87/1.17/2.07 元),分别同比增长 27%/35%/76%。现价对应 19-21 年 PE 为 101/75/42 倍。维持“买入”评级。

**风险提示:**新品种获批进度或销售低于预期;行业监管政策调整的风险。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,161	2,017	2,268	3,126	4,565
营业收入增长率	110.38%	73.69%	12.44%	37.85%	46.04%
净利润(百万元)	215	436	553	748	1,319
净利润增长率	149.04%	102.92%	26.92%	35.21%	76.45%
EPS(元)	0.33	0.68	0.86	1.16	2.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.05%	23.77%	23.31%	25.32%	32.59%
P/E	260	128	101	75	42

资料来源:Wind、光大证券研究所预测、股价时间为 2019 年 10 月 31 日

## 买入(维持)

当前价:84.64 元

### 分析师

林小伟 (执业证书编号:S0930517110003)

021-52523871

[linxiaowei@ebsecn.com](mailto:linxiaowei@ebsecn.com)

经煜基 (执业证书编号:S0930517050002)

021-52523870

[jingyuj@ebsecn.com](mailto:jingyuj@ebsecn.com)

### 市场数据

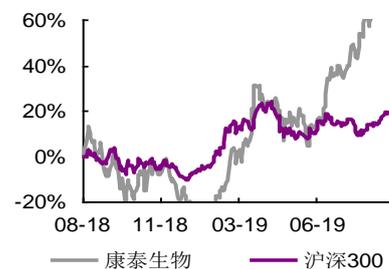
总股本(亿股):6.45

总市值(亿元):559

一年最低/最高(元):27.73/77.95

近 3 月换手率:41.38%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.86	22.67	59.26
绝对	-1.81	23.74	76.05

资料来源:Wind

### 相关研报

业绩略超预期,四联苗批签发恢复良好——康泰生物(300601.SZ)三季度业绩预告点评

.....2019-10-09

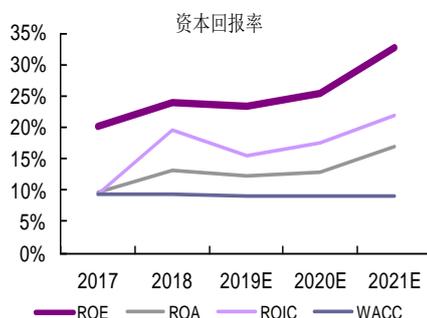
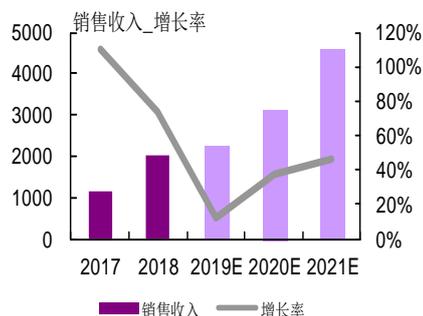
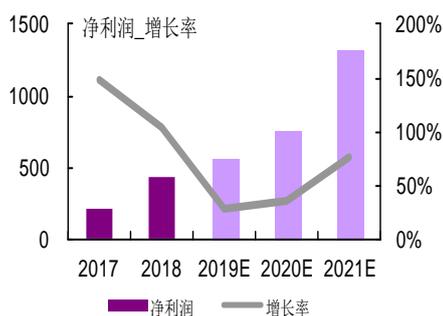
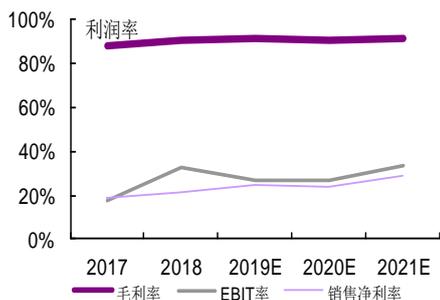
疫苗行业的发展逻辑——疫苗行业系列深度报告之一(行业篇)

.....2019-08-14

表 1: 公司产品研发情况

	药品名称	功能主治	注册阶段	当前进展情况
自主研发项目	23 价肺炎球菌多糖疫苗	预防由本疫苗包含的 23 种肺炎球菌血清型引起的肺炎、脑膜炎、中耳炎和菌血症等疾病	已上市	已上市
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	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	已报产	审评中
	吸附无细胞百白破联合疫苗	预防百日咳、白喉、破伤风。	已报产	正处于生产现场核查阶段
	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	预防由 b 型流感嗜血杆菌引起的侵袭性感染 (包括脑膜炎、肺炎、败血症、蜂窝组织炎、关节炎、会厌炎等)	已报产	审评中
	MCV4 脑膜炎球菌多糖疫苗	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	处于临床研究总结阶段	已完成 III 期临床研究现场工作
	甲型肝炎灭活疫苗	预防甲型肝炎	已完成 III 期临床研究现场工作	已完成 III 期临床研究现场工作
	重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)	预防乙型肝炎	正处于临床研究阶段	临床进行中
	13 价肺炎球菌结合疫苗	预防由 1、3、4、5、6A、6B、7F、9V、14、18C、19A、19F 和 23F13 个血清型肺炎球菌引起的侵袭性感染	获得 III 期临床研究总结报告	准备申请注册批件
	口服重组 B 亚单位双价 O1/O139 霍乱疫苗	预防霍乱弧菌血清型 O1 或 O139 血清型引起的疾病	已获批临床	临床准备中
	冻干水痘减毒活疫苗	预防水痘	已获批临床	临床准备中
	冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)	预防狂犬病	处于临床研究总结阶段	完成 III 期临床试验数据揭盲工作
	吸附无细胞百白破冻干 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	预防百日咳、白喉、破伤风和 b 型流感嗜血杆菌引起的侵袭性疾病	已获批临床	临床准备中
	吸附无细胞百 (组分) 白破联合疫苗	预防百日咳、白喉、破伤风	已获批临床	临床准备中
	重组肠道病毒 71 型疫苗 (汉逊酵母)	预防由 EV71 病毒引起的手足口病	正处于临床研究阶段	临床进行中
	重组人乳头瘤病毒疫苗 (HPV)	预防由人乳头瘤病毒引起的宫颈癌	临床前研究阶段	临床前研究
	60μg 鼻腔喷雾型乙型肝炎疫苗	预防乙型肝炎	临床前研究阶段	临床前研究
	冻干腮腺炎减毒活疫苗	预防流行性腮腺炎	临床前研究阶段	临床前研究
	单纯疱疹病毒基因工程疫苗	预防带状疱疹	临床前研究阶段	临床前研究
	重组 B 群脑膜炎球菌疫苗	预防由 B 群脑膜炎奈瑟菌引起的流行性脑脊髓膜炎	临床前研究阶段	临床前研究
	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	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	临床前研究阶段	临床前研究
合作研发项目	60μg 重组乙型肝炎疫苗 (酿酒酵母) (免疫调节剂)	治疗乙型肝炎	已撤回药品注册批件申请	临床数据自查中
	新型佐剂乙肝疫苗	治疗和预防乙型肝炎	临床前研究阶段	临床前研究
技术许可项目	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	预防狂犬病	已获批上市	已上市
	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	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	正处于临床研究阶段	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	临床前研究阶段	临床前研究
	麻腮风水痘联合减毒活疫苗	用于预防麻疹、腮腺炎、风疹和水痘	临床前研究阶段	临床前研究
专利许可项目	五价口服轮状病毒活疫苗	预防 1 型、2 型、3 型、4 型、9 型轮状病毒引起的腹泻	临床前研究阶段	临床前研究

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,161</b>	<b>2,017</b>	<b>2,268</b>	<b>3,126</b>	<b>4,565</b>
营业成本	136	179	198	284	398
折旧和摊销	61	59	91	110	129
营业税费	7	11	14	19	27
销售费用	615	1,005	1,038	1,402	1,812
管理费用	182	155	404	563	776
财务费用	2	18	17	47	84
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	7	3	4	5
<b>营业利润</b>	<b>242</b>	<b>481</b>	<b>591</b>	<b>809</b>	<b>1,449</b>
<b>利润总额</b>	<b>238</b>	<b>489</b>	<b>623</b>	<b>842</b>	<b>1,483</b>
少数股东损益	0	0	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>215</b>	<b>436</b>	<b>553</b>	<b>748</b>	<b>1,319</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>2,211</b>	<b>3,336</b>	<b>4,511</b>	<b>5,810</b>	<b>7,835</b>
流动资产	990	1,740	2,840	3,928	5,743
货币资金	160	635	1,474	2,032	2,967
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	532	855	1,051	1,403	2,034
应收票据	1	2	2	3	4
其他应收款	11	41	36	48	79
存货	181	196	246	357	478
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	1	1
固定资产	467	551	757	937	1,097
无形资产	127	116	159	200	249
<b>总负债</b>	<b>1,140</b>	<b>1,504</b>	<b>2,137</b>	<b>2,852</b>	<b>3,782</b>
无息负债	846	1,042	998	1,446	1,592
有息负债	293	462	1,139	1,406	2,190
<b>股东权益</b>	<b>1,071</b>	<b>1,833</b>	<b>2,374</b>	<b>2,957</b>	<b>4,054</b>
股本	421	639	645	645	645
公积金	440	667	716	790	922
未分配利润	350	617	955	1,461	2,424
少数股东权益	0	0	2	4	6

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>154</b>	<b>336</b>	<b>461</b>	<b>795</b>	<b>753</b>
净利润	215	436	553	748	1,319
折旧摊销	61	59	91	110	129
净营运资金增加	388	618	447	666	1,712
其他	-510	-775	-631	-730	-2,407
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-261</b>	<b>-236</b>	<b>-249</b>	<b>-316</b>	<b>-336</b>
净资本支出	-190	-343	-222	-320	-340
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-71	107	-27	4	5
<b>融资活动现金流</b>	<b>147</b>	<b>332</b>	<b>628</b>	<b>80</b>	<b>518</b>
股本变化	52	217	0	0	0
债务净变化	-56	168	677	267	783
无息负债变化	330	196	-44	448	146
<b>净现金流</b>	<b>40</b>	<b>432</b>	<b>839</b>	<b>558</b>	<b>935</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	110.38%	73.69%	12.44%	37.85%	46.04%
净利润增长率	149.04%	102.92%	26.92%	35.21%	76.45%
EBITDA 增长率	94.79%	172.21%	-2.67%	38.23%	72.33%
EBIT 增长率	132.63%	225.27%	-7.84%	40.79%	79.47%
<b>估值指标</b>					
PE	260	128	101	75	42
PB	52	31	24	19	14
EV/EBITDA	119	66	68	49	29
EV/EBIT	154	72	78	56	31
EV/NOPLAT	171	80	87	62	35
EV/Sales	27	23	21	15	11
EV/IC	16	16	13	11	8
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	88.26%	91.10%	91.27%	90.92%	91.28%
EBITDA 率	22.62%	35.45%	30.69%	30.77%	36.31%
EBIT 率	17.38%	32.54%	26.67%	27.24%	33.48%
税前净利润率	20.50%	24.25%	27.47%	26.92%	32.49%
税后净利润率 (归属母公司)	18.49%	21.60%	24.38%	23.92%	28.90%
ROA	9.71%	13.06%	12.30%	12.90%	16.86%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.05%	23.77%	23.31%	25.32%	32.59%
经营性 ROIC	9.29%	19.68%	15.34%	17.39%	21.81%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.27	1.79	1.59	1.59	1.71
速动比率	1.04	1.59	1.45	1.44	1.57
归属母公司权益/有息债务	3.65	3.97	2.08	2.10	1.85
有形资产/有息债务	6.46	6.37	3.73	3.91	3.42
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.34	0.68	0.87	1.17	2.07
每股红利	0.08	0.25	0.26	0.35	0.62
每股经营现金流	0.24	0.53	0.72	1.24	1.18
每股自由现金流(FCFF)	-0.49	-0.48	-0.05	-0.17	-0.84
每股净资产	1.68	2.87	3.71	4.63	6.34
每股销售收入	1.82	3.16	3.55	4.90	7.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼