

评级：买入(维持)

市场价格：81.35

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师：赵磊

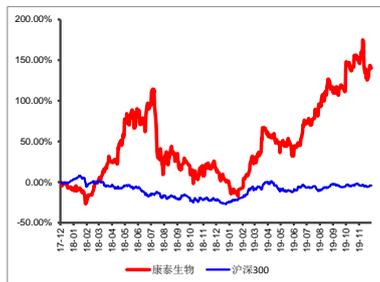
执业证书编号：S0740518070007

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	645.22
流通股本(百万股)	262.28
市价(元)	81.35
市值(百万元)	52488.65
流通市值(百万元)	21336.48

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 康泰生物(300601)-2019Q3 点评：四联苗销售放量良好，业绩恢复增长-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20191028
- 2 康泰生物(300601)-2019Q3 预告点评：四联苗和 23 价肺炎疫苗双轮驱动，业绩恢复增长-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20191009
- 3 康泰生物(300601)-2019H1 点评：符合预期，下半年随新品上市等业绩有望逐步恢复-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20190803

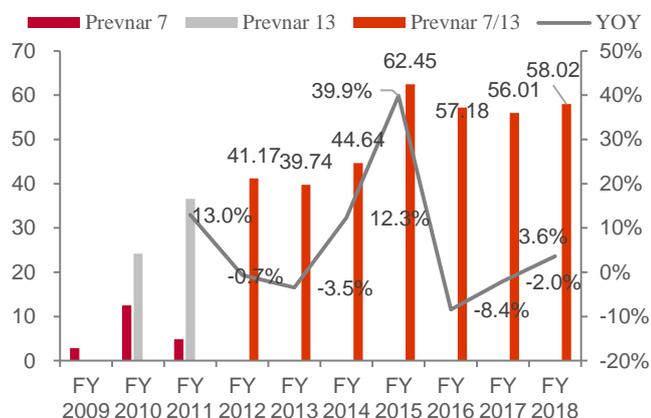
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1161.18	2016.90	2374.45	2864.14	4396.89
增长率 yoy%	110.38%	73.69%	17.73%	20.62%	53.52%
净利润	214.70	435.69	604.13	790.99	1303.66
增长率 yoy%	149.04%	102.92%	38.66%	30.93%	64.81%
每股收益(元)	0.32	0.64	0.89	1.17	1.92
每股现金流量	0.23	0.50	0.35	0.90	0.82
净资产收益率	20.05%	23.77%	25.32%	21.25%	23.66%
P/E	256.62	126.46	91.20	69.66	42.26
PEG	1.72	1.23	2.36	2.25	0.65
P/B	51.44	30.06	23.10	14.80	10.00

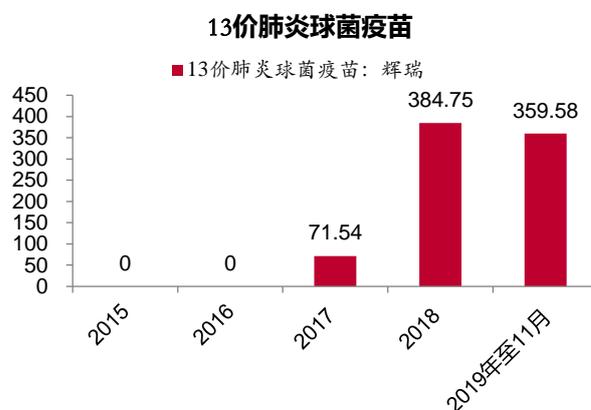
备注：

投资要点

- **事件**：2019 年 12 月 9 日，公司公告 13 价肺炎球菌结合疫苗申请新药生产注册获得受理，受理号 CXSS1900046 国。
- **重磅爆款正式报产，有望于 2020-2021 年获批上市**。肺炎链球菌是引起婴幼儿和老年人急性呼吸道感染的主要病原菌，是发病率最高的细菌性呼吸道传染病。据 WHO 估计，全球每年有 160 万人死于肺炎球菌感染，其中 46 万幼儿；我国每年大约有 174 万名儿童发生严重的肺炎球菌感染，其中 3 万名儿童夭折。肺炎球菌疫苗可用于血清型肺炎球菌引起的侵袭性疾病（包括败血症、脑膜炎、菌血症性肺炎、菌血症）以及肺炎等，预防效果明显。辉瑞的 7 价和 13 价疫苗沛儿系列是全球疫苗销量冠军，2018 年合计销量达到 58 亿美元（3.6%+）。国内 13 价肺炎球菌疫苗供不应求，目前仅原研沛儿 13 在 2018 年批签发 384.75 万支。按照沛儿获批的 6 周龄至 15 月龄婴幼儿接种、4 针常规免疫接种程序（2、4、6 月龄进行基础免疫，12-15 月龄加强免疫）、698 元/针的价格计算，我们认为 13 价肺炎球菌疫苗市场空间有望达到 71 亿元（15%渗透率）。康泰生物 13 价肺炎球菌疫苗正式申报生产，我们预计进度顺利则有望于 2020 年获批上市、2021 年开始销售贡献较大增量业绩，分享国内巨大的潜力市场。
- **后续进度最快的竞争对手刚开始进入临床 III 期，具备较大优势领先优势**。我们梳理了目前多价肺炎球菌结合疫苗的研发情况，后续在研企业中兰州所 2019 年 9 月登记进入临床 III 期，智飞生物、北京科兴等处于临床 I 期阶段，预计第三家国产企业申报生产需要 2 年左右的时间，市场空间足够同时竞争格局良好。
- **展望 2020 年，我们认为公司核心产品四联苗有望保持较快增长，23 价肺炎球菌疫苗贡献一定增量，在研 13 价肺炎疫苗、人用二倍体狂苗（人二倍体细胞）等重磅产品有望陆续取得突破，长期成长性强**。
- **盈利预测与投资建议**：我们预计 2019-2021 年公司营业收入为 23.74、28.64、43.97 亿元，同比增长 17.73%、20.62%、53.52%；归母净利润为 6.04、7.91、13.04 亿元，同比增长 38.66%、30.93%、64.81%，对应 EPS 为 0.89、1.17、1.92 元。公司作为在研产品管线最为丰富的疫苗公司之一，未来三年 13 价肺炎疫苗、人二倍体狂苗等重磅产品有望陆续上市，维持“买入”评级。
- **风险提示**：核心产品四联苗销售不及预期、竞争加剧的风险，研发进展不及预期的风险，预测前提不及预期导致市场容量测算出现偏差的风险，监管政策趋严的风险。

图表 1: 2009-2018 年辉瑞 7&13 价肺炎球菌疫苗全球销售收入及增速 (单位: 百万美元, %)


来源: 公司年报, Bloomberg, 中泰证券研究所 (2013 年起辉瑞合并 7 价和 13 价)

图表 2: 国内 13 价肺炎球菌疫苗批签发情况 (单位: 万支)


来源: 中检院, 中泰证券研究所

图表 3: 国内 13 价肺炎球菌疫苗研发竞争情况

受理号	药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	状态
JXSS1400027	13 价肺炎球菌结合疫苗 (沛儿 13)	进口		辉瑞	2016 年 11 月获批上市
CXSS1800003	13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	新药	6	沃森生物	申报生产, 纳入优先审评; 2015 年 8 月同时在俄罗斯开展 III 期
CXSS1900046	13 价肺炎球菌结合疫苗	新药	1	北京民海 (康泰生物)	申报生产
CXSL1300023	13 价肺炎球菌结合疫苗	新药	6	兰州所	临床 III 期 (2019.09)
CXSL1100016	13 价肺炎球菌结合疫苗	新药	6	北京科兴 (未名医药)	临床 I 期 (2018.04)
CXSL1300124	15 价肺炎球菌结合疫苗	新药	7	智飞生物	临床 I 期 (2019.06)
CXSL1600120	重组肺炎球菌蛋白疫苗 (PBPV)	新药	1	康希诺生物	临床 I a 期 (2019.09)
CXSL1600120	13 价肺炎球菌多糖结合疫苗 (CRM197, TT 载体)	新药	3		获批临床
CXSL1600014	13 价肺炎球菌结合疫苗 (多价结合体)	新药	6	成都安特金生物技术有限公司	获批临床
CXSL1800049	13 价肺炎球菌结合疫苗	新药	15	武汉博沃生物科技有限公司	申报临床

来源: CDE, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 康泰生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1740	2581	4097	6386	营业收入	2017	2374	2864	4397
现金	635	1124	2402	3764	营业成本	179	248	275	463
应收账款	855	1069	1269	1945	营业税金及附加	11	14	17	26
其他应收款	41	39	47	75	营业费用	1005	974	1203	1803
预付账款	10	14	14	25	管理费用	155	226	258	396
存货	196	296	326	542	财务费用	18	1	-19	-61
其他流动资产	3	40	39	35	资产减值损失	10	14	14	13
非流动资产	1596	1538	1505	1391	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	4	5	5
固定资产	551	786	843	812	营业利润	481	673	882	1456
无形资产	116	95	74	53	营业外收入	13	9	9	10
其他非流动资产	929	657	587	526	营业外支出	5	4	5	5
资产总计	3336	4119	5602	7777	利润总额	489	678	886	1461
流动负债	974	1246	1384	1755	所得税	53	74	95	158
短期借款	0	356	430	660	净利润	436	604	791	1304
应付账款	92	108	127	214	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	882	782	827	882	归属母公司净利润	436	604	791	1304
非流动负债	530	487	496	513	EBITDA	558	759	972	1516
长期借款	255	266	272	284	EPS (元)	0.68	0.94	1.20	1.92
其他非流动负债	275	221	224	229					
负债合计	1504	1734	1880	2267	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	639	645	661	677	成长能力				
资本公积	624	617	1324	2031	营业收入	73.7%	17.7%	20.6%	53.5%
留存收益	660	1104	1711	2767	营业利润	98.7%	39.9%	31.0%	65.2%
归属母公司股东权益	1833	2386	3722	5509	归属于母公司净利润	102.9%	38.7%	30.9%	64.8%
负债和股东权益	3336	4119	5602	7777	获利能力				
					毛利率(%)	91.1%	89.5%	90.4%	89.5%
					净利率(%)	21.6%	25.4%	27.6%	29.6%
					ROE(%)	23.8%	25.3%	21.3%	23.7%
					ROIC(%)	28.0%	28.9%	33.7%	41.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	45.1%	42.1%	33.6%	29.2%
					净负债比率(%)	20.23%	38.54%	39.84%	43.66%
					流动比率	1.79	2.07	2.96	3.64
					速动比率	1.58	1.83	2.72	3.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.64	0.59	0.66
					应收账款周转率	3	2	2	3
					应付账款周转率	2.36	2.48	2.34	2.72
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.89	1.17	1.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.35	0.90	0.82
					每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.52	5.50	8.13
					估值比率				
					P/E	126.46	91.20	69.66	42.26
					P/B	30.06	23.10	14.80	10.00
					EV/EBITDA	94	69	54	34

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。