

2023年04月24日

买入（首次覆盖）

报告原因：年报点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

陈成 S0630522080001

chencheng@longone.com.cn

总股本(万股)	111,691
流通A股/B股(万股)	88,138
资产负债率(%)	34.2
市净率(倍)	4.02
净资产收益率(加权)	2.3
12个月内最高/最低价	47.00/ 26.96

**相关研究**

康泰生物（300601）：常规疫苗快速增长，重磅品种即将上市

——公司简评报告

投资要点

- 新冠疫苗减值影响当期利润。**2022全年，公司实现营业收入31.57亿元（-13.55%）、归母净利润-1.33亿元（-110.5%）；2023Q1，公司实现营业收入7.48亿元（-14.12%）、归母净利润2.05亿元（-24.90%）。2022全年，受新冠疫苗销售同比大幅下滑的影响，公司总营业收入同比有所下降；同期计提新冠疫苗相关资产减值准备合计7.99亿元，导致当期表观利润大幅下滑。随着新冠疫苗影响的出清，2023年公司有望恢复良好增长态势。
- 常规疫苗实现良好增长。**2022年公司常规疫苗实现收入29.46亿元（+85.39%）；2023Q1常规疫苗实现收入7.48亿元（+3.42%）；报告期内，公司常规疫苗逐渐恢复良好增长态势。公司四联苗2022年获批签发350万剂，实现销售收入同比增长54%，四联苗为公司独家产品，竞争格局良好，渗透率有望持续提升；13价肺炎疫苗处于快速放量期，2022年获批签发497万剂，预计实现销售收入约8-10亿元，2023年有望持续快速增长；乙肝疫苗2022年获批签发量达1921万剂，实现销售收入同比增长26%，其中60ug为市场独家产品，用于16岁以上无应答人群，具备良好竞争优势。
- 二倍体狂苗上市在即，海外市场拓展可期。**报告期内，公司研发费用达8.02亿元，同比增长126%，公司在研项目30余项，其中，进展最快的二倍体狂苗有望于2023Q2正式获批上市。公司作为国内第二家二倍体狂苗生产企业，具备良好先发优势，二倍体狂苗正逐步实现对传统Vero细胞狂苗的升级替代，市场空间广阔，该产品上市后将成为公司新的重磅级品种，未来有望贡献显著业绩增量。2022年以来，公司积极探索海外合作，以加快推进13价肺炎疫苗、23价肺炎疫苗等产品在菲律宾、印尼、巴基斯坦等国家的上市销售；随着海外合作的持续推进，海外订单有望在未来逐步贡献业绩增量，将成为公司新的业绩增长点。
- 投资建议：**随着新冠疫苗影响的出清，公司常规疫苗恢复良好增长，公司核心产品四联苗保持良好增长，13价肺炎疫苗快速放量，二倍体狂苗即将上市贡献显著增量，我们预计公司将进入新的快速增长期。我们预计公司2023-2025年的营收分别40.25/52.61/67.59亿元，归母净利润为10.46/14.20/19.01亿元，对应EPS分别为0.94/1.27/1.70元，对应PE分别32.96/24.48/18.13倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**疫苗行业政策变动风险；疫苗研发及上市进度不及预期风险；市场竞争加剧风险等。

盈利预测与估值简表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3157.40	4025.00	5261.34	6758.76
增长率	-13.55%	27.48%	30.72%	28.46%
归母净利润	-132.71	1045.73	1419.65	1900.93
增长率	-110.50%	887.99%	35.76%	33.90%
EPS(元)	-0.12	0.94	1.27	1.70
P/E	—	32.96	24.28	18.13

资料来源：Wind，东海证券研究所，2023年4月24日

正文目录

1. 产品管线丰富，综合实力强劲	4
2. 常规疫苗业务良好增长	5
3. 二倍体狂苗获批在即，海外市场拓展加速	5
4. 投资建议	6
5. 风险提示	6

图表目录

图 1 公司营收及同比增速.....	4
图 2 公司归母净利润及同比增速.....	4
图 3 公司毛利率与净利率.....	5
图 4 公司四项费用率.....	5
表 1 公司疫苗产品及近三年批签发.....	4
表 2 公司在研产品管线.....	6

未找到图形项目表。

1. 产品管线丰富，综合实力强劲

康泰生物主要从事人用疫苗的研发、生产和销售，2017年2月在深交所创业板上市。目前公司上市销售的产品包括13价肺炎球菌多糖结合疫苗、无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗(酿酒酵母)等多款产品。经过多年发展，公司构建了丰富的产品管线，在国内疫苗行业中具备良好竞争力。

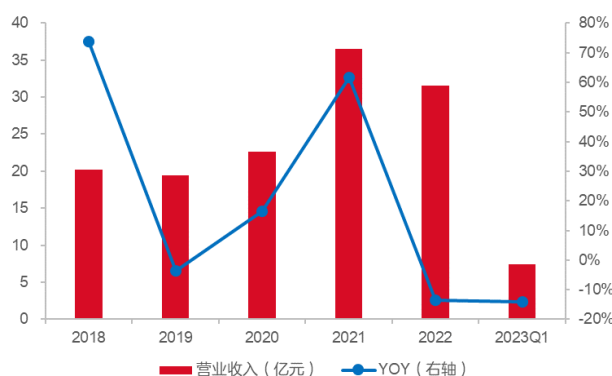
表1 公司疫苗产品及近三年批签发情况

序号	产品	2022年批签发数量(万剂)	2021年批签发数量(万剂)	2020年批签发数量(万剂)
1	重组乙型肝炎疫苗(酿酒酵母) 10μg 20μg 60μg	1921.39	2574.78	201.03
2	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	496.78	41.76	0
3	无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗	350.42	431.73	556.33
4	23价肺炎球菌多糖疫苗	38.22	135.98	408.46
5	b型流感嗜血杆菌结合疫苗	65.69	291.31	242.84
6	冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗		44.88	
7	吸附无细胞百白破联合疫苗	32.51		
8	新型冠状病毒灭活疫苗(Vero细胞)			
9	重组新型冠状病毒疫苗(Y25腺病毒载体)			
10	麻疹风疹联合减毒活疫苗			

资料来源：公司公告，东海证券研究所

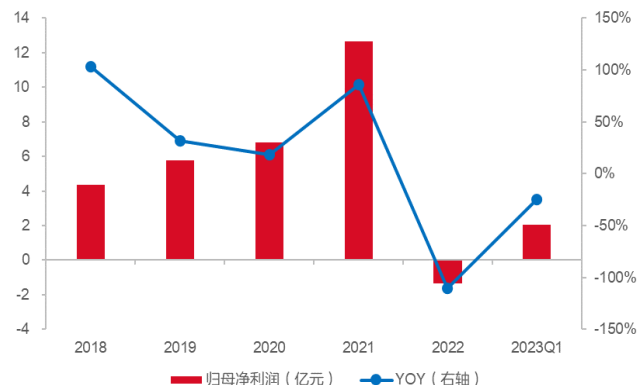
新冠疫苗减值影响当期利润。2022全年，公司实现营业收入31.57亿元(-13.55%)、归母净利润-1.33亿元(-110.5%)；2023Q1，公司实现营业收入7.48亿元(-14.12%)、归母净利润2.05亿元(-24.90%)。2022全年，新冠疫苗销售同比大幅下滑，使得公司总营业收入有所下降；计提新冠疫苗相关资产减值准备合计7.99亿元，使得当期表观利润大幅下滑。

图1 公司营收及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

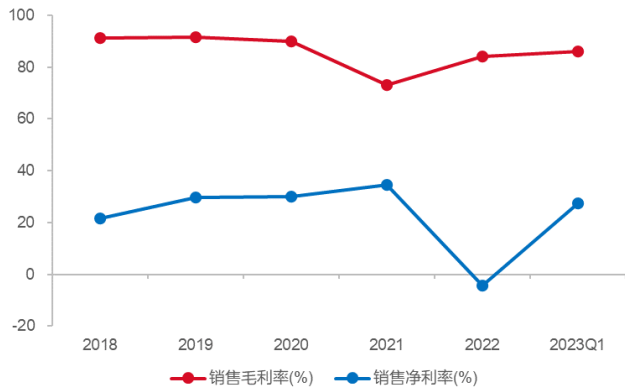
图2 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

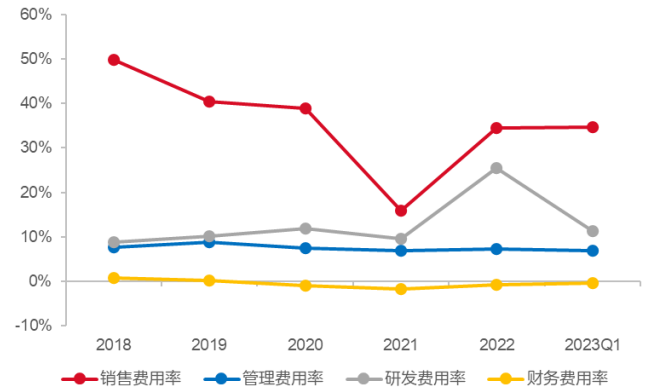
常规疫苗营收占比回升，毛利率提升。报告期内，公司常规疫苗营收占比回升（2022 年常规业务营收占比 93%，2023Q1 常规业务营收占比 100%），公司毛利率逐步提升，2023Q1 毛利率达到 85.91%。从四项费用上看，2022 年研发费用率和销售费用率较高，随着新冠疫苗研发费用影响消退，公司费用支出预计维持稳定增长，净利率也有望逐步企稳回升，2023Q1 公司净利率为 27.45%。

图3 公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司四项费用率



资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 常规疫苗业务良好增长

常规业务实现良好增长。2022 年，常规疫苗业务实现收入 29.46 亿元（+85.39%）；2023Q1，常规疫苗实现收入 7.48 亿元（+3.42%）。常规疫苗接种逐步恢复，拉动整体营收实现良好增长，新冠疫苗相关影响在 2022 年基本出清。

四联苗恢复增长，渗透率有望逐步提升。2022 全年，公司四联苗批签发量达 350 万剂，销售收入同比增长 54.18%。四联苗为公司独家产品，上市多年维持良好增长态势，相对于单苗而言具备显著优势，目前国内竞品只有赛诺菲的五联苗，市场竞争格局良好。公司在联苗技术领域具备优势，自研五联苗已获临床批件，有望于未来 3-5 年获批。

13 价肺炎疫苗处于快速增长期，贡献较大业绩增量。13 价肺炎疫苗 2022 全年获得批签发 497 万剂，预计全年销量 200 万剂，贡献 8-10 亿的收入增量。公司作为国内第三家 13 价肺炎疫苗厂商，有望受益于 13 价肺炎疫苗在国内渗透率快速提升带来的市场规模增长。公司产品具备良好价格优势，目前已基本完成全国各个省份的招标准入，产品处于快速放量阶段。

乙肝疫苗实现良好增长。2022 年，乙肝疫苗批签发量达 1921 万剂，销售收入同比增长 26.34%。公司作为乙肝疫苗国内重要厂商之一，在技术、研发和产能方面具备良好优势，60ug 为市场独家产品，用于 16 岁以上无应答人群，具备良好竞争优势。

3. 二倍体狂苗获批在即，海外市场拓展加速

在研管线丰富，二倍体狂苗上市在即。报告期内，公司研发费用达 8.02 亿元，同比增长 126%，在研项目 30 余项，进展最快的二倍体狂苗有望于 2023Q2 获批上市。我国狂犬疫苗每年批签发量高达 8000 万剂，作为狂犬疫苗金标准，二倍体狂苗有望逐步实现对于传统 Vero 细胞狂苗的升级替代，市场空间广阔。目前我国二倍体狂苗仅有康华生物一家产品上市，公司作为第二家厂商，具备良好先发优势。

表2 公司在研产品管线

序号	药品名称	当前进展情况
1	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查
2	水痘减毒活疫苗	已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查
3	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗(Vero 细胞)	已获得 III 期临床试验总结报告
4	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	已完成 III 期临床研究现场工作
5	甲型肝炎灭活疫苗	已完成 III 期临床研究现场工作
6	新型冠状病毒灭活疫苗(Vero 细胞)	已获得 III 期临床试验的关键性数据
7	重组肠道病毒 71 型疫苗(汉逊酵母)	完成 I、II 期临床
8	重组乙型肝炎疫苗(汉逊酵母)	完成 I 期临床
9	吸附无细胞百白破(组分)联合疫苗	I 期临床进行中
10	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗(Vero 细胞)	I 期临床进行中
11	四价流感病毒裂解疫苗	I 期临床进行中
12	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	已获得临床试验批准通知书
13	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗	已获得临床试验批准通知书
14	麻腮风联合减毒活疫苗	已获得临床试验批准通知书
15	吸附破伤风疫苗	已获得临床试验批准通知书
16	60μg 重组乙型肝炎疫苗(酿酒酵母)(免疫调节剂)	临床数据自查中

资料来源：公司公告，东海证券研究所

海外合作持续推进。2022 年，公司与菲律宾达成 23 价肺炎疫苗的合作；与菲律宾和印尼达成 13 价肺炎疫苗的合作。2023 年 2 月，公司与巴基斯坦合作方就共同推动公司 13 价肺炎疫苗及 23 价肺炎疫苗在巴基斯坦的注册、上市、经销许可等事宜达成合作；2023 年 3 月，公司、阿斯利康和印度尼西亚 Combiphar 公司签署战略合作备忘录，就共同推动康泰生物疫苗（包括新冠疫苗和其他疫苗）在印度尼西亚的本土化生产及商业化达成合作；2023 年 4 月，民海生物与印尼 Biotis 公司签署了 13 价肺炎疫苗的授权及技术转移协议，双方将共同推进 13 价肺炎疫苗在印尼的本土化生产、注册、商业化运营等进程。随着海外合作的持续推进，海外订单有望在未来逐步贡献业绩增量，将成为公司新的业绩增长点。

4.投资建议

公司 13 价肺炎疫苗处于快速增长阶段，二倍体狂苗获批在即，我们预计公司 2023-2025 年的营收分别 40.25/52.61/67.59 亿元，归母净利润为 10.46/14.20/19.01 亿元，对应 EPS 分别为 0.94/1.27/1.70 元，对应 PE 分别 32.96/24.48/18.13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5.风险提示

疫苗行业政策变动风险：疫苗行业属于高度行政监管行业，从研发、生产、销售、流通等各个环节都受国家严格监管和控制，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；

疫苗研发及上市进度不及预期风险：疫苗产品具有知识密集、技术含量高、工艺复杂、资金投入大、风险高等特点，存在研发及上市进度不及预期风险；

市场竞争加剧风险：随着同类疫苗产品的陆续研发上市，公司产品面临市场竞争加剧风险。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3157	4025	5261	6759	货币资金	1018	1419	2065	3714
%同比增速	-14%	27%	31%	28%	交易性金融资产	441	491	551	621
营业成本	500	521	634	787	应收账款及应收票据	2293	1945	2707	2896
毛利	2657	3504	4627	5971	存货	728	770	749	1131
%营业收入	84%	87%	88%	88%	预付账款	110	130	152	173
税金及附加	20	20	32	41	其他流动资产	585	696	798	906
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	5175	5452	7023	9440
销售费用	1086	1409	1894	2501	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	34%	35%	36%	37%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	230	302	400	541	固定资产合计	1713	1792	1854	1986
%营业收入	7%	8%	8%	8%	无形资产	358	378	408	448
研发费用	802	523	658	831	商誉	0	0	0	0
%营业收入	25%	13%	13%	12%	递延所得税资产	708	708	708	708
财务费用	-21	63	62	56	其他非流动资产	5832	5934	6050	6161
%营业收入	-1%	2%	1%	1%	资产总计	13786	14265	16043	18744
资产减值损失	-896	-50	-40	60	短期借款	170	270	420	620
信用减值损失	-39	-10	-14	-15	应付票据及应付账款	434	549	437	656
其他收益	74	81	105	135	预收账款	0	0	0	0
投资收益	1	8	11	14	应付职工薪酬	72	94	108	126
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	173	161	210	270
公允价值变动收益	3	0	0	0	其他流动负债	1490	660	777	939
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	2340	1734	1952	2612
营业利润	-318	1215	1644	2196	长期借款	405	455	505	555
%营业收入	-10%	30%	31%	32%	应付债券	1611	1701	1791	1881
营业外收支	-21	-13	-12	-11	递延所得税负债	26	26	26	26
利润总额	-338	1202	1632	2185	其他非流动负债	419	419	419	419
%营业收入	-11%	30%	31%	32%	负债合计	4801	4335	4694	5493
所得税费用	-206	156	212	284	归属于母公司的所有者权益	8985	9930	11350	13251
净利润	-133	1046	1420	1901	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	-4%	26%	27%	28%	股东权益	8985	9930	11350	13251
归属于母公司的净利润	-133	1046	1420	1901	负债及股东权益	13786	14265	16043	18744
%同比增速	-111%	888%	36%	34%	现金流量表 (百万元)				
少数股东损益	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股)	-0.12	0.94	1.27	1.70	经营活动现金流净额	546	942	1082	2064
基本指标					投资	-1338	-50	-60	-70
	2022A	2023E	2024E	2025E	资本性支出	-1310	-553	-562	-571
EPS	-0.12	0.94	1.27	1.70	其他	42	18	1	4
BVPS	8.02	8.89	10.16	11.86	投资活动现金流净额	-2606	-585	-621	-637
PE	—	32.96	24.28	18.13	债权融资	-541	240	290	340
PEG	—	0.04	0.68	0.53	股权融资	587	-101	0	0
PB	3.93	3.47	3.04	2.60	支付股利及利息	-622	-94	-105	-118
EV/EBITDA	71.94	22.68	17.47	13.65	其他	111	0	0	0
ROE	-1%	11%	13%	14%	筹资活动现金流净额	-465	45	185	222
ROIC	1%	9%	11%	12%	现金净流量	-2527	402	646	1649

资料来源：携宁，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089