

减值影响短期业绩，常规疫苗有望持续增长

——康泰生物(300601.SZ)年报及一季报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年及 2023Q1 业绩。公司 2022 年实现营业收入总收入 31.57 亿元 (-13.55%)，归母净利润-1.33 亿元 (-110.50%)，扣非归母净利润-1.83 亿元 (-115.35%)。其中，2022Q4 实现营业收入 5.92 亿元 (-53.54%)，归母净利润-3.36 亿元 (-247.85%)，扣非归母净利润-3.26 (-262.24%)。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%)，扣非归母净利润 1.90 亿元(-23.60%)。
- **新冠资产减值拖累业绩，常规疫苗增长靓丽。** 公司 2022 年对新冠疫苗资产计提减值 8.96 亿元，还原后利润可高达 7.63 亿元，高于 2019 和 2020 年水平。公司 2022 年常规疫苗实现销售收入 29.46 亿元，同比增长 85.39%；其中，四联苗收入同比增长 54.18%，乙肝疫苗收入同比增长 26.34%，新产品 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售逐步放量。公司 2022Q4 常规疫苗收入约 5.63 亿元，单季同比增长约 68.95%；2023Q1 常规疫苗收入 7.48 亿元，同比增长 3.42%。2023Q1 疫苗销售或受疫情过峰影响，随着疫苗接种秩序逐渐恢复正常，常规疫苗销售有望恢复正常增长。
- **推进二类疫苗出海有望贡献新增长点。** 公司加大海外市场开拓力度，2022 年以来，公司推进了 23 价肺炎疫苗在菲律宾和巴基斯坦的出海工作以及 13 价肺炎疫苗在菲律宾、印尼、巴基斯坦的出海工作。2023 年以来，公司与合作方推动康泰生物疫苗在印度尼西亚的本土化生产及商业化。由于国内新生儿数量承压，开辟出生率较高的发展中国家市场有望为面向婴幼儿的疫苗提供新的增长动力。
- **投资建议:** 公司具有多款重磅二类疫苗品种，研发储备丰富，长期成长空间大。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 10.84/15.23/18.56 亿元，同比增长 916.97%、40.50%、21.86%，对应 EPS 为 0.97/1.36/1.66 元，对应 PE 为 31/22/18 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 疫苗新品研发失败的风险、渗透率提升不及预期的风险、新生儿数量超预期下降的风险等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3157.40	4167.62	5215.09	6173.06
收入增长率%	-13.55	32.00	25.13	18.37
净利润(百万元)	-132.71	1084.18	1523.27	1856.26
利润增速%	-110.50	916.97	40.50	21.86
毛利率%	84.17	85.04	86.32	87.08
摊薄 EPS(元)	-0.12	0.97	1.36	1.66
PE	—	30.78	21.91	17.98
PB	3.71	3.35	2.90	2.50
PS	10.60	8.01	6.40	5.41

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

康泰生物(300601.SZ)

推荐 首次评级

合理估值区间: 36.86-40.74 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

刘晖

☎: 010-80927650

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

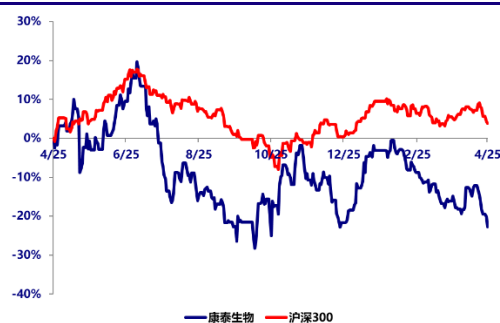
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2023-04-25

A 股收盘价(元)	29.88
A 股一年内最高价(元)	47.00
A 股一年内最低价(元)	26.96
沪深 300	3962.67
总股本(万股)	111691.24

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

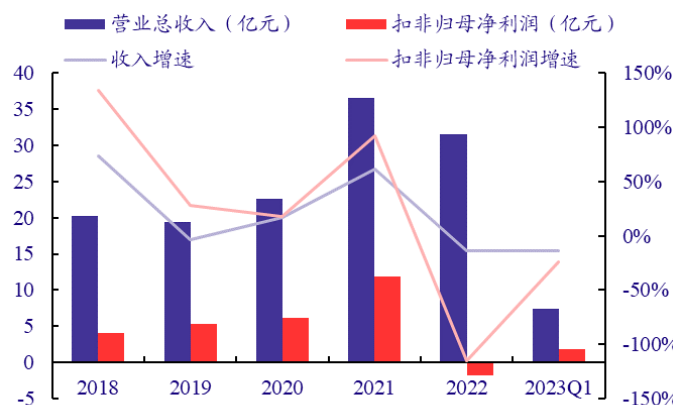
新冠疫苗资产计提减值影响短期业绩，轻装上阵重回增长

公司 2022 年出现近年来首次亏损，主要是因为对新冠疫苗业务相关资产大幅计提减值。公司 2022 年计提资产减值 8.96 亿元，还原减值损失后利润可高达 7.63 亿元，高于 2019 和 2020 年水平。本次新冠业务相关资产计提减值为一次性因素，轻装上阵后公司利润迎来业绩拐点。

2022 年公司实现净利率-4.20%，下降 38.79 个百分点，主要是因为计提减值导致亏损；实现毛利率 84.17%，提升 11.18 个百分点，主要是因为毛利率较高的二类疫苗销售占比提升；销售费用率 34.41%，提升 18.58 个百分点；管理费用率 7.29%，提升 0.36 个百分点；研发费用率 25.40%，提升 15.70 个百分点；公司费用率上升主要是因为加大研发投入以及新冠疫苗销售大幅下降导致规模效应消退。

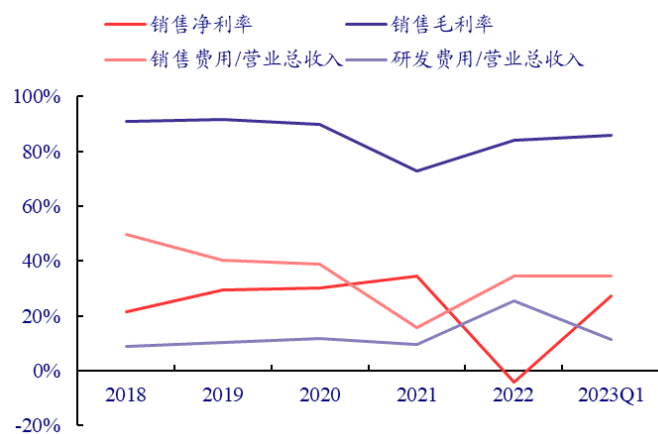
2023Q1 公司实现净利率 27.45%，同比下降 3.95 个百分点；毛利率 85.91%，同比下降 0.05 个百分点；销售费用率 34.64%，同比提升 1.51 个百分点；管理费用率 6.90%，同比提升 0.29 个百分点；研发费用率 11.29%，同比提升 0.32 个百分点。

图 1: 公司近年来收入利润及增速变动



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 2: 公司近年来盈利指标变动



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司研发管线储备丰富，狂犬和水痘疫苗有望即将上市

公司研发管线储备丰富，狂犬疫苗和水痘疫苗即将投产。报告期内，公司自主研发的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；水痘减毒活疫苗已申请药品注册批件，并已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查；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；四价流感病毒裂解疫苗和口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）处于 I 期临床试验阶段；麻腮风联合减毒活疫苗和吸附破伤风疫苗获得药物临床试验批准通知书；同时，公司已布局研制四价手足口病疫苗、麻腮风水痘疫苗、20 价肺炎球菌多糖结合疫苗、重组带状疱疹疫苗、重组呼吸道合胞病毒疫苗（RSV）等疫苗的研发，未来随着公司重磅产品陆续获批上市，将为公司持续发展提供重要保障。

公司在布局研制多联多价疫苗、新型疫苗、升级换代现有疫苗的同时注重疫苗新技术路径的应用研究和新技术平台的建立，包括 mRNA 技术、病毒载体技术、新佐剂技术等。公司将

持续加强对外研发合作,积极探索未来疫苗发展的新方向,持续拓宽公司在新技术领域的布局。

表 1: 公司研发管线

药品名称	注册阶段	当前进展情况
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	已申请药品注册批件	已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查
水痘减毒活疫苗	已申请药品注册批件	已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查
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	已获得 III 期临床试验总结报告
ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	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	处于临床研究总结阶段	已完成 III 期临床研究现场工作
新型冠状病毒灭活疫苗(Vero 细胞)	国内获批紧急使用	已获得 III 期临床试验的关键性数据
重组肠道病毒 71 型疫苗(汉逊酵母)	已取得临床试验批件,正处于临床研究阶段	完成 I、II 期临床
重组乙型肝炎疫苗(汉逊酵母)	已取得临床试验批件,正处于临床研究阶段	完成 I 期临床
吸附无细胞百白破(组分)联合疫苗	已取得临床试验批件,正处于临床研究阶段	I 期临床进行中
口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗(Vero 细胞)	已取得临床试验批件,正处于临床研究阶段	I 期临床进行中
四价流感病毒裂解疫苗	已取得临床试验批件,正处于临床研究阶段	I 期临床进行中
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	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
麻腮风联合减毒活疫苗	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
吸附破伤风疫苗	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
60 μg 重组乙型肝炎疫苗(酿酒酵母)(免疫调节剂)	已撤回药品注册批件申请,目前处于临床数据自查阶段	临床数据自查中

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

报表预测

资产负债表 (百万元) 2022					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5174.85	6040.61	7770.57	9536.11	营业收入	3157.40	4167.62	5215.09	6173.06
现金	1017.62	1710.04	2402.95	4157.13	营业成本	499.95	623.29	713.19	797.66
应收账款	2293.30	2548.92	3348.48	3463.47	营业税金及附加	20.49	27.05	33.85	40.06
其它应收款	11.38	22.45	19.89	30.23	营业费用	1086.36	1375.31	1720.98	2037.11
预付账款	110.04	137.19	156.97	175.57	管理费用	230.18	303.82	380.19	450.02
存货	727.80	657.30	927.58	845.00	财务费用	-21.15	-18.19	-38.00	-57.82
其他	1014.71	964.71	914.71	864.71	资产减值损失	-896.49	0.00	0.00	0.00
非流动资产	8611.50	8921.08	9153.78	9321.04	公允价值变动收益	3.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.94	20.84	26.08	30.87
固定资产	1712.97	2818.50	3601.46	4147.90	营业利润	-317.57	1232.02	1730.99	2109.39
无形资产	357.98	370.98	380.98	387.98	营业外收入	6.61	0.00	0.00	0.00
其他	6540.55	5731.61	5171.34	4785.16	营业外支出	27.29	0.00	0.00	0.00
资产总计	13786.35	14961.69	16924.36	18857.15	利润总额	-338.25	1232.02	1730.99	2109.39
流动负债	2339.81	2581.95	3071.34	3197.87	所得税	-205.54	147.84	207.72	253.13
短期借款	170.07	120.07	70.07	20.07	净利润	-132.71	1084.18	1523.27	1856.26
应付账款	319.67	372.88	498.80	476.11	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1850.07	2089.00	2502.46	2701.68	归属母公司净利润	-132.71	1084.18	1523.27	1856.26
非流动负债	2461.20	2411.20	2361.20	2311.20	EBITDA	508.77	1513.41	2068.22	2493.45
长期借款	404.71	354.71	304.71	254.71	EPS (元)	-0.12	0.97	1.36	1.66
其他	2056.49	2056.49	2056.49	2056.49					
负债合计	4801.01	4993.15	5432.54	5509.07	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-13.55%	32.00%	25.13%	18.37%
归属母公司股东权益	8985.34	9968.54	11491.82	13348.08	营业利润	-121.87%	487.95%	40.50%	21.86%
负债和股东权益	13786.35	14961.69	16924.36	18857.15	归属母公司净利润	-110.50%	916.97%	40.50%	21.86%
					毛利率	84.17%	85.04%	86.32%	87.08%
					净利率	-4.20%	26.01%	29.21%	30.07%
					ROE	-1.48%	10.88%	13.26%	13.91%
					ROIC	0.97%	8.92%	11.09%	11.88%
					资产负债率	34.82%	33.37%	32.10%	29.21%
					净负债比率	53.43%	50.09%	47.27%	41.27%
					流动比率	2.21	2.34	2.53	2.98
					速动比率	1.61	1.81	1.99	2.48
					总资产周转率	0.23	0.28	0.31	0.33
					应收帐款周转率	1.38	1.64	1.56	1.78
					应付帐款周转率	9.88	11.18	10.46	12.97
					每股收益	-0.12	0.97	1.36	1.66
					每股经营现金	0.49	1.27	1.17	2.12
					每股净资产	8.04	8.93	10.29	11.95
					P/E	—	30.78	21.91	17.98
					P/B	3.71	3.35	2.90	2.50
					EV/EBITDA	71.94	22.37	15.98	12.52
					P/S	10.60	8.01	6.40	5.41

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

刘晖，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn