

四联苗销量大幅提升，公司业绩符合预期 买入（维持）

2019 年 10 月 29 日

证券分析师 许汪洋

执业证号：S0600519060002
021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,017	2,273	2,581	3,773
同比（%）	73.7%	12.7%	13.5%	46.2%
归母净利润（百万元）	436	569	802	1,410
同比（%）	102.9%	30.5%	41.0%	75.9%
每股收益（元/股）	0.68	0.88	1.24	2.19
P/E（倍）	122.19	93.61	66.41	37.75

投资要点

■ **事件：**2019 年 10 月 29 日，公司发布 2019 年三季报，2019Q1-Q3 营业收入 13.94 亿元（-7.05%），归母净利润 4.31 亿元（+14.53%），扣非归母净利润 4.16 亿元（+16.07%）。2019Q3 营收 5.87 亿元（+34.46%），归母净利润 1.73 亿元（92.21%），扣非归母净利润 1.71 亿元（+98.99%）业绩符合预期。

■ **四联苗销量大幅提升，公司销售费用有所下滑。**公司 2019Q3 业绩驱动的核心因素是四联苗高速增长。四联苗上半年由于批签发原因影响销售，三季度逐步恢复，公司 2019Q3 单季度四联苗批签发 161.88 万只（上半年仅 90 万只），我们预计 Q3 单季度销量超 100 万支，全年预计 450 万只左右，2020 年仍有望持续增长。此外公司 23 价肺炎疫苗批签发 89 万只，有望持续贡献业绩增量。公司前三季度毛利率 91.89%，基本与去年持平，净利润率达 30.90%，相比去年全年提升 9.30 个百分点，主要由于公司销售费用率大幅降低，2019 前三季度销售费用率为 39.50%，相比去年全年下降 10.35 个百分点，考虑到 Q3 每个月激励费用预计约 2000 万元，实际销售费用率随着公司产品体量增大及预期大品种陆续获批，终端销售推广费用有所下降。

■ **13 价肺炎疫苗申报在即，三代狂苗持续推进。**公司 13 价肺炎疫苗完成申报前沟通，预计于近期申报上市，并且有望于 2020 年下半年或 2021 年上半年获批上市，公司进度位于国内第二。狂犬疫苗（人二倍体）国内领先，该产品有望于今年年底申报上市。公司 IPV 疫苗处于临床 III 期，位居行业领先水平，OPV 后遗症及 II 型脊髓灰质炎病例出现，IPV 需求大幅提升，多城市开展 2IPV+2OPV 的免疫接种计划将进一步提升品种空间。此外，公司百白破-IPV-Hib（新型五联苗）、麻腮风水痘四联苗均快速推进，进一步提升公司产品市场空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 22.73/25.81/37.73 亿元，归母净利润为 5.69/8.02/14.10 亿元，对应 PE 为 94X/66X/38X，13 价肺炎疫苗、三代狂苗等重磅产品上市为带来销售增长，丰富的研发管线为公司未来发展提供持续推动力。公司作为行业龙头，受益于行业集中度提升，因此我们维持“买入”评级。

■ **风险提示：**研发进度低于预期的风险；疫苗销售低于预期的风险；疫苗行业事件风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	82.51
一年最低/最高价	27.73/85.88
市净率(倍)	21.75
流通 A 股市值(百万元)	21640.69

基础数据

每股净资产(元)	3.79
资产负债率(%)	32.85
总股本(百万股)	645.22
流通 A 股(百万股)	262.28

相关研究

1、《康泰生物 (300601)：四联苗销量大幅提升，公司业绩超预期》2019-10-10

2、《康泰生物 (300601)：丰富管线铸就疫苗龙头，大品种上市带动业绩腾飞》2019-08-09

康泰生物三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,740	2,183	2,758	3,847	营业收入	2,017	2,273	2,581	3,773
现金	635	1,287	1,504	2,128	减:营业成本	179	182	194	277
应收账款	855	634	977	1,266	营业税金及附加	11	13	17	22
存货	196	185	223	359	营业费用	1,005	975	1,019	1,325
其他流动资产	54	76	54	93	管理费用	155	477	488	641
非流动资产	1,596	1,877	1,949	2,200	财务费用	18	-8	-31	-67
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	10	0	0	0
固定资产	551	699	824	1,039	加:投资净收益	7	3	3	4
在建工程	616	566	530	589	其他收益	0	0	0	0
无形资产	204	201	197	193	营业利润	481	637	898	1,578
其他非流动资产	226	410	398	380	加:营业外净收支	8	5	5	3
资产总计	3,336	4,060	4,707	6,047	利润总额	489	641	903	1,581
流动负债	974	1,265	1,279	1,351	减:所得税费用	53	73	101	171
短期借款	0	402	150	110	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	92	55	102	122	归属母公司净利润	436	569	802	1,410
其他流动负债	882	807	1,027	1,119	EBIT	497	638	890	1,544
非流动负债	530	547	447	391	EBITDA	556	741	1,013	1,693
长期借款	413	405	315	261					
其他非流动负债	117	142	132	130					
负债合计	1,504	1,811	1,726	1,743	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.68	0.88	1.24	2.19
					每股净资产(元)	2.75	3.40	4.53	6.58
归属母公司股东权益	1,833	2,249	2,981	4,304	发行在外股份(百万股)	639	645	645	645
负债和股东权益	3,336	4,060	4,707	6,047	ROIC(%)	18.4%	17.2%	21.5%	28.0%
					ROE(%)	23.8%	25.3%	26.9%	32.8%
					毛利率(%)	91.1%	92.0%	92.5%	92.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	21.6%	25.0%	31.1%	37.4%
经营活动现金流	336	769	782	1,113	资产负债率(%)	45.1%	44.6%	36.7%	28.8%
投资活动现金流	-236	-443	-177	-386	收入增长率(%)	73.7%	12.7%	13.5%	46.2%
筹资活动现金流	332	326	-388	-102	净利润增长率(%)	102.9%	30.5%	41.0%	75.9%
现金净增加额	432	652	217	624	P/E	122.19	93.61	66.41	37.75
折旧和摊销	59	103	123	149	P/B	29.97	24.29	18.20	12.53
资本开支	344	318	67	242	EV/EBITDA	95.65	71.52	51.75	30.55
营运资本变动	-145	46	-93	-366					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>