

一季度疫情影响较大，静待后续重磅品种面世

——康泰生物 2019 年报&2020Q1 季报点评

增持|维持

事件：

➤ 公司公告 2019 年年报，报告期内实现营业收入 19.43 亿元，同比下降 3.65%，归母净利润 5.75 亿元，同比增长 31.86%，扣非归母净利润为 3.29 亿元，同比增长 27.87%。

➤ 公司公告 2020Q1 季报，报告期内实现营业收入 1.77 亿元，同比下降 48.12%，归母净利润 242.42 万元，同比下降 97.57%，扣非归母净利润为 256.41 万元，同比下降 97.34%。

● 疫情影响二类苗接种，收入端短期受限

公司 2019 年 Q1-Q4 分别实现收入 3.42 亿元 (+26.74%)，4.66 亿元 (+15.29%)，5.87 亿元 (+14.49%)，5.49 亿元 (+11.69%)，主要产品四联苗实现收入 11.80 亿元 (+1.69%)，2020Q1 实现收入 1.77 亿元 (-48.12%)，主要由于疫情期间二类苗接种受限，导致公司收入端出现下滑，预计随着疫苗接种活动的恢复以及公司产品线的拓宽，全年销售额有望恢复正常水平。一季度公司经营活动现金流量净额-0.76 亿元，同比下降 587.17%，主要原因为疫情影响公司回款速度。

● 2019 年销售费用率显著下降，2020Q1 受股权激励影响利润下降

2019/2020Q1 公司毛利率分别为 91.58%/91.61%，销售费用率 40.37% (-9.47pct)/47.52%，管理费用率 8.79%/20.40%，研发投入 1.98/0.35 亿元，同比增长 11.49%/29.42%。2019 年实现净利率 29.56% (+7.96pct)，费用改善显著，销售费用率明显下降，从而提高盈利能力。2020Q1 由于管理费用受股权激励摊销影响，导致净利润呈现较大幅度下降趋势。

● 四联苗全年有望恢复增长，在研疫苗进展顺利

2019 年公司四联苗批签发 477.29 万 (-7.35%)，乙肝疫苗 2140.69 万 (-33.44%)，PPV 2389.26 万，Hib 疫苗 89.26 万，而赛诺菲的五联苗 2019 年批签发为 459.54 万。2020Q1 公司已获四联苗批签发 155 万，竞品五联苗批签发 104.74 万，公司产品进一步放量，随着疫情影响逐渐消失，疫苗接种恢复正常秩序，公司产品有望进一步提高市占率。此外，公司百白破联合疫苗获批上市，PCV 13 已提交上市并纳入优先审评，冻干人用狂犬疫苗、水痘减毒活疫苗等已完成 III 期临床，产品线将进一步丰富。

● 投资建议与盈利预测

康泰生物是国产疫苗龙头企业，预计公司 20-22 年营业收入分别为 22.98/40.36/64.85 亿元，归母净利润 6.67/12.45/20.65 亿元，EPS 分别为 1.03/1.93/3.20 元/股，对应 PE 为 132/71/43 倍。考虑公司 PCV 13 有望年底获批，21 年开始贡献收入，维持“增持”评级。

● 风险提示

疫苗研发存在风险、疫苗上市进程存在不确定性；疫苗监管政策风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2016.90	1943.33	2298.31	4036.40	6484.71
收入同比 (%)	73.69	-3.65	18.27	75.62	60.66
归母净利润(百万元)	435.69	574.51	666.63	1244.69	2064.73
归母净利润同比 (%)	102.92	31.86	16.03	86.72	65.88
ROE (%)	23.77	20.86	18.91	26.97	31.73
每股收益 (元)	0.68	0.89	1.03	1.93	3.20
市盈率(P/E)	202.40	153.49	132.28	70.85	42.71

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价 136.70 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 136.7 / 45.05

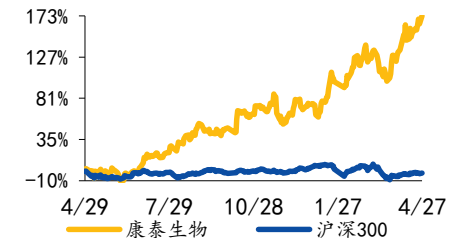
A 股流通股 (百万股): 363.03

A 股总股本 (百万股): 645.22

流通市值 (百万元): 49626.24

总市值 (百万元): 88201.70

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-康泰生物(300601) 2019 业绩预告

告点评：利润端增速略超预期，期待后续新品上市》

2020.01.09

《国元证券公司研究-康泰生物(300601) 2019Q3 季

报点评：四联苗恢复增长，后续品种储备丰富》

2019.10.28

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

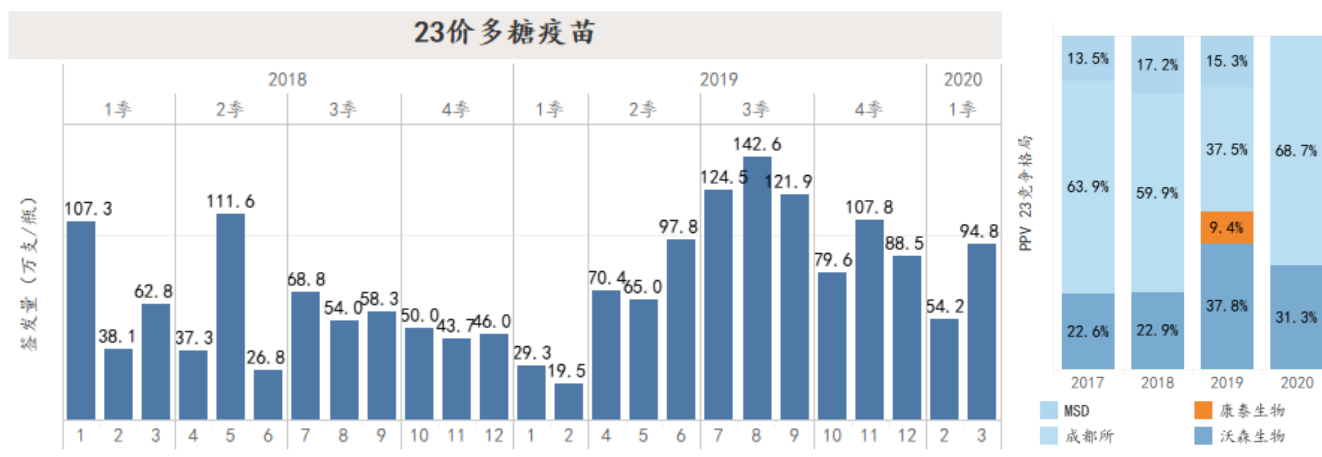
邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 汤芬芬

电话 021-51097188

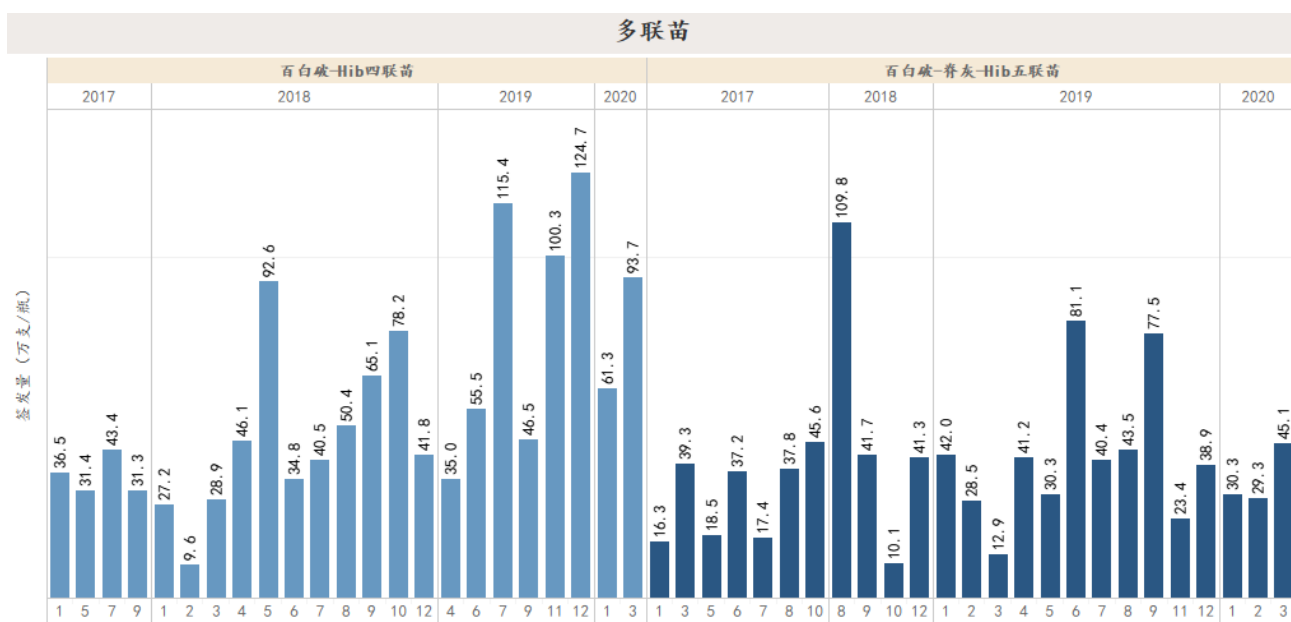
邮箱 tangfenfen@gyzq.com.cn

图 1：2017-2020Q1 PPV23 疫苗月度批签发情况（单位：万）



资料来源：中检院，国元证券研究中心

图 2：2017-2020Q1 多联疫苗月度批签发情况（单位：万）



资料来源：中检院，国元证券研究中心

表 1：泰康生物在研管线情况

药品名称	临床前	临床申请	临床准备中	临床实验	完成临床
ACYW135 群脑膜炎多糖疫苗					审评中
13 价肺炎球菌结合疫苗					审评中
冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗					审评中
冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)					准备申请药品注册批件
ACYW135 群脑膜炎结合疫苗				已完成Ⅲ期临床研究现场工作	
甲型肝炎灭活疫苗				已完成Ⅲ期临床研究现场工作	
冻干水痘减毒活疫苗				已完成Ⅲ期临床研究现场工作	
Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗 (Vero 细胞)				Ⅲ 期临床准备中	
重组肠道病毒 71 型疫苗 (汉逊细胞)				Ⅱ 期临床进行中	
重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)				完成 I 期临床	
吸附无细胞百白破 (组分) 联合疫苗			临床准备中		
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		
重组人乳头瘤病毒疫苗					
60ug 鼻腔喷雾型乙型肝炎疫苗					
腮腺炎减毒活疫苗					
单纯疱疹病毒基因工程疫苗					
重组 B 群脑膜炎球菌疫苗					
吸附无细胞百白破灭活脊灰和 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗					
口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗 (Vero 细胞)					
麻腮风联合减毒活疫苗					
麻腮风水痘联合减毒活疫苗					
新型佐剂乙肝疫苗					

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1740.23	1828.19	1854.87	2864.74	4701.99
现金	634.61	505.22	415.28	376.85	745.99
应收账款	855.47	1050.02	1107.40	1948.06	3127.96
其他应收款	41.23	7.59	27.58	48.44	77.82
预付账款	9.79	12.31	9.42	21.52	38.24
存货	196.09	228.76	135.62	309.51	550.24
其他流动资产	3.05	24.29	159.57	160.37	161.75
非流动资产	1596.21	2124.21	2940.89	3235.39	3507.15
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	550.69	904.95	1220.13	1515.58	1931.58
无形资产	116.27	311.54	545.66	378.90	262.43
其他非流动资产	929.25	907.73	1175.10	1340.92	1313.14
资产总计	3336.45	3952.41	4795.75	6100.13	8209.14
流动负债	974.02	870.18	932.89	1123.10	1358.61
短期借款	0.00	1.00	20.00	10.00	13.33
应付账款	91.71	116.57	81.02	191.30	336.30
其他流动负债	882.32	752.61	831.87	921.79	1008.97
非流动负债	529.63	328.00	337.30	361.78	342.34
长期借款	255.02	195.02	220.02	245.02	220.02
其他非流动负债	274.61	132.98	117.28	116.76	122.33
负债合计	1503.65	1198.17	1270.18	1484.88	1700.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	638.55	645.22	645.22	645.22	645.22
资本公积	623.98	1117.60	1117.60	1117.60	1117.60
留存收益	659.69	1077.25	1743.87	2827.26	4730.69
归属母公司股东权益	1832.79	2754.23	3525.57	4615.25	6508.19
负债和股东权益	3336.45	3952.41	4795.75	6100.13	8209.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	336.48	505.70	637.11	517.07	964.44
净利润	435.69	574.51	666.63	1244.69	2064.73
折旧摊销	58.69	84.29	90.35	110.50	133.24
财务费用	18.38	5.40	12.53	16.10	12.55
投资损失	-6.77	-6.99	-2.00	-2.00	-2.00
营运资金变动	-254.86	-313.07	-93.97	-880.09	-1293.89
其他经营现金流	85.35	161.57	-36.43	27.87	49.82
投资活动现金流	-236.14	-379.70	-863.54	-389.28	-389.33
资本支出	343.70	386.63	612.00	540.00	490.00
长期投资	-100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	7.56	6.92	-251.54	150.72	100.67
筹资活动现金流	331.80	-226.74	136.49	-166.22	-205.97
短期借款	-20.00	1.00	19.00	-10.00	3.33
长期借款	27.59	-60.00	25.00	25.00	-25.00
普通股增加	217.41	6.67	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	192.62	493.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-85.81	-668.03	92.49	-181.22	-184.30
现金净增加额	432.18	-100.73	-89.94	-38.43	369.14

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2016.90	1943.33	2298.31	4036.40	6484.71
营业成本	179.41	163.67	125.58	286.58	509.48
营业税金及附加	10.90	10.31	12.27	21.51	33.72
营业费用	1005.33	784.57	896.34	1614.56	2593.88
管理费用	155.19	170.78	252.81	383.46	616.05
研发费用	177.82	198.26	237.91	285.50	342.59
财务费用	18.38	5.40	12.53	16.10	12.55
资产减值损失	-9.71	-1.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.77	6.99	2.00	2.00	2.00
营业利润	481.26	657.82	772.87	1440.69	2388.43
营业外收入	12.82	6.44	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.99	0.81	2.20	1.74	1.89
利润总额	489.09	663.45	770.67	1438.95	2386.54
所得税	53.40	88.94	104.04	194.26	321.81
净利润	435.69	574.51	666.63	1244.69	2064.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	435.69	574.51	666.63	1244.69	2064.73
EBITDA	558.34	747.51	875.75	1567.29	2534.22
EPS (元)	0.68	0.89	1.03	1.93	3.20

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	73.69	-3.65	18.27	75.62	60.66
营业利润 (%)	98.73	36.69	17.49	86.41	65.78
归属母公司净利润 (%)	102.92	31.86	16.03	86.72	65.88
获利能力					
毛利率 (%)	91.10	91.58	94.54	92.90	92.14
净利率 (%)	21.60	29.56	29.01	30.84	31.84
ROE (%)	23.77	20.86	18.91	26.97	31.73
ROIC (%)	28.05	23.74	20.62	28.38	34.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.07	30.32	26.49	24.34	20.72
净负债比率 (%)	20.23	21.37	23.62	20.54	16.66
流动比率	1.79	2.10	1.99	2.55	3.46
速动比率	1.58	1.84	1.84	2.28	3.06
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.53	0.53	0.74	0.91
应收账款周转率	2.75	1.96	2.06	2.55	2.47
应付账款周转率	2.47	1.57	1.27	2.10	1.93
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.89	1.03	1.93	3.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	0.78	0.99	0.80	1.49
每股净资产 (最新摊薄)	2.84	4.27	5.46	7.15	10.09
估值比率					
P/E	202.40	153.49	132.28	70.85	42.71
P/B	48.11	32.02	25.01	19.11	13.55
EV/EBITDA	157.43	117.59	100.37	56.08	34.68

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188