

疫情不改全年高增长趋势，定增奠定中长期发展基础

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年年报和 2020 年一季报, 2019 年公司实现营收 19.4 亿元, 同比下滑 3.6%, 实现归母净利润 5.7 亿元, 同比增长 31.9%; 2020Q1, 公司实现营收 1.77 亿元, 同比下滑 48.1%, 实现归母净利润 242 万元, 同比下滑 97.6%。
- **疫情不改全年高增长趋势, 定增奠定中长期发展基础。** 2019 年, 我们预计四联苗销售接近 450 万支, 60ug 乙肝销售预计超 80 万支, 公司核心品种销售依然强劲。在销售费用率方面, 2019 年销售费用率为 40.4%, 同比减少 9.5 个百分点。2020Q1, 受新冠疫情影响, 全国各地疫苗接种门诊也先后采取多种方式防控疫情, 公司产品接种受到影响, 此外, 股票期权激励摊销成本较去年同期也有所增加, 从而影响公司 2020Q1 业绩, 随着 4 月份接种点逐步恢复, 预计公司 Q2 开始有望恢复较快增长。公司与 12 名认购对象签订非公开发行股票认购协议, 拟发行 2727 万股, 发行价为 110 元/股, 拟募集 30 亿资金用于民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目及补充流动资金, 利好公司中长期发展。
- **疫苗产品管线国内最强, 即将进入兑现期。** 通过自研+对外合作, 公司目前已构建国内最丰富的疫苗产品梯队。1) 13 价肺炎疫苗: 目已纳入优先审批资格, 预计 2020 年底或 2021 年初有望获批。2) 冻干人二倍体狂犬: 已获得临床研究总结报告, 目前准备申请药品注册批件, 预计将于 2021 年获得生产批件; 3) 冻干水痘减毒活疫苗: 目前已完成 III 期临床研究现场工作; 4) 麻腮风-水痘: 有望成为重磅品种, 目前处于临床前阶段。我们认为随着公司研发进度的不断推进, 以及后续众多重磅在研品种陆续上市, 公司即将进入兑现期。
- **盈利预测与评级。** 考虑到 Q2 疫苗接种全面恢复, 公司全年高增长趋势不改, 我们预计 2020-2022 年公司业绩分别为 8.3/15.3/21.3 亿元, 对应当前估值为 107/58/42 倍, 考虑到公司在研产品管线丰富, 多个重磅产品持续推进, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发速度或不及预期; 四联苗放量不及预期的风险; 再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1943.33	2648.69	4646.23	6347.69
增长率	-3.65%	36.30%	75.42%	36.62%
归属母公司净利润 (百万元)	574.51	827.10	1525.40	2126.84
增长率	31.86%	43.97%	84.43%	39.43%
每股收益 EPS (元)	0.89	1.28	2.36	3.30
净资产收益率 ROE	20.86%	23.09%	29.87%	29.40%
PE	154	107	58	42
PB	32.14	24.72	17.33	12.24

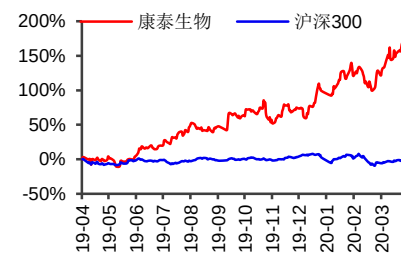
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	6.45
流通 A 股(亿股)	3.63
52 周内股价区间(元)	45.05-136.7
总市值(亿元)	885.24
总资产(亿元)	36.46
每股净资产(元)	3.79

相关研究

1. 康泰生物 (300601): 业绩超市场预期, 长期稳定高增长可期 (2019-10-10)
2. 康泰生物 (300601): 业绩符合预期, 下半年有望恢复高增长 (2019-08-03)
3. 康泰生物 (300601): 业绩符合预期, 下半年将显著恢复 (2019-07-05)
4. 康泰生物 (300601): 募投国际化产业基地, 新增多个重磅产品产能 (2019-05-16)

盈利预测与估值

核心假设：预计 2020-2022 年，公司四联苗销量增速分别为 500 万支、650 万支和 700 万支，2021-22 年 13 价肺炎疫苗销量分别为 200 和 400 万支，人二倍体狂犬疫苗销量分别为 50 万人份和 100 万人份。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	1,943.33	2,648.69	4,646.23	6,347.69
	增速	-3.65%	36.30%	75.42%	36.62%
	毛利率	91.58%	92.55%	93.16%	93.29%
二类苗	收入	1,846.79	2,531.55	4,537.77	6,239.22
	增速	-3.07%	37.08%	79.25%	37.50%
	毛利率	94.31%	94.50%	94.21%	94.05%
-四联苗	收入	1,148.06	1,529.13	2,050.97	2,208.74
	销量（万支）	430	500	650	700
-13 价肺炎疫苗	收入	--	--	970.87	1,941.75
	销量（万支）			200	400
-人二倍体狂犬疫苗	收入	--	--	485.44	970.87
	销量（万人份）			50	100
一类苗	收入	95.58	117.14	108.47	108.47
	增速	-12.24%	22.56%	-7.40%	0.00%
	毛利率	50.88%	50.88%	50.88%	50.88%

数据来源：西南证券

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	净利润（亿元）			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300142.SZ	沃森生物	642	1.42	9.09	13.66	452.34	70.67	47.00
300122.SZ	智飞生物	1,322	23.75	33.70	47.06	55.64	37.74	28.09
平均值						253.99	54.21	37.54

数据来源：Wind（预截止 2020 年 4 月 28 日），西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1943.33	2648.69	4646.23	6347.69	净利润	574.51	827.10	1525.40	2126.84
营业成本	163.67	197.44	317.75	426.16	折旧与摊销	84.29	38.21	38.21	38.21
营业税金及附加	10.31	14.06	24.66	33.69	财务费用	5.40	0.00	0.00	0.00
销售费用	784.57	1067.42	1812.03	2443.86	资产减值损失	-1.18	20.00	30.00	40.00
管理费用	170.78	405.25	710.87	958.50	经营营运资本变动	-388.14	-892.04	-1073.34	-926.66
财务费用	5.40	0.00	0.00	0.00	其他	230.81	-22.28	-36.18	-44.86
资产减值损失	-1.18	20.00	30.00	40.00	经营活动现金流净额	505.70	-29.01	484.09	1233.53
投资收益	6.99	5.00	5.00	5.00	资本支出	1200.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1580.27	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-379.70	5.00	5.00	5.00
营业利润	657.82	949.52	1755.92	2450.48	短期借款	1.00	-1.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.63	5.63	5.63	5.63	长期借款	-60.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	663.45	955.15	1761.55	2456.11	股权融资	500.29	0.00	0.00	0.00
所得税	88.94	128.05	236.16	329.27	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	574.51	827.10	1525.40	2126.84	其他	-668.03	-60.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-226.74	-61.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	574.51	827.10	1525.40	2126.84	现金流量净额	-100.73	-85.01	489.09	1238.53
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	505.22	420.21	909.30	2147.83	成长能力				
应收和预付款项	1063.04	1329.17	2358.34	3248.46	销售收入增长率	-3.65%	36.30%	75.42%	36.62%
存货	228.76	273.23	442.56	593.95	营业利润增长率	36.69%	44.34%	84.93%	39.56%
其他流动资产	31.18	32.16	56.41	77.07	净利润增长率	31.86%	43.97%	84.43%	39.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.88%	32.14%	81.64%	38.71%
投资性房地产	0.05	0.05	0.05	0.05	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	91.58%	92.55%	93.16%	93.29%
无形资产和开发支出	365.19	335.60	306.00	276.40	三费率	49.44%	55.60%	54.30%	53.60%
其他非流动资产	1758.97	1750.36	1741.74	1733.12	净利率	29.56%	31.23%	32.83%	33.51%
资产总计	3952.41	4140.78	5814.40	8076.89	ROE	20.86%	23.09%	29.87%	29.40%
短期借款	1.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.54%	19.97%	26.23%	26.33%
应付和预收款项	185.86	224.63	368.71	500.62	ROIC	42.66%	55.12%	58.96%	56.81%
长期借款	195.02	195.02	195.02	195.02	EBITDA/销售收入	38.47%	37.29%	38.61%	39.21%
其他负债	816.30	139.79	143.94	147.68	营运能力				
负债合计	1198.17	559.44	707.67	843.32	总资产周转率	0.53	0.65	0.93	0.91
股本	645.22	645.22	645.22	645.22	固定资产周转率	7.06	—	—	—
资本公积	1117.60	1117.60	1117.60	1117.60	应收账款周转率	2.04	2.26	2.59	2.32
留存收益	1077.25	1904.35	3429.75	5556.59	存货周转率	0.77	0.78	0.88	0.82
归属母公司股东权益	2754.23	3581.34	5106.73	7233.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.07%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2754.23	3581.34	5106.73	7233.57	资产负债率	30.32%	13.51%	12.17%	10.44%
负债和股东权益合计	3952.41	4140.78	5814.40	8076.89	带息债务/总负债	16.36%	34.86%	27.56%	23.13%
					流动比率	2.10	8.88	9.92	11.77
					速动比率	1.84	7.70	8.76	10.62
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.89	1.28	2.36	3.30
					每股净资产	4.27	5.55	7.91	11.21
					每股经营现金	0.78	-0.04	0.75	1.91
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	747.51	987.73	1794.13	2488.69					
PE	154.09	107.03	58.03	41.62					
PB	32.14	24.72	17.33	12.24					
PS	45.55	33.42	19.05	13.95					
EV/EBITDA	115.85	87.70	48.01	34.11					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn