

2020年04月28日

康泰生物 (300601.SZ)

一季度短期受疫情影响较大，全年业绩依然可期

事件：公司公告 2019 年年报，全年实现营业收入 19.43 亿元，同比减少 3.65%；归母净利润 5.75 亿元，同比增长 31.86%；经营性现金流 5.06 亿元，同比增长 50.29%。同时公司披露 2020 年第一季报，2020Q1 公司实现营业收入 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%；经营性现金流-7552.77 万元，同比下降 587.17%

◆ 2019 年收入端有所下滑，利润端仍保持较快增长：2019 年公司核心四联苗产品上半年批签发数量下滑，仅批签发 90 万支，下半年批签发 387 万支，同比增长 22%。全年四联苗批签发 477 万支，同比下滑 7.3%。全年实现销售收入 11.8 亿元，同比增长 4.7%，销量 430 万支左右。四联苗恢复正常批签发后预计今年将持续增长。公司 23 价肺炎疫苗批签发 89 万只，新冠疫情下居民接种意识有望提升，预计今年 23 价有望持续贡献业绩。乙肝疫苗受到厂房搬迁影响批签发有所下滑，2019 年批签发 2141 万支，同比下滑 41.9%，对收入端下滑影响直接。公司收入端虽有下滑，但利润端仍保持较快增长，主要因为销售费用下滑所致；公司 2019 年全年销售费用率为 40.37%，同比下降 9.48 个百分点；随着公司大品种产品的陆续获批销售规模提升，销售费用率有望持续下降。

◆ Q1 业绩受疫情影响下滑，预计全年受疫情影响有限。2020Q1 业绩下滑主要是受到疫情影响，国内疫苗接种短期停滞，公司产品销量下降。公司四联苗 Q1 实现收入 1.77 亿元，同比下滑 48.12%。同时公司实施股权激励项目，股权激励摊销较去年同期增加近 3000 万。随着国内疫情逐步得到控制，全国各地也出台免疫规划疫苗接种相关指导意见，疫苗接种逐渐恢复，Q2 公司或将迎来集中补种潮。需求刚性、竞争优势明显的四联苗品种销售有望出现明显反弹，公司业绩有望逐步回升，预计全年受疫情影响有限。

◆ 国内疫苗研发管线最为丰富的企业之一，未来 2—3 年新品种集中上市：公司在研品种超 20 个，重磅产品研发进度推进顺利，13 价肺炎疫苗已报产处于优先审评阶段，预计 2020 年底或 2021 年初获批上市。人二倍体狂犬疫苗已于去年 8 月完成 III 期临床试验总结报告，即将申报生产，预计 2021 年初获批，为国内第二家上市。目前国内狂犬疫苗供应紧张，公司产品上市后有望形成市场替代快速放量。此外，公司 IPV 已纳入优先审评，ACYW135 群脑膜炎结合疫苗处于临床数据总结中，EV71 疫苗处于临床试验阶段，五联苗、五价轮状疫苗等重磅产品正在开展临床前研究。随着在研品种的陆续上市，公司业绩有望迎来高速增长。

◆ 战略合作研发新冠 DNA 疫苗：公司与艾棣维欣（苏州）生物制药有限公司签署了《战略合作协议》，共同致力于研发新冠 DNA 疫苗。艾棣维欣已与美国 Inovio 疫苗合作开发新冠 DNA 疫苗，Inovio 是首家将针对相关冠状病毒 MERS-CoV 的疫苗(INO-4800)用于人体试验的公司之一。Inovio 是全球 DNA 治疗性疫苗研究进度最靠前的公司，已将精准设计的 DNA 药物推向市场，用于治疗、护理和/或预防 HPV、癌症和传染疾病。目前 INO-4800 已于 4 月 3 日开始临床试验，预计能在夏末之前得出初步数据。康泰与艾棣维欣合作，有利于加快新冠 DNA 疫苗研发上市进程，也

医药 | 生物医药 III

增持-A(维持)

投资评级

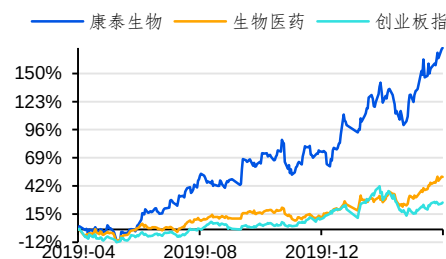
股价(2020-04-28)

137.20 元

交易数据

总市值（百万元）	88,524.31
流通市值（百万元）	49,807.75
总股本（百万股）	645.22
流通股本（百万股）	363.03
12 个月价格区间	44.42/138.53 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.84	31.56	137.75
绝对收益	19.5	36.9	160.24

分析师

周新明
SAC 执业证书编号：S0910519070001
zhouxinming@huajinsec.cn
021-20377037

分析师

王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsec.cn
021-20377036

相关报告

康泰生物：业绩符合预期，期待重磅产品上市 2019-08-04

康泰生物：四联苗持续放量，半年度业绩超预期 2018-07-02

康泰生物：四联苗持续放量，在研产品上市在即 2018-06-13

康泰生物：业绩高增长，在研产品丰富打开公司高成长空间 2017-10-29

有利于加强公司创新疫苗的研发实力。此外此次新冠疫情短期内会导致部分疫苗接种推迟，长期看人们对于疫苗接种意识将有所提高，预计 13 价肺炎、23 价肺炎、流感疫苗等疫苗接种率有所提升。

◆ **投资建议：**公司目前在研项目无论是梯队深度还是商业化价值均处于业内领先地位，尤其在联苗领域先发优势明显，随着四联苗渗透率的不断提升及重磅产品的逐步上市，公司业绩有望持续增长。我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.2 元、1.95 元和 3.26 元，维持公司增持-A 建议。

◆ **风险提示：**疫情变化的风险，核心产品四联苗销售不及预期、竞争加剧的风险，研发进展不及预期的风险，政策风险

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,017	1,943	2,673	4,199	6,528
YoY(%)	73.7	-3.6	37.5	57.1	55.5
净利润(百万元)	436	575	773	1,256	2,103
YoY(%)	102.9	31.9	34.5	62.5	67.5
毛利率(%)	91.1	91.6	91.5	92.8	93.4
EPS(摊薄/元)	0.68	0.89	1.20	1.95	3.26
ROE(%)	23.8	20.9	21.9	26.6	31.2
P/E(倍)	202.4	153.5	114.1	70.2	41.9
P/B(倍)	49.7	32.0	25.0	18.7	13.1
净利率(%)	21.6	29.6	28.9	29.9	32.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1740	1828	3634	5590	8635	营业收入	2017	1943	2673	4199	6528
现金	635	505	1600	2512	3906	营业成本	179	164	226	304	428
应收票据及应收账款	858	1051	1574	2549	3862	营业税金及附加	11	10	17	24	37
预付账款	10	12	18	30	45	营业费用	1005	785	1069	1679	2481
存货	196	229	359	430	680	管理费用	155	171	294	420	588
其他流动资产	42	31	83	70	142	研发费用	178	198	214	336	522
非流动资产	1596	2124	2746	3950	5531	财务费用	18	5	-13	26	97
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	10	-1	0	0	0
固定资产	551	905	1302	2047	3116	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	204	365	383	404	429	投资净收益	7	7	4	5	6
其他非流动资产	841	854	1062	1499	1986	营业利润	481	658	870	1415	2381
资产总计	3336	3952	6381	9541	14166	营业外收入	13	6	9	7	9
流动负债	974	870	2454	4282	6738	营业外支出	5	1	3	3	3
短期借款	0	1	845	2579	3775	利润总额	489	663	876	1418	2387
应付票据及应付账款	98	117	181	218	343	所得税	53	89	103	163	284
其他流动负债	876	753	1428	1484	2620	税后利润	436	575	773	1256	2103
非流动负债	530	328	399	545	688	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	413	195	266	412	555	归属母公司净利润	436	575	773	1256	2103
其他非流动负债	117	133	133	133	133	EBITDA	556	746	1003	1661	2788
负债合计	1504	1198	2853	4827	7426	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	639	645	645	645	645	成长能力					
资本公积	624	1118	1118	1118	1118	营业收入(%)	73.7	-3.6	37.5	57.1	55.5
留存收益	660	1077	1695	2714	4544	营业利润(%)	98.7	36.7	32.3	62.6	68.3
归属母公司股东权益	1833	2754	3527	4714	6740	归属于母公司净利润(%)	102.9	31.9	34.5	62.5	67.5
负债和股东权益	3336	3952	6381	9541	14166	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	91.1	91.6	91.5	92.8	93.4
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	21.6	29.6	28.9	29.9	32.2
经营活动现金流	336	506	903	462	2030	ROE(%)	23.8	20.9	21.9	26.6	31.2
净利润	436	575	773	1256	2103	ROIC(%)	18.4	18.3	16.0	16.4	19.4
折旧摊销	59	84	125	189	289	偿债能力					
财务费用	18	5	-13	26	97	资产负债率(%)	45.1	30.3	44.7	50.6	52.4
投资损失	-7	-7	-4	-5	-6	流动比率	1.8	2.1	1.5	1.3	1.3
营运资金变动	-145	-313	22	-1004	-455	速动比率	1.6	1.8	1.3	1.2	1.2
其他经营现金流	-25	162	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-236	-380	-744	-1388	-1865	总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
筹资活动现金流	332	-227	91	104	33	应收账款周转率	2.9	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)						应付账款周转率	2.3	1.5	1.5	1.5	1.5
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.89	1.20	1.95	3.26	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.78	1.40	0.72	3.15	P/E	202.4	153.5	114.1	70.2	41.9
每股净资产(最新摊薄)	2.75	4.27	5.47	7.31	10.45	P/B	49.7	32.0	25.0	18.7	13.1
						EV/EBITDA	158.5	118.1	87.6	53.5	31.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn