

2020年09月16日

康泰生物 (300601.SZ)

两大多联苗品种申报临床，公司联苗管线布局不断完善

■事件：公司公告，全资子公司民海生物研发的吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗（DTP-IPV 四联苗）、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（DTP-IPV-Hib 五联苗）申报临床获得受理。

■多联多价为行业发展趋势，公司多联苗布局不断完善。多联多价是国内外疫苗行业的主要发展趋势，2019年巴斯德五联苗的全球销售额高达21.8亿美元，为全球第5大疫苗品种。目前国内正常上市销售的多联苗主要有公司的DTP-Hib四联苗和巴斯德的五联苗，且其销量均持续快速增长。根据公司公告，公司四联苗2019年销售额达到11.8亿元，对应销量约430万支；根据中检院披露数据，巴斯德五联苗2020年至今批签发量达到479万支，同比增速约37%。我们认为，公司本次申报临床的DTP-IPV四联苗和五联苗有望进一步丰富公司在多联苗领域的产品布局。这两大产品上市后，公司五联苗预计将主要聚焦于高端市场，而DTP-Hib四联苗和DTP-IPV四联苗将在中端市场实现差异化布局。

■多联苗未来竞争格局良好，公司有望率先获批上市。研发格局方面，由于我国多联苗研发需以相应单苗研发为基础，而国内拥有脊灰毒株的企业只有中生（北京所、昆明所、武汉所）、科兴生物及公司3家；因此，未来国内多联苗（含脊灰灭活疫苗组分）竞争格局将十分良好。根据CDE披露数据，目前国内DTP-IPV四联苗和五联苗的研发企业主要集中在北京所和武汉所，且研发进度多处于获批临床或申报临床阶段，均尚未正式开展临床试验。而这预计与北京所和武汉所的组分百白破疫苗仍处于I期临床阶段，尚不满足多联苗临床开展条件有关。根据公司公告，公司组分百白破疫苗处于临床准备阶段，同样需要在完成组分百白破临床研究后，方能开展DTP-IPV四联苗和五联苗的临床研究；但考虑到公司的高效执行力，我们预计，公司上述两大多联苗品种有望国内率先获批上市。

■重磅品种研发申报有序推进，未来业绩持续高增长可期。公司是国内研发管线布局最为完善的疫苗企业之一，根据CDE披露数据，公司13价肺炎结合疫苗于2019年12月申报上市获得受理，并于近期完成药理毒理及药学的技术审评，产品上市审评进展顺利，预计有望于2021年上半年获批上市。狂犬疫苗（人二倍体细胞）已于2019年8

公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 买入-A

维持评级

股价（2020-09-16） 174.66元

交易数据

总市值(百万元)	117,457.74
流通市值(百万元)	78,671.67
总股本(百万股)	672.49
流通股本(百万股)	450.43
12个月价格区间	70.00/247.66元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.87	2.67	92.73
绝对收益	-15.62	19.59	144.44

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

齐震

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090003
qizhen@essence.com.cn

相关报告

- 康泰生物：与阿斯利康签署框架性条款，公司新冠疫苗研发有望提速/马帅 2020-08-06
- 康泰生物：四联苗销量恢复快速增长，乙肝疫苗短期拖累业绩/马帅 2020-07-21
- 康泰生物：四联苗销量恢复快速增长，20H1 公司业绩符合市场预期/马帅 2020-07-11
- 康泰生物：乙肝疫苗生产场地变更获批，2020 年底有望实现批签发/马帅 2020-06-24
- 康泰生物：20Q1 业绩受疫情影响短期影响，2020 全年业绩高增长可期/马帅 2020-04-28

月完成 III 期临床试验总结报告，预计 2020 年下半年申报生产，并有望于 2021 年底获批上市。此外，公司水痘疫苗已完成 III 期临床研究；IPV 即将开展 III 期临床，并已纳入优先审评；五价轮状疫苗等重磅产品正在开展临床前研究。除自主研发外，公司还积极引进国际前沿技术，加速麻腮风水痘四联苗、一瓶装五联苗等重磅品种的研发。随着在研品种的陆续上市，公司未来业绩有望迎来高速增长。

■**投资建议：**买入-A 投资评级。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入增速分别为 39.9%、50.8%、60.0%，净利润增速分别为 46.5%、80.4%、62.9%，成长性突出；给予买入-A 投资评级。

■**风险提示：**疫苗安全事故风险，政策风险，产品市场推广及研发进度不及预期等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,016.9	1,943.3	2,718.2	4,099.0	6,559.6
净利润	435.7	574.5	841.6	1,518.6	2,473.1
每股收益(元)	0.65	0.85	1.25	2.26	3.68
每股净资产(元)	2.73	4.10	5.14	6.72	9.29
盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	269.6	204.5	139.6	77.3	47.5
市净率(倍)	64.1	42.6	34.0	26.0	18.8
净利润率	21.6%	29.6%	31.0%	37.0%	37.7%
净资产收益率	23.8%	20.9%	24.3%	33.6%	39.6%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
ROIC	42.3%	40.0%	43.6%	152.8%	125.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,016.9	1,943.3	2,718.2	4,099.0	6,559.6	成长性					
减:营业成本	179.4	163.7	216.1	304.1	466.4	营业收入增长率	73.7%	-3.6%	39.9%	50.8%	60.0%
营业税费	10.9	10.3	17.9	24.6	39.4	营业利润增长率	98.7%	36.7%	46.9%	81.2%	62.8%
销售费用	1,005.3	784.6	1,060.1	1,434.6	2,295.9	净利润增长率	102.9%	31.9%	46.5%	80.4%	62.9%
管理费用	155.2	170.8	448.5	586.2	918.3	EBITDA 增长率	175.7%	25.5%	16.1%	73.8%	59.8%
财务费用	18.4	5.4	-3.5	-12.0	-19.5	EBIT 增长率	225.6%	24.0%	17.1%	80.6%	62.8%
资产减值损失	9.7	-1.2	16.0	14.8	13.5	NOPLAT 增长率	102.0%	29.0%	45.2%	80.6%	62.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.2%	33.3%	-48.5%	98.5%	-32.7%
投资和汇兑收益	6.8	7.0	3.1	3.9	4.6	净资产增长率	71.1%	50.3%	25.5%	30.8%	38.3%
营业利润	481.3	657.8	966.2	1,750.5	2,850.3	利润率					
加:营业外净收支	7.8	5.6	5.7	3.1	5.5	毛利率	91.1%	91.6%	92.1%	92.6%	92.9%
利润总额	489.1	663.4	971.8	1,753.6	2,855.8	营业利润率	23.9%	33.8%	35.5%	42.7%	43.5%
减:所得税	53.4	88.9	130.2	235.0	382.7	净利润率	21.6%	29.6%	31.0%	37.0%	37.7%
净利润	435.7	574.5	841.6	1,518.6	2,473.1	EBITDA/营业收入	35.7%	46.6%	38.7%	44.6%	44.5%
						EBIT/营业收入	32.9%	42.3%	35.4%	42.4%	43.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	91	102	69	40	21
						流动营业资本周转天数	27	64	14	20	27
						流动资产周转天数	244	331	331	336	336
货币资金	634.6	505.2	1,876.3	1,990.6	4,329.8	应收帐款周转天数	129	181	134	129	129
交易性金融资产	-	-	-	-	-	存货周转天数	34	39	31	30	28
应收帐款	896.7	1,057.6	960.5	1,981.6	2,727.9	总资产周转天数	495	675	608	512	440
应收票据	2.3	0.7	11.0	4.6	13.3	投资资本周转天数	222	310	192	129	90
预付帐款	9.8	12.3	12.9	19.2	27.8	投资回报率					
存货	196.1	228.8	246.1	429.1	584.2	ROE	23.8%	20.9%	24.3%	33.6%	39.6%
其他流动资产	0.8	23.6	56.3	66.1	54.8	ROA	13.1%	14.5%	16.1%	23.6%	25.7%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROIC	42.3%	40.0%	43.6%	152.8%	125.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	费用率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	销售费用率	49.8%	40.4%	39.0%	35.0%	35.0%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	7.7%	8.8%	16.5%	14.3%	14.0%
固定资产	550.7	550.7	486.2	421.8	357.3	财务费用率	0.9%	0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.3%
在建工程	615.6	615.6	599.6	584.8	571.3	三费/营业收入	58.5%	49.4%	55.4%	49.0%	48.7%
无形资产	204.2	365.2	341.4	317.7	293.9	偿债能力					
其他非流动资产	225.7	592.7	638.2	619.3	651.3	资产负债率	45.1%	30.3%	33.9%	29.8%	35.0%
资产总额	3,336.4	3,952.4	5,228.6	6,434.8	9,611.6	负债权益比	82.0%	43.5%	51.3%	42.4%	53.8%
短期债务	-	1.0	-	-	-	流动比率	1.79	2.10	1.94	2.52	2.40
应付帐款	829.3	837.4	1,263.9	1,625.2	2,681.8	速动比率	1.59	1.84	1.79	2.28	2.21
应付票据	6.7	-	21.5	7.5	28.8	利息保障倍数	36.07	152.33	-276.66	-145.45	-144.90
其他流动负债	138.0	31.8	344.1	150.8	519.9	分红指标					
长期借款	255.0	195.0	-	-	-	DPS(元)	0.24	-	0.38	0.68	1.10
其他非流动负债	274.6	133.0	142.7	131.8	130.5	分红比率	37.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
负债总额	1,503.7	1,198.2	1,772.1	1,915.3	3,360.9	股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股本	638.6	645.2	672.5	672.5	672.5						
留存收益	1,283.7	2,194.9	2,784.0	3,847.0	5,578.2						
股东权益	1,832.8	2,754.2	3,456.5	4,519.5	6,250.7						

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	435.7	574.5	841.6	1,518.6	2,473.1	EPS(元)	0.65	0.85	1.25	2.26	3.68
加:折旧和摊销	58.7	84.3	88.2	88.2	88.2	BVPS(元)	2.73	4.10	5.14	6.72	9.29
资产减值准备	9.7	5.2	16.0	14.8	13.5	PE(X)	269.6	204.5	139.6	77.3	47.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	64.1	42.6	34.0	26.0	18.8
财务费用	17.9	8.9	-3.5	-12.0	-19.5	P/FCF	527.8	-1,074.5	75.5	213.2	37.7
投资损失	-6.8	-7.0	-3.1	-3.9	-4.6	P/S	58.2	60.4	43.2	28.7	17.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	31.1	61.7	109.4	62.9	38.5
营运资金的变动	-131.4	-743.3	777.5	-1,054.7	506.2	CAGR(%)	51.6%	62.7%	57.7%	51.6%	62.7%
经营活动产生现金流量	336.5	505.7	1,716.8	551.0	3,056.9	PEG	5.2	3.3	2.4	1.5	0.8
投资活动产生现金流量	-236.1	-379.7	3.1	3.9	4.6	ROIC/WACC	4.0	3.8	4.2	14.6	11.9
融资活动产生现金流量	331.8	-226.7	-348.8	-440.7	-722.4	REP	3.9	7.6	28.1	4.0	7.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅、齐震声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034