

换标工作和费用影响 Q3 业绩表现， 核心产品有望驱动后续高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年三季报, 前三季度收入 14.2 亿元 (+1.9%), 归母净利润 4.3 亿元 (+0.6%), 扣非归母净利润 4.2 亿元 (+2.1%)。业绩符合预期。
- **换标工作、费用短暂影响 Q3 业绩表现。** 分季度看, Q1/Q2/Q3 单季度收入 1.77/6.93/5.5 亿元 (-48.1%/+48.6%/-6.2%), 单季度归母净利润分别为 0.02/2.57/1.73 亿元 (-97.6%/+62.4%/+0.5%), 四联苗换标工作以及费用增加影响了 Q3 单季度的业绩表现。从盈利能看, 前三季度毛利率 92.9% (+1pp), 四费率 58% (+1.1pp), 其中销售费用 40.5% (+1pp), 管理费用率 8.5% (+0.6pp), 研发费用率 10% (+1pp), 主要因新品疫苗项目的开发投入增加, 财务费用率 -1% (-1.5pp), 主要因偿还长期借款利息支出减少及现金管理增加利息收入所致; 归母净利率 30.5% (-0.4pp), 基本保持稳定。
- **核心产品有望量价齐升, Q4 经营值得期待。** 1) 1~9 月四联苗批签发量 466 万支 (+86%), 预灌封装四联苗全国换标于 Q3 集中完成, 受此影响预计前三季度四联苗销售 280 万左右, 目前升级产品已经 27 省份完成中标, 因此 Q4 销售有望量价齐升; 2) 2020 年全国乙肝疫苗供不应求, 公司乙肝疫苗新产能 6 月份恢复生产, 预计 11 月份恢复供应销售, 未来公司乙肝疫苗也将呈量价齐升趋势; 3) 前三季度 23 价肺炎疫苗批签发 244 万支 (+173%), 受新冠疫情影响, 该产品销售超预期, 预计前三季度季销售 180 万支左右, Q4 有望延续三季度的表现。预期上述核心产品有望在 Q4 表现强势, 全年业绩高增长可期。
- **新冠疫苗研发市场预期差大, 多路线高效推进。** 1) 公司与阿斯利康合作开发腺病毒疫苗 AZD1222 虽经历波折, 但目前全球临床全部重启, 总体进度仍然是全球第一梯队, 有望年底获得欧美紧急使用, 后续公司有望通过临床桥接完成国内的引进, 为该品种国内上市节省整个 III 期临床研究的时间和成本, 并有望供应全球市场。2) 公司自研灭活疫苗临床高效推进, 预计即将进入 II 期临床, 有望年底前完成 II 期临床, 2021 年初有望进入 III 期临床。3) 重组 VSV 病毒载体疫苗处于临床前研发。
- **产品管线有望逐渐进入收获期。** 2021-2022 年预计有 4-5 个新品种获批, 奠定公司未来多年成长的基础。13 价肺炎疫苗审评进展正常, 预计 2021H1 获批; 人二倍体狂苗有望年底前报产, 预计 2021 年底获批; 冻干水痘、冻干 hib、IPV 均已进入临床研究后期; 5 联苗已获批临床。随着上述产品有望逐渐上市并放量, 我们预计公司未来几年业绩将进入加速成长期。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑新冠疫苗的贡献, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.9、14.2、23.3 亿元, 对应 EPS 1.17、2.08、3.42 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫苗安全事件、核心疫苗销售不及预期、研发进度不及预期、新冠疫苗不良反应风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1943.33	2494.33	4305.24	6613.67
增长率	-3.65%	28.35%	72.60%	53.62%
归属母公司净利润 (百万元)	574.51	794.50	1417.16	2327.79
增长率	31.86%	38.29%	78.37%	64.26%
每股收益 EPS (元)	0.85	1.17	2.08	3.42
净资产收益率 ROE	20.86%	12.38%	18.46%	23.94%
PE	213	155	87	53
PB	44.75	19.20	16.05	12.68

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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

分析师: 陈进
 执业证号: S1250517100002
 电话: 021-68416017
 邮箱: cj@swsc.com.cn

联系人: 周章庆
 电话: 021-68416017
 邮箱: zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.80
流通 A 股(亿股)	4.58
52 周内股价区间(元)	76.43-247.66
总市值(亿元)	1,222.06
总资产(亿元)	84.95
每股净资产(元)	10.16

相关研究

1. 康泰生物 (300601): 疫苗 License in, 全力保障国内新冠疫情防控 (2020-08-07)
2. 康泰生物 (300601): 四联苗和 23 价肺炎疫苗贡献增量, 全年业绩增长可期 (2020-07-21)
3. 康泰生物 (300601): Q2 业绩恢复高增长, 在研管线价值持续凸显 (2020-07-13)

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	2494.33	4305.24	6613.67	净利润	574.51	794.50	1417.16	2327.79
营业成本	163.67	197.72	310.34	430.37	折旧与摊销	84.29	106.78	106.78	106.78
营业税金及附加	10.31	13.62	23.25	35.74	财务费用	5.40	-15.00	-15.00	-15.00
销售费用	784.57	941.49	1694.68	2542.02	资产减值损失	-1.18	30.00	30.00	30.00
管理费用	170.78	204.93	307.40	461.10	经营营运资本变动	-388.45	-76.57	-555.70	-786.56
财务费用	5.40	-15.00	-15.00	-15.00	其他	231.13	-67.44	-70.88	-69.99
资产减值损失	-1.18	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	505.70	772.27	912.36	1593.02
投资收益	6.99	40.00	40.00	40.00	资本支出	-166.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-213.03	40.00	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-379.70	40.00	40.00	40.00
营业利润	657.82	933.83	1637.96	2696.84	短期借款	1.00	-1.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.63	-10.00	9.90	9.90	长期借款	-60.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	663.45	923.83	1647.86	2706.74	股权融资	500.29	2985.00	0.00	0.00
所得税	88.94	129.34	230.70	378.94	支付股利	-161.31	-114.90	-158.90	-283.43
净利润	574.51	794.50	1417.16	2327.79	其他	-506.72	-45.00	15.00	15.00
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	2824.10	-143.90	-268.43
归属母公司股东净利润	574.51	794.50	1417.16	2327.79	现金流量净额	-100.73	3636.37	808.46	1364.59
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	4141.59	4950.05	6314.64	成长能力				
应收和预付款项	1070.62	1257.39	2196.18	3399.76	销售收入增长率	-3.65%	28.35%	72.60%	53.62%
存货	228.76	273.85	432.35	600.33	营业利润增长率	36.69%	41.96%	75.40%	64.65%
其他流动资产	23.59	30.28	52.27	80.30	净利润增长率	31.86%	38.29%	78.37%	64.26%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.88%	37.20%	68.65%	61.22%
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	1367.23	1309.33	1251.43	1193.53	毛利率	91.58%	92.07%	92.79%	93.49%
无形资产和开发支出	365.19	324.93	284.66	244.40	三费率	49.44%	45.36%	46.15%	45.18%
其他非流动资产	391.74	383.12	374.50	365.89	净利率	29.56%	31.85%	32.92%	35.20%
资产总计	3952.41	7720.54	9541.51	12198.90	ROE	20.86%	12.38%	18.46%	23.94%
短期借款	1.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.54%	10.29%	14.85%	19.08%
应付和预收款项	185.86	220.74	354.53	510.46	ROIC	28.29%	32.80%	50.86%	65.45%
长期借款	195.02	195.02	195.02	195.02	EBITDA/销售收入	38.47%	41.12%	40.18%	42.16%
其他负债	816.30	885.95	1314.86	1771.98	营运能力				
负债合计	1198.17	1301.71	1864.42	2477.45	总资产周转率	0.53	0.43	0.50	0.61
股本	645.22	679.75	679.75	679.75	固定资产周转率	2.67	2.85	5.26	8.70
资本公积	1117.60	4068.07	4068.07	4068.07	应收账款周转率	2.04	2.20	2.57	2.43
留存收益	1077.25	1756.85	3015.11	5059.47	存货周转率	0.77	0.78	0.87	0.83
归属母公司股东权益	2754.23	6418.83	7677.09	9721.45	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	6418.83	7677.09	9721.45	资产负债率	30.32%	16.86%	19.54%	20.31%
负债和股东权益合计	3952.41	7720.54	9541.51	12198.90	带息债务/总负债	16.36%	14.98%	10.46%	7.87%
					流动比率	2.10	5.86	4.97	4.84
					速动比率	1.84	5.58	4.69	4.56
					股利支付率	28.08%	14.46%	11.21%	12.18%
					每股指标				
					每股收益	0.85	1.17	2.08	3.42
					每股净资产	4.05	9.44	11.29	14.30
					每股经营现金	0.74	1.14	1.34	2.34
					每股股利	0.24	0.17	0.23	0.42
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	747.51	1025.62	1729.74	2788.62					
PE	214.54	155.13	86.97	52.95					
PB	44.75	19.20	16.05	12.68					
PS	63.42	49.41	28.63	18.64					
EV/EBITDA	155.77	116.03	68.33	41.89					
股息率	0.13%	0.09%	0.13%	0.23%					

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
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn