

公司研究

四联苗和 23 价肺炎疫苗拉动增长，乙肝疫苗逐步恢复

——康泰生物（300601.SZ）2020 年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：180.70 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

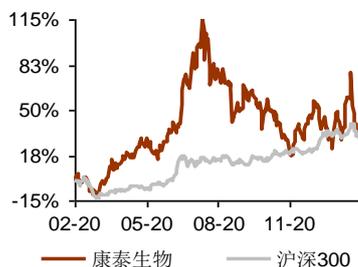
010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.86
总市值(亿元):	1240.34
一年最低/最高(元):	120.79/249.69
近 3 月换手率:	66.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	31.00	13.76	33.57
绝对	31.92	14.67	34.48

资料来源：Wind

相关研报

四联苗重新招标影响短期业绩，新品种研发顺利推进——康泰生物（300601.SZ）2020 年三季报点评（2020-11-01）

中报业绩符合预期，23 价肺炎疫苗快速放量——康泰生物（300601.SZ）2020 年中报点评（2020-07-23）

要点

事件：

- 1) 公司发布 2020 年报，实现营业收入 22.61 亿元，同比+16.36%；归母净利润 6.79 亿元，同比+18.22%；扣非归母净利润 6.20 亿元，同比+17.35%；经营性净现金流 4.40 亿元，同比-13.02%；EPS 1.03 元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布 2021 一季报，实现营业收入 2.77 亿元，同比+56.31%；归母净利润 0.25 亿元，同比+937.58%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比+238.23%；经营性净现金流-1.78 亿元，负值同比扩大；EPS 0.04 元。业绩略低于市场预期。

点评：

四联苗和 23 价肺炎疫苗拉动增长，销售回款拖累现金流：2020Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 1.77/6.93/5.50/8.41 亿元，同比-48.12%/+48.63%/-6.17%/+53.13%；归母净利润分别为 0.02/2.57/1.74/2.46 亿元，同比-97.57%/+62.44%/+0.49%/+71.14%；扣非归母净利润分别为 0.03/2.52/1.70/1.96 亿元，同比-97.34%/+68.80%/-0.06%/+73.79%。2020 年四联苗销售收入 13.62 亿元，同比+15.47%；23 价肺炎多糖疫苗销售收入 5.37 亿元，同比+4669.71%。经营净现金流出现负增长，主要是疫情影响销售回款导致应收账款增加较多，随着前期销售的疫苗逐步回款，预计后续现金流有望得到改善。

研发投入力度持续加大，综合性疫苗大平台未来可期：2020 年公司研发投入 2.73 亿元，同比+26.90%，占营业收入比例上升至 12.09%；研发费用 2.67 亿元，研发费用率 11.81%。2020 年，公司自主研发的吸附无细胞百白破联合疫苗获得药品注册批件；13 价肺炎球菌结合疫苗申请药品注册批件，2021Q1 已完成注册现场检查；冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）已申请药品注册批件；重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）已获得《药品补充申请批件》，光明疫苗研发生产基地的生产车间可正式用于乙肝疫苗的生产；Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）进入 III 期临床试验；吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗进入 I 期临床试验。公司稳步推进研发项目的同时积极引进国际先进研发技术，与英国阿斯利康签署《许可协议》，引进其与牛津大学在全球开发、生产和供应的腺病毒载体新型疫苗的研发技术，并对该产品进行研发、生产及商业化，进一步丰富了公司的疫苗研发技术、增强公司的研发实力。

一季度乙肝疫苗逐步恢复，新厂区折旧摊销和研发投入拖累当期利润和现金流：

2021Q1 公司主营业务有序发展，乙肝疫苗完成生产场地变更后市场拓展逐步恢复，20μg 规格 2020Q4 批签发 79 万瓶，2021Q1 批签发 181 万瓶，10μg 规格 2020Q4 批签发 122 万瓶，2021Q1 批签发 482 万瓶，我们估计 Q1 乙肝疫苗实现销售收入超过 1 亿元。一季度业绩略低于预期的原因主要是：①毛利率下降：Q1 毛利率降至 85.62%，同比下降 5.99pp，主要是受乙肝疫苗新厂区投产折旧摊销等支出增长影响，产品单位生产成本增加及对应产品销售合同发生的疾控储运费和代储代运费增加所致；②研发投入加大：Q1 研发费用 0.66 亿元，同比+90.59%，估计主要是投入新冠疫苗等在研品种的研发工作。经营性净现金流负值扩大主要是购买材料及期间费用支出增加所致。我们预计后续几个季度随着公司产品销售放量和回款，公司的利润率和现金流状况都将出现好转。

盈利预测、估值与评级：暂不考虑新冠疫苗的贡献，由于 13 价肺炎结合疫苗审批进度略慢于我们此前的预期，下调 2021-2022 年归母净利润预测为 10.90/16.98 亿元（原预测为 12.97/18.30 亿元，分别下调 16%/7%），新增预测 2023 年归母净利润为 24.15 亿元，同比+60.47%/55.79%/42.23%，按最新股本测算对应 EPS 分别为 1.59/2.47/3.52 元，现价对应 PE 分别为 114/73/51 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品种获批进度或销售低于预期；行业监管政策调整的风险。

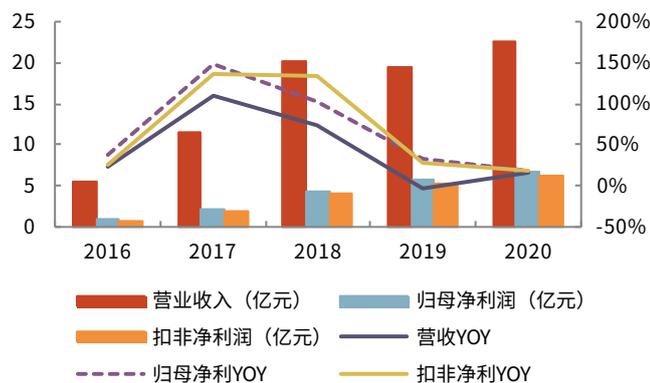
表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,943	2,261	3,321	4,418	5,650
营业收入增长率	-3.65%	16.36%	46.89%	33.02%	27.88%
净利润 (百万元)	575	679	1,090	1,698	2,415
净利润增长率	31.86%	18.22%	60.47%	55.79%	42.23%
EPS (元)	0.91	1.03	1.59	2.47	3.52
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.86%	9.10%	12.74%	16.78%	19.59%
P/E	199	175	114	73	51
P/B	42.3	16.6	14.5	12.3	10.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30（注：2019.12.31 总股本为 645,220,910 股，2020 年因非公开发行股票、可转债转股、期权行权、注销回购股份等因素导致总股本变更为 684,927,132 股，2021 年因期权行权总股本变更为 686,413,309 股）

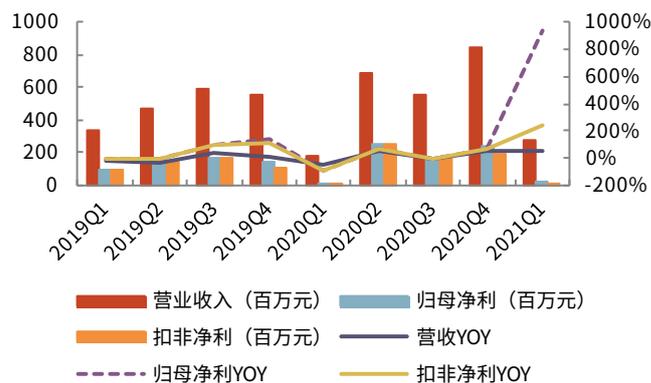
1、附录

图 1：公司 2016-2020 收入利润情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2021Q1 单季度收入利润情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 3：公司 2016-2020 现金流情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 4：公司 2016-2020 研发投入情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

表 1: 公司研发管线进展 (截至 2020 年报期)

序号	药品名称	注册分类	功能主治	注册阶段	当前进展情况
1	13 价肺炎球菌结合疫苗	预防用生物制品第 3 类	用于预防由 1、3、4、5、6A、6B、7F、9V、14、18C、19A、19F 和 23F13 个血清型肺炎链球菌引起的侵袭性感染	已申请药品注册批件	审评中
2	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	预防用生物制品第 12 类	用于预防由 b 型流感嗜血杆菌引起的侵袭性感染 (包括脑膜炎、肺炎、败血症蜂窝组织炎、关节炎、会厌炎等)	已申请药品注册批件	审评中
3	冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)	预防用生物制品第 9 类	用于预防狂犬病	完成临床研究	已申请批件药品注册
4	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	预防用生物制品第 6 类	用于预防 A 群、C 群、Y 群及 W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎	处于临床研究总结阶段	已完成 III 期临床研究现场工作
5	甲型肝炎灭活疫苗	预防用生物制品第 5 类	用于预防甲型肝炎	处于临床阶段研究总	已研究完成 III 期临床工作
6	冻干水痘减毒活疫苗	预防用生物制品第 13 类	用于预防水痘	已批取件得临床试验	已研究完成 III 期临床工作
7	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	预防用生物制品第 13 类	用于预防由脊髓灰质炎 I 型、II 型和 III 型病毒感染导致的脊髓灰质炎	已获得临床试验批件, 正处于临床研究阶段	III 期临床进行中
8	重组肠道病毒 71 型疫苗 (汉逊酵母)	预防用生物制品第 1 类	用于预防由 EV71 病毒引起的手足口病	已取得临床试验批件, 正处于临床研究阶段	完成 I、II 期临床
9	重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)	预防用生物制品第 9 类	用于预防乙型肝炎	已取得临床试验批件, 正处于临床研究阶段	完成 I 期临床
10	吸附无细胞百白破 (组分) 联合疫苗	预防用生物制品第 4 类	用于预防百日咳、白喉、破伤风	已通取知得书临床试验	I 期临床进行中
11	新型肺炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	预防用生物制品第 1.1 类	用于预防由新型肺炎病毒感染引起的疾病	已取得临床试验批件	完成 I 期、II 期临床
12	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	预防用生物制品第 2.2 类	用于预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎和 b 型流感嗜血杆菌引起的侵入性感染	已取得临床试验批准通知书	已获得临床试验批准通知书
13	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗	预防用生物制品第 2.2 类	用于预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎	已取得临床试验批准通知书	已获得临床试验批准通知书
14	60μg 重组乙型肝炎疫苗 (酿酒酵母) (免疫调节剂)	补充申请第 4 类	用于治疗乙型肝炎	已撤回药品注册批件申请, 目前处于临床数据自查阶段	临床数据自查中

资料来源: 公司年报、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,943	2,261	3,321	4,418	5,650
营业成本	164	226	344	432	547
折旧和摊销	83	93	121	148	174
税金及附加	10	14	19	25	32
销售费用	785	878	1,228	1,412	1,564
管理费用	171	168	178	188	199
研发费用	198	267	411	575	742
财务费用	5	-21	-58	-64	-81
投资收益	7	14	14	14	15
营业利润	658	775	1,229	1,924	2,741
利润总额	663	772	1,240	1,932	2,748
所得税	89	93	150	234	333
净利润	575	679	1,090	1,698	2,415
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	575	679	1,090	1,698	2,415
EPS (元)	0.91	1.03	1.59	2.47	3.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	506	440	1,043	1,743	2,510
净利润	575	679	1,090	1,698	2,415
折旧摊销	83	93	121	148	174
净营运资金增加	315	140	361	299	291
其他	-467	-472	-529	-402	-370
投资活动产生现金流	-380	-3,837	-443	-390	-390
净资本支出	-386	-1,226	-354	-354	-354
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	7	-2,611	-89	-36	-35
融资活动现金流	-227	3,779	89	-14	-65
股本变化	7	40	1	0	0
债务净变化	-206	-165	-23	0	0
无息负债变化	-100	1,088	274	170	162
净现金流	-101	382	689	1,339	2,055

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	91.6%	90.0%	89.6%	90.2%	90.3%
EBITDA 率	38.4%	37.4%	39.5%	45.2%	49.9%
EBIT 率	34.1%	32.7%	35.8%	41.9%	46.9%
税前净利润率	34.1%	34.2%	37.3%	43.7%	48.6%
归母净利润率	29.6%	30.0%	32.8%	38.4%	42.7%
ROA	14.5%	7.1%	10.0%	13.4%	16.1%
ROE (摊薄)	20.9%	9.1%	12.7%	16.8%	19.6%
经营性 ROIC	19.2%	12.8%	18.3%	26.1%	34.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	30%	22%	22%	20%	18%
流动比率	2.10	3.04	3.25	3.79	4.60
速动比率	1.84	2.80	3.01	3.59	4.43
归母权益/有息债务	10.76	81.85	126.19	149.27	181.83
有形资产/有息债务	12.61	92.04	142.88	167.78	202.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,952	9,585	10,926	12,661	15,030
货币资金	505	883	1,572	2,911	4,967
交易性金融资产	0	2,155	2,155	2,155	2,155
应收帐款	1,050	1,613	1,869	1,989	2,035
应收票据	1	0	2	2	3
其他应收款 (合计)	8	59	67	72	73
存货	229	437	465	409	363
其他流动资产	24	105	158	213	274
流动资产合计	1,828	5,345	6,350	7,829	9,969
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	905	1,143	1,426	1,654	1,835
在建工程	462	1,136	1,010	915	844
无形资产	312	294	338	381	423
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	34	769	822	822	822
非流动资产合计	2,124	4,240	4,576	4,831	5,061
总负债	1,198	2,121	2,371	2,541	2,703
短期借款	1	11	0	0	0
应付账款	117	160	170	150	133
应付票据	0	7	8	10	13
预收账款	29	0	35	46	59
其他流动负债	5	0	53	108	169
流动负债合计	870	1,756	1,953	2,068	2,168
长期借款	195	68	68	68	68
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	122	279	332	386	448
非流动负债合计	328	365	418	473	535
股东权益	2,754	7,463	8,555	10,120	12,327
股本	645	685	686	686	686
公积金	1,205	5,422	5,531	5,609	5,609
未分配利润	990	1,398	2,379	3,866	6,074
归属母公司权益	2,754	7,463	8,555	10,120	12,327
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	40.37%	38.85%	36.97%	31.97%	27.69%
管理费用率	8.79%	7.45%	5.36%	4.26%	3.53%
财务费用率	0.28%	-0.95%	-1.74%	-1.44%	-1.43%
研发费用率	10.20%	11.81%	12.36%	13.01%	13.13%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.19	0.30	0.43
每股经营现金流	0.78	0.64	1.52	2.54	3.66
每股净资产	4.27	10.90	12.46	14.74	17.96
每股销售收入	3.01	3.30	4.84	6.44	8.23

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	199	175	114	73	51
PB	42.3	16.6	14.5	12.3	10.1
EV/EBITDA	156.6	145.9	92.5	60.1	42.0
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE