

新冠疫苗驱动业绩增长, 13价获批值得期待

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年三季度报, 实现营业收入23.8亿元(+67.4%), 实现归母净利润10.4亿元(+139%), 实现扣非归母净利润9.9亿元(+133%), 实现经营性现金流净额9.6亿元(+88.7%)。
- **新冠疫苗快速放量带动业绩增长, 海外市场值得期待。**按季度看, 公司Q3单季度实现收入13.2亿元(+140.7%), 归母净利润7亿元(+303.2%), 扣非归母净利润6.9亿元(+306.7%)。Q3单季度业绩快速增长主要系新冠疫苗获得紧急使用后顺利实现销售所致, 我们预计Q3季度, 公司新冠疫苗销售超过10亿元, 贡献超5亿元净利润。目前新西兰政府已经认可接种过公司新冠灭活疫苗的外籍人员入境, 公司也在乌克兰、马来西亚等地区开展III期临床试验加强海外出口能力。从盈利能力上看, 公司2021Q3毛利率为84.6%(-8.3pp), 主要因为新冠疫苗产品疾控储运费用增加所致, 净利率为43.6%(+13.1pp), 系新冠产品净利率高带动整体盈利水平上行。销售费用率为20.53%(-19.95pp)主要因为新冠疫苗放量, 规模效应显著, 管理费用率为6.8%(-1.65pp), 财务费用率为-1.66%(-0.64pp), 基本保持稳定水平。
- **传统品种受新冠影响略有下滑, 13价肺炎疫苗获批22年有望贡献收入。**按产品来看, 前三季扣除新冠疫苗收入, 主营产品收入小于13亿元, 同比有较小幅度下滑。2021年, 公司乙肝疫苗实现再生产上市, 同比收入明显高于去年同期; 因此, 四联苗、23价肺炎疫苗、Hib疫苗以及麻腮风疫苗合计收入有明显下滑, 主要系新冠疫情对传统疫苗批签发和接种造成负面影响所致。新产品端, 重磅产品13价肺炎疫苗于2021年9月获批上市, 2022年有望实现400~500万剂销量, 成为驱动公司成长的核心品种, 贡献长期业绩增量。
- **22-23年在研品种进入获批期, 长期发展动力充足。**公司目前共有在研项目30多个, 已有13项进入注册程序。预计未来两年有4-5个新品种获批。其中冻干二倍体狂苗作为行业金标准已经申报生产通知书, 冻干水痘疫苗预计在Q4可以完成临床总结报告。在需求持续增长下, 预计峰值利润18亿元左右。此外, MCV4、IPV等疫苗均进入或完成临床III期阶段, 重组EV71疫苗已经完成II期临床, 五价轮状病毒疫苗等均已获得临床试验受理通知书, 产品管线立足创新, 着重解决现存未满足需求, 长期发展动力充足。
- **盈利预测与投资建议。**短期受新冠疫苗接种影响, 传统疫苗业务销量略有下滑, 不考虑新冠疫苗收入。我们下调公司盈利预测, 预计2021-2023年EPS分别为1.12元、2.25元及3.16元(原预测EPS为1.68元、3.36元、4.45元)。公司传统疫苗2022年进入放量阶段, 作为国内创新疫苗企业龙头, 长期增长确定性强, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发低于预期, 产品降价风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2261.18	2398.47	5446.08	7439.42
增长率	16.36%	6.07%	127.07%	36.60%
归属母公司净利润(百万元)	679.19	772.47	1546.61	2168.36
增长率	18.22%	13.73%	100.22%	40.20%
每股收益EPS(元)	0.99	1.12	2.25	3.16
净资产收益率ROE	9.10%	9.54%	16.29%	19.10%
PE	113	99	49	35
PB	10.25	9.44	8.06	6.74

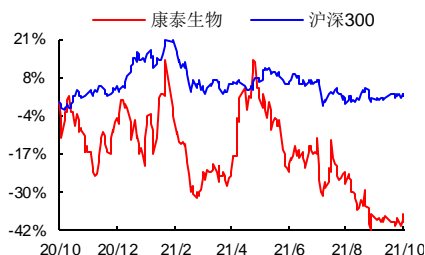
数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.87
流通A股(亿股)	5.34
52周内股价区间(元)	102.4-203.68
总市值(亿元)	765.01
总资产(亿元)	132.95
每股净资产(元)	12.39

相关研究

1. 康泰生物(300601): 业绩符合预期, 13价肺炎产品待获批 (2021-08-30)
2. 康泰生物(300601): 多联多价疫苗优势显著, 不改长期发展趋势 (2021-05-09)
3. 康泰生物(300601): 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速增长 (2020-10-30)

关键假设：

1) 四联苗：2021~2023年，预计公司四联苗销量分别为300、380、437万支，毛利率分别为94%、94%、94%，其中2021年换包装提价约为30%。

2) 乙肝疫苗：完成换包装工作后二类乙肝疫苗提价，其中60ug中标价从220元提升到330元，20ug从75元左右提价到120元。公司产品2021年恢复生产，2021年~2023年二类乙肝疫苗总计收入增速约为395%、1%、13%，毛利率分别为93%、93%、93%。

3) 23价肺炎疫苗：2021~2023年，预计公司23价肺炎疫苗销量分别为110、160、184万支，毛利率分别为92%、92%、92%。

4) 13价肺炎疫苗：2021~2023年，预计公司23价肺炎疫苗销量分别为20、400、600万支，毛利率分别为95%、95%、95%。

基于以上假设，我们预测公司2021-2023年分业务收入成本如下表：

表 1：分项业务收入拆分及预测

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
合计：营业收入	2,261	2,398	5,446	7,439
yoy	16.4%	6.1%	127.1%	36.6%
毛利率	90.0%	91.89%	93.15%	93.32%
二类疫苗收入	2230	2308	5338	7322
yoy	20.8%	3.5%	131.2%	37.2%
毛利率	90.4%	93.5%	94.0%	94.0%
一类疫苗收入	29	90	108	117
yoy	-69.9%	212.5%	20.0%	8.3%
毛利率	56.9%	50.5%	51.0%	51.0%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：重点二类疫苗收入拆分

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
四联苗				
收入	1362	1072	1330	1530
yoy	15%	-21%	24%	15%
毛利率	94%	94%	94%	94%
23价肺炎多糖疫苗				
收入	537	209	304	350
yoy	4669%	-61%	45%	15%
毛利率	92%	92%	92%	92%
乙肝疫苗二类苗				
收入	138	684	690	783
yoy	-69%	395%	1%	13%
毛利率	93%	93%	93%	93%

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
13价肺炎结合疫苗				
收入	---	120	2400	3600
yoy	---	---	1900%	50%
毛利率	---	95%	95%	95%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2261.18	2398.47	5446.08	7439.42	净利润	679.19	772.47	1546.61	2168.36
营业成本	226.31	183.70	371.85	499.11	折旧与摊销	106.50	203.83	203.83	203.83
营业税金及附加	14.46	15.33	34.82	47.56	财务费用	-21.40	-21.61	-26.44	-25.61
销售费用	878.41	839.46	2178.43	2975.77	资产减值损失	-4.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	168.41	239.85	816.91	1115.91	经营营运资本变动	-98.60	-242.72	-1154.53	-695.21
财务费用	-21.40	-21.61	-26.44	-25.61	其他	-221.66	-35.84	-36.93	-39.04
资产减值损失	-4.17	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	439.85	676.14	532.54	1612.34
投资收益	13.68	20.00	20.00	20.00	资本支出	-1139.99	-485.22	-567.67	-686.57
公允价值变动损益	30.14	15.07	17.58	18.84	其他	-2696.93	35.07	37.58	38.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3836.91	-450.15	-530.08	-647.73
营业利润	775.37	876.80	1758.09	2465.51	短期借款	10.32	-11.32	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.96	1.70	0.80	0.48	长期借款	-127.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	772.41	878.50	1758.90	2465.99	股权融资	4187.48	0.00	0.00	0.00
所得税	93.22	106.03	212.29	297.63	支付股利	-201.75	-135.84	-154.49	-309.32
净利润	679.19	772.47	1546.61	2168.36	其他	-90.12	9.54	26.44	25.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3778.71	-137.62	-128.06	-283.72
归属母公司股东净利润	679.19	772.47	1546.61	2168.36	现金流量净额	381.61	88.37	-125.60	680.90
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	882.69	971.07	845.47	1526.36	成长能力				
应收和预付款项	1765.53	1554.80	3664.62	5046.97	销售收入增长率	16.36%	6.07%	127.07%	36.60%
存货	436.55	354.74	718.77	965.65	营业利润增长率	17.87%	13.08%	100.51%	40.24%
其他流动资产	2259.80	2265.93	2406.71	2498.78	净利润增长率	18.22%	13.73%	100.22%	40.20%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.11%	23.08%	82.76%	36.59%
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	2279.06	2625.74	3071.97	3637.67	毛利率	89.99%	92.34%	93.17%	93.29%
无形资产和开发支出	367.35	314.33	244.19	173.47	三费率	45.35%	44.10%	54.51%	54.66%
其他非流动资产	1593.47	1581.21	1568.96	1556.70	净利率	30.04%	32.21%	28.40%	29.15%
资产总计	9584.51	9667.86	12520.72	15405.66	ROE	9.10%	9.54%	16.29%	19.10%
短期借款	11.32	0.00	0.00	0.00	ROA	7.09%	7.99%	12.35%	14.08%
应付和预收款项	889.36	530.34	1302.52	1862.65	ROIC	23.40%	21.20%	32.12%	33.77%
长期借款	67.80	67.80	67.80	67.80	EBITDA/销售收入	38.05%	44.15%	35.54%	35.54%
其他负债	1152.59	969.65	1658.22	2123.98	营运能力				
负债合计	2121.07	1567.79	3028.54	4054.43	总资产周转率	0.33	0.25	0.49	0.53
股本	684.93	687.03	687.03	687.03	固定资产周转率	2.21	2.25	5.94	9.73
资本公积	5265.38	5263.27	5263.27	5263.27	应收账款周转率	1.70	1.56	2.22	1.82
留存收益	1554.69	2191.32	3583.44	5442.48	存货周转率	0.68	0.46	0.69	0.59
归属母公司股东权益	7463.44	8100.07	9492.19	11351.23	销售商品提供劳务收到现金营业收入	75.61%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	7463.44	8100.07	9492.19	11351.23	资产负债率	22.13%	16.22%	24.19%	26.32%
负债和股东权益合计	9584.51	9667.86	12520.72	15405.66	带息债务/总负债	3.73%	4.32%	2.24%	1.67%
					流动比率	3.04	4.28	2.87	2.72
					速动比率	2.80	3.98	2.60	2.46
					股利支付率	29.70%	17.58%	9.99%	14.27%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	860.46	1059.02	1935.49	2643.74	每股收益	0.99	1.12	2.25	3.16
PE	112.64	99.03	49.46	35.28	每股净资产	10.86	11.79	13.82	16.52
PB	10.25	9.44	8.06	6.74	每股经营现金	0.64	0.98	0.78	2.35
PS	33.83	31.90	14.05	10.28	每股股利	0.29	0.20	0.22	0.45
EV/EBITDA	83.50	67.96	37.25	27.01					
股息率	0.26%	0.18%	0.20%	0.40%					

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情范围内，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	zfy@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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn