

2022年02月06日

证券研究报告·2021年业绩预告点评

康泰生物(300601) 医药生物

买入(维持)

当前价: 80.08元

目标价: 一元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新冠疫苗海外出口值得期待, 常规品种受新冠影响边际减弱

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年业绩预告, 预计实现归母净利润 12 亿元~14 亿元 (+77%~+106%), 实现扣非归母净利润 11.3 亿元~13.3 亿元 (+82%~+114%), 业绩基本符合市场预期。
- **新冠疫苗海外出口值得期待, 常规品种受新冠影响边际减弱。** 单 Q4 季度预计公司实现归母净利润 1.6 亿元~3.6 亿元 (-33%~+48%), 环比 Q3 季度有所下降的原因主要是公司新冠疫苗国内接种放缓, 海外出口审批仍在持续推进当中。根据海关出口数据以及公司产能情况预测, 公司全年新冠疫苗净利润约为 5.5 亿元~7 亿元。目前公司腺病毒新冠疫苗已于 11 月初在印尼拿到当地 EUA, 并实现出口用于当地疫情防控, 其他地区的 EUA 工作在持续推进当中, 预计 2022 年获批后腺病毒新冠疫苗将持续放量。常规品种由于疫情及新冠疫苗集中接种影响, 预计全年实现归母净利润 6~7 亿元, 但公司已经对四联苗销售渠道进行较好优化, 预计 2022 年将恢复增长, 13 价肺炎疫苗目前已经在全国近 1/3 省份实现准入, 公司采用低价策略定价 460 元左右, 对比国内外厂商性价比优势突显, 有望快速抢占市场份额。公司常规品种 2022 年在低基数情况下, 叠加公司渠道持续投入, 销量有望超出市场预期。
- **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收到现场核查通知书, 冻干水痘疫苗预计在 22 年 Q1 可以完成临床总结报告。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, 目前正准备转做四价手足口病疫苗, 五价轮状病毒疫苗等均已获得临床试验批准通知书, 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。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.91 元、1.55 元及 2.40 元。长期看, 新冠影响未来将边际减弱, 公司传统疫苗(四联苗、乙肝疫苗等) 2022 年进入恢复放量阶段, 新产品 13 价肺炎疫苗获批上市 2022 年有望加速放量, 作为国内创新疫苗企业龙头, 公司在研管线丰富, 未来 2-4 年将有多品种获批, 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	2080.07	4048.79	5917.24
增长率	16.36%	-8.01%	94.65%	46.15%
归属母公司净利润(百万元)	679.19	626.56	1065.36	1647.64
增长率	18.22%	-7.75%	70.03%	54.66%
每股收益 EPS(元)	0.99	0.91	1.55	2.40
净资产收益率 ROE	9.10%	7.88%	1.98%	15.95%
PE	81	88	52	33
PB	7.37	6.92	6.19	5.33

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

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)	80.08-203.68
总市值(亿元)	550.18
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): 新冠疫苗驱动业绩增长, 13 价获批值得期待 (2021-10-22)
2. 康泰生物(300601): 业绩符合预期, 13 价肺炎产品待获批 (2021-08-30)
3. 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)

关键假设：

1) 四联苗：2021~2023 年，预计公司四联苗销量分别为 330、360、414 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 320 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 276%、14%、16%，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 70、100、115 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 13 价肺炎疫苗销量分别为 15、340、545 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	2,080	4,049	5,917
yoy	16.4%	-8.01%	94.65%	46.15%
毛利率	90.0%	91.83%	92.85%	93.15%
二类疫苗收入	2230	1,999	3,941	5,800
yoy	20.8%	-10%	97%	47%
毛利率	90.4%	94%	94%	94%
一类疫苗收入	29	81	108	117
yoy	-69.9%	181%	33%	8%
毛利率	56.9%	51%	51%	51%

数据来源：公司公告，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	2080.07	4048.79	5917.24	净利润	679.19	626.56	1065.36	1647.64
营业成本	226.31	170.03	289.37	405.34	折旧与摊销	106.50	203.83	203.83	203.83
营业税金及附加	14.46	13.30	25.89	37.83	财务费用	-21.40	-15.08	-16.51	-14.90
销售费用	878.41	728.02	1619.52	2366.90	资产减值损失	-4.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	168.41	208.01	607.32	887.59	经营营运资本变动	-98.60	-109.27	-752.05	-665.87
财务费用	-21.40	-15.08	-16.51	-14.90	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	670.20	463.71	1131.67
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	710.86	1210.79	1873.32	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	712.56	1211.59	1873.80	股权融资	4187.48	0.00	0.00	0.00
所得税	93.22	86.00	146.23	226.15	支付股利	-201.75	-135.84	-125.31	-213.07
净利润	679.19	626.56	1065.36	1647.64	其他	-90.12	3.02	16.51	14.90
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	-144.14	-108.81	-198.17
归属母公司股东净利润	679.19	626.56	1065.36	1647.64	现金流量净额	381.61	75.91	-175.18	285.77
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	958.60	783.42	1069.19	成长能力				
应收和预付款项	1765.53	1351.62	2728.76	4017.02	销售收入增长率	16.36%	-8.01%	94.65%	46.15%
存货	436.55	328.24	558.90	783.90	营业利润增长率	17.87%	-8.32%	70.33%	54.72%
其他流动资产	2259.80	2251.22	2342.16	2428.47	净利润增长率	18.22%	-7.75%	70.03%	54.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.11%	4.55%	55.41%	47.50%
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%	91.83%	92.85%	93.15%
无形资产和开发支出	367.35	314.33	244.19	173.47	三费率	45.35%	44.27%	54.59%	54.75%
其他非流动资产	1593.47	1581.21	1568.96	1556.70	净利率	30.04%	30.12%	26.31%	27.84%
资产总计	9584.51	9411.01	11298.40	13666.48	ROE	9.10%	7.88%	11.98%	15.95%
短期借款	11.32	0.00	0.00	0.00	ROA	7.09%	6.66%	9.43%	12.06%
应付和预收款项	889.36	469.42	980.03	1489.08	ROIC	23.40%	17.66%	24.31%	28.89%
长期借款	67.80	67.80	67.80	67.80	EBITDA/销售收入	38.05%	43.25%	34.53%	34.85%
其他负债	1152.59	919.63	1356.37	1780.82	营运能力				
负债合计	2121.07	1456.85	2404.19	3337.70	总资产周转率	0.33	0.22	0.39	0.47
股本	684.93	687.03	687.03	687.03	固定资产周转率	2.21	1.95	4.42	7.74
资本公积	5265.38	5263.27	5263.27	5263.27	应收账款周转率	1.70	1.45	2.12	1.87
留存收益	1554.69	2045.41	2985.46	4420.03	存货周转率	0.68	0.44	0.65	0.60
归属母公司股东权益	7463.44	7954.16	8894.21	10328.78	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	7954.16	8894.21	10328.78	资产负债率	22.13%	15.48%	21.28%	24.42%
负债和股东权益合计	9584.51	9411.01	11298.40	13666.48	带息债务/总负债	3.73%	4.65%	2.82%	2.03%
					流动比率	3.04	4.48	3.15	2.79
					速动比率	2.80	4.18	2.87	2.53
					股利支付率	29.70%	21.68%	11.76%	12.93%
					每股指标				
					每股收益	0.99	0.91	1.55	2.40
					每股净资产	10.86	11.58	12.95	15.03
					每股经营现金	0.64	0.98	0.67	1.65
					每股股利	0.29	0.20	0.18	0.31
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	860.46	899.61	1398.12	2062.25					
PE	81.01	87.81	51.64	33.39					
PB	7.37	6.92	6.19	5.33					
PS	24.33	26.45	13.59	9.30					
EV/EBITDA	58.61	56.14	36.25	24.43					
股息率	0.37%	0.25%	0.23%	0.39%					

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
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	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn