

康泰生物 (300601.SZ)

买入

2021 年报及 2022 一季报点评：传统品种稳健增长，13 价肺炎疫苗有望放量

核心观点

传统品种稳健，新冠疫苗贡献增量。2021 年公司实现营收 36.52 亿元（+61.5%），归母净利润 12.63 亿元（+86.0%），扣非归母净利润 11.91 亿元（+91.9%），实现经营性现金流净额 16.5 亿元，同比增长 275.7%。分季度来看，公司 2021 年各季度单季度收入分别为 2.8/7.8/13.3/12.7 亿元，单季度归母净利润分别为 0.3/3.1/7.0/2.3 亿元，其中上半年公司传统品种受到国内新冠疫情反复及新冠疫苗接种等影响，业绩增速有所放缓；下半年随着公司灭活新冠疫苗国内使用以及与阿斯利康合作的腺病毒新冠疫苗取得海外销售，公司业绩恢复高增长。

2022 年一季度实现现营收 8.71 亿元（+214.6%），实现归母净利润 2.74 亿元（+987.71%），扣非归母净利润 2.74 亿元（+987.71%），预计主要系公司四联苗等传统品种销售恢复以及 13 价肺炎疫苗新品种上市形成销售。

新品种有望快速放量，长期管线储备充足。公司 13 价肺炎多糖结合疫苗于 2021 年 9 月获批上市，年内取得批签发 41.76 万支，目前正在进行各省招标准入，考虑到公司产品临床数据优秀、定价亲民，通过四联苗等品种已布局儿童疫苗渠道多年，产品有望快速放量。此外，公司目前拥有在研项目 30 余项，13 项处于临床阶段，其中人二倍体狂苗已报产、冻干水痘疫苗取得临床总结报告，长期布局麻腮风水痘、DTaP-IPV-Hib 五联苗等全球重磅多联多价产品，中长期增长动能充足。

风险提示：13 价肺炎结合苗上市后销售不及预期；新冠疫苗研发失败、进度慢于预期；全球新冠疫情发生重大变化的风险等。

投资建议：暂不考虑新冠疫苗收入，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.20/3.07/3.91 元，目前股价对应 PE 分别为 28/20/16x。公司传统品种稳健增长，13 价肺炎结合疫苗 2022 年有望快速放量，贡献业绩弹性，人二倍体狂苗已报产预计年内获批，管线储备丰富，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,261	3,652	4,367	5,947	7,421
(+/-%)	16.4%	61.5%	19.6%	36.2%	24.8%
净利润(百万元)	679	1263	1514	2110	2684
(+/-%)	18.2%	86.0%	19.9%	39.3%	27.2%
每股收益(元)	0.99	1.84	2.20	3.07	3.91
EBIT Margin	31.2%	40.0%	39.8%	40.5%	41.3%
净资产收益率 (ROE)	9.1%	13.8%	14.7%	17.8%	19.3%
市盈率 (PE)	62.2	33.5	28.0	20.1	15.8
EV/EBITDA	55.5	25.4	24.9	18.5	14.6
市净率 (PB)	5.66	4.62	4.12	3.57	3.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 生物制品

证券分析师：陈益凌 **证券分析师：马千里**
 021-60933167 010-88005445
 chenyingling@guosen.com.cn makiqianli@guosen.com.cn
 S0980519010002 S0980521070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	61.65 元
总市值/流通市值	43155/33723 百万元
52 周最高价/最低价	221.90/59.15 元
近 3 个月日均成交额	542.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

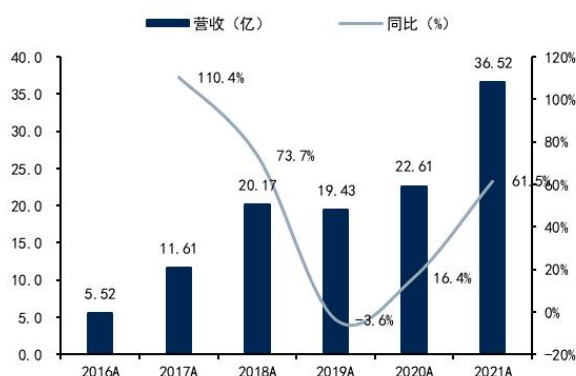
相关研究报告

《康泰生物-300601-2020 年半年报点评：二季度高增长，管线值得期待》——2020-07-21
 《康泰生物-300601-2019 年年报及 2020 年一季报点评：一季度波动不影响全年高增长》——2020-05-05
 《康泰生物-300601-2019 年三季报点评：业绩持续回暖，四价苗恢复增长》——2019-10-31
 《康泰生物-300601-2019 年中报点评：二季度环比改善，看好长期布局》——2019-08-05

传统品种稳健，新冠疫苗贡献增量。2021 年公司实现营收 36.52 亿元（+61.5%），归母净利润 12.63 亿元（+86.0%），扣非归母净利润 11.91 亿元（+91.9%），实现经营性现金流净额 16.5 亿元，同比增长 275.7%。分季度来看，公司 2021 年各季度单季度收入分别为 2.8/7.8/13.3/12.7 亿元，单季度归母净利润分别为 0.3/3.1/7.0/2.3 亿元，其中上半年公司传统品种受到国内新冠疫情反复及新冠疫苗接种等影响，业绩增速有所放缓；下半年随着公司灭活新冠疫苗国内使用以及阿斯利康合作的腺病毒新冠疫苗取得海外销售，公司业绩恢复高增长。

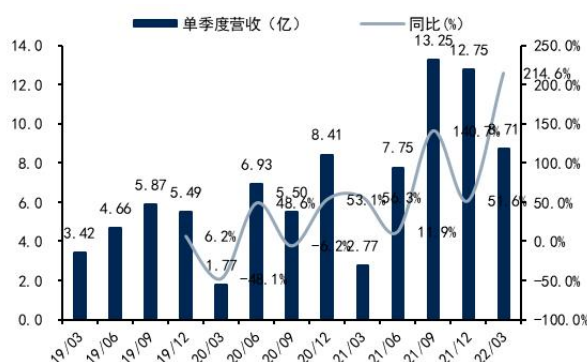
2022 年一季度实现现营收 8.71 亿元（+214.6%），实现归母净利润 2.74 亿元（+987.71%），扣非归母净利润 2.74 亿元（+987.71%），预计主要系公司四联苗等传统品种销售恢复以及 13 价肺炎疫苗新品种上市形成销售。

图1：康泰生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



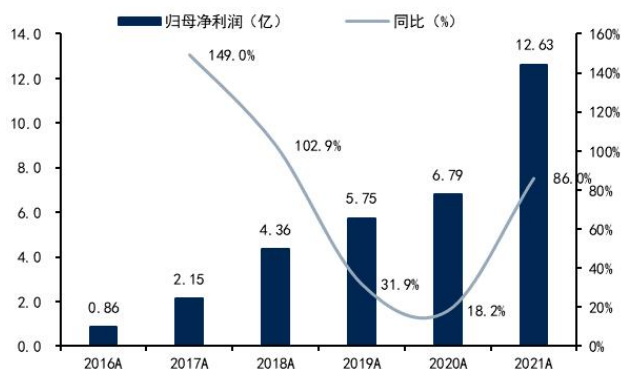
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康泰生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



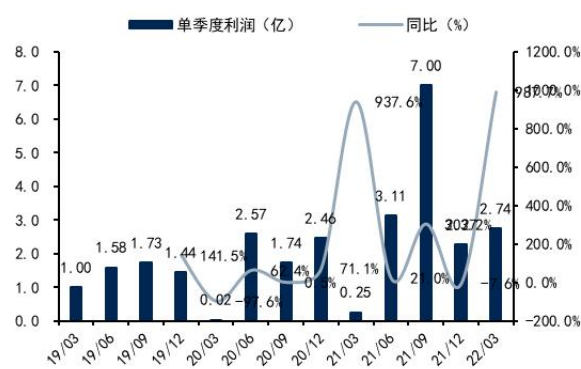
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：康泰生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：康泰生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

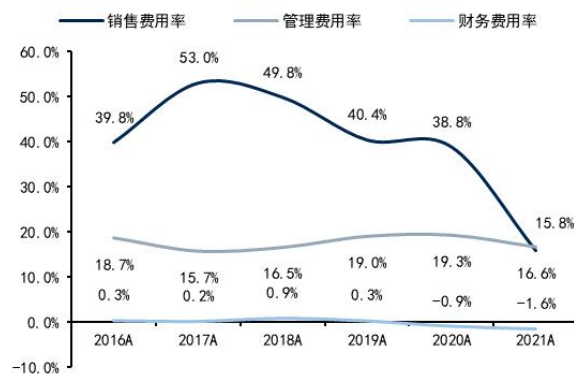
新冠产品拉低整体毛利率，费用率改善。2021 年公司销售毛利率 73.0%（-17.0pct）、净利率 34.6%（+4.6pct），主要由于新冠产品营收占比较高拉低整体毛利率。销售费用率 15.8%（-23.0pct），主要系公司非免疫规划疫苗销售受疫情影响投入减少，以及新冠产品销售费用率较低；管理费用率 7%（-0.5pct）、财务费用率-1.6%（-0.7pct），主要由于营收规模以及利息收入增长所致。

图5：康泰生物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：康泰生物三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品管线储备丰富。公司拥有在研项目 30 余项，除冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）、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、口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）等进入注册程序的疫苗外，四价手足口病疫苗、麻腮风水痘疫苗、四价流感疫苗、20 价肺炎球菌多糖结合疫苗等多联多价疫苗也已布局研制。此外，公司还与嘉晨西海合作布局 mRNA 赛道，利用其自复制以及非自复制的 mRNA 技术平台共同开发人用传染病疫苗，并已完成 mRNA 人用狂犬病疫苗部分项目的有效性验证。

表1：康泰生物研发管线进度

序号	药品名称	功能主治	注册阶段	当前进展情况
1	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	用于预防狂犬病	已申请药品注册批件	已完成注册现场核查
2	冻干水痘减毒活疫苗	用于预防水痘	完成临床研究	已获得 I、III 期临床试验总结报告
3	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	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
4	甲型肝炎灭活疫苗	用于预防甲型肝炎	处于临床研究总结阶段	已完成 III 期临床研究现场工作
5	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）	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	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	III 期临床进行中
6	新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）	用于预防由新型冠状病毒感染引起的疾病	国内获批紧急使用	海外 III 期临床进行中
7	重组肠道病毒 71 型疫苗（汉逊酵母）	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
8	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	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
9	吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗	用于预防百日咳、白喉、破伤风	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段	I 期临床进行中
10	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	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	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
11	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗	用于预防白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
12	60 μg 重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（免疫调节剂）	用于治疗乙型肝炎	已撤回药品注册批件申请，目前处于临床数据临床数据自查中	自查阶段
13	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）	用于预防感染轮状病毒导致的婴幼儿胃肠炎	已取得临床试验批件	I 期临床试验准备中

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：暂不考虑新冠疫苗收入，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.20/3.07/3.91 元，目前股价对应 PE 分别为 28/20/16x。公司传统品种稳健增长，13 价肺炎结合疫苗 2022 年有望快速放量，贡献业绩弹性，人二倍体狂犬苗已报产预计年内获批，管线储备丰富，维持“买入”评级。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 220428	总市值	EPS				PE				ROE 21A	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
300122.SZ	智飞生物	93.72	1500	6.38	6.39	6.62	6.96	20	15	14	13	57.8	买入
603392.SH	万泰生物	160.80	1415	3.33	5.55	7.46	8.34	67	29	22	19	45.3	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	883	3550	3413	4259	4863	营业收入	2261	3652	4367	5947	7421
应收款项	1672	1872	2615	3669	4276	营业成本	226	986	291	397	519
存货净额	437	1058	414	575	722	营业税金及附加	14	20	24	33	41
其他流动资产	198	861	497	866	1225	销售费用	878	578	1572	2022	2375
流动资产合计	5345	7341	6939	9370	11085	管理费用	168	253	316	430	533
固定资产	2279	4116	4915	5424	5771	研发费用	267	354	424	654	890
无形资产及其他	294	346	332	318	305	财务费用	(21)	(59)	71	69	65
投资性房地产	1667	2346	2346	2346	2346	投资收益	14	30	17	20	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	34	155	50	50	50
资产总计	9585	14149	14533	17458	19507	其他收入	(268)	(606)	(424)	(654)	(890)
短期借款及交易性金融负债	23	800	84	760	102	营业利润	775	1452	1735	2412	3070
应付款项	167	708	207	286	395	营业外净收支	(3)	(13)	(3)	(6)	(8)
其他流动负债	1565	1110	1448	1894	2279	利润总额	772	1439	1732	2405	3062
流动负债合计	1756	2618	1740	2940	2776	所得税费用	93	176	218	295	378
长期借款及应付债券	68	1938	1938	1938	1938	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	297	426	573	710	853	归属于母公司净利润	679	1263	1514	2110	2684
长期负债合计	365	2364	2511	2648	2791	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2121	4982	4250	5588	5567	净利润	679	1263	1514	2110	2684
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	151	(63)	24	21
股东权益	7463	9167	10282	11870	13940	折旧摊销	93	405	135	177	212
负债和股东权益总计	9585	14149	14533	17458	19507	公允价值变动损失	(34)	(155)	(50)	(50)	(50)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(21)	(59)	71	69	65
每股收益	0.99	1.84	2.20	3.07	3.91	营运资本变动	(1118)	(1799)	185	(898)	(455)
每股红利	0.30	0.32	0.58	0.76	0.89	其它	1	(151)	63	(24)	(21)
每股净资产	10.90	13.34	14.97	17.28	20.29	经营活动现金流	(380)	(286)	1784	1339	2391
ROIC	21%	19%	17%	22%	26%	资本开支	0	(2528)	(807)	(645)	(516)
ROE	9%	14%	15%	18%	19%	其它投资现金流	(2155)	2155	0	0	0
毛利率	90%	73%	93%	93%	93%	投资活动现金流	(2155)	(372)	(807)	(645)	(516)
EBIT Margin	31%	40%	40%	41%	41%	权益性融资	(0)	165	0	0	0
EBITDA Margin	35%	51%	43%	44%	44%	负债净变化	(127)	350	0	0	0
收入增长	16%	62%	20%	36%	25%	支付股利、利息	(207)	(220)	(399)	(523)	(613)
净利润增长率	18%	86%	20%	39%	27%	其它融资现金流	3582	2901	(716)	676	(658)
资产负债率	22%	35%	29%	32%	29%	融资活动现金流	2913	3325	(1114)	153	(1271)
息率	0.5%	0.5%	0.9%	1.2%	1.4%	现金净变动	377	2667	(137)	847	603
P/E	62.2	33.5	28.0	20.1	15.8	货币资金的期初余额	505	883	3550	3413	4259
P/B	5.7	4.6	4.1	3.6	3.0	货币资金的期末余额	883	3550	3413	4259	4863
EV/EBITDA	55.5	25.4	24.9	18.5	14.6	企业自由现金流	0	(2640)	1034	748	1925
						权益自由现金流	0	611	256	1364	1210

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032