

康泰生物 (300601.SZ)

常规业务高增长，确认新冠费用不影响长期价值

核心观点：

- **公司发布 2022 年中报：**2022H1 公司实现收入 18.28 亿元 (+73.72%，以下均为同比口径)、归母净利润 1.21 亿元 (-64.19%)、扣非归母净利润 0.86 亿元 (-70.81%)，利润端增速大幅下滑主要系计提新冠疫苗资产减值准备所致，主营业务经营状况良好。
- **常规疫苗销售恢复良好增长态势，股权回购彰显公司未来发展信心。**分业务类型看，2022H1 公司免疫规划疫苗业务实现收入 1.9 亿元 (+5.3%)，主要由新冠疫苗销售贡献；非免疫规划疫苗实现收入 16.32 亿元 (+87.18%)，核心产品四联苗、乙肝疫苗收入分别增长 60.13%、20.76%，13 价肺炎疫苗上市后逐步放量，常规疫苗业务恢复良好增长态势。基于对未来发展前景的信心，公司拟回购股票，拟回购金额 1-2 亿元、回购价格不超过 55 元/股 (含)。
- **研发管线即将步入收获期，人二倍体细胞狂犬苗有望明年初获批上市。**公司拥有在研项目 30 余项，其中进入注册程序的在研项目约 13 项，目前核心在研产品人二倍体细胞狂犬病疫苗有望于明年初获批上市，预计明年起贡献业绩增量。冻干水痘减毒活疫苗和 IPV 疫苗今年有望完成临床 3 期，吸附无细胞百白破 (组分) 联合疫苗处于临床 1 期、口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗 (Vero 细胞) 已开启临床入组、五联苗已取得临床批件、4 价流感疫苗已经获得了临床申请的受理，在研产品梯队丰富且商业化价值较大。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 3.65 亿元、17.01 亿元、22.1 亿元。参考可比公司以及公司研发管线梯队与商业化价值，给予公司 2023 年合理 PE 约 40 倍，对应公司合理价值约 60.73 元/股，给予买入评级。
- **风险提示。**产品研发失败的风险；在研产品审批进度不达预期；产品推广低于预期；新生儿数量下降；市场竞争加剧。

盈利预测：

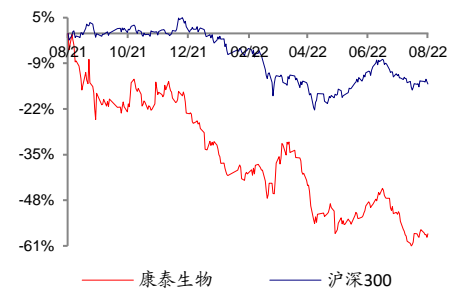
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,261	3,652	3,910	5,278	6,706
增长率 (%)	16.4	61.5	7.1	35.0	27.1
EBITDA (百万元)	813	1,893	1,501	2,443	3,040
归母净利润 (百万元)	679	1,263	365	1,701	2,210
增长率 (%)	18.2	86.0	-71.1	365.6	29.9
EPS (元/股)	0.99	1.84	0.33	1.52	1.97
市盈率 (x)	175.97	53.59	108.04	23.21	17.86
ROE (%)	9.1	13.8	3.4	13.4	14.8
EV/EBITDA (x)	146.03	35.34	24.67	14.79	11.24

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	35.23 元
合理价值	60.73 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-22

相对市场表现



分析师：孔令岩



SAC 执证号：S0260519080001



konglingyan@gf.com.cn

分析师：罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

请注意，孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

康泰生物 (300601.SZ) :常 2022-04-28
规业务快速增长，研发管线步入收获期

康泰生物 (300601.SZ) :业 2021-08-30
绩基本符合预期，研发管线步入收获期

请务必阅读末页的免责声明

我们对公司主营业务与新冠疫苗销售预测如下表所示：（1）常规业务：公司核心产品为四联苗、13价肺炎疫苗等产品，预计2022-2024年公司四联苗销售额分别为12.91亿元、15.29亿元、16.99亿元，13价肺炎疫苗销售额分别为14.88亿元、20.93亿元、24.65亿元，其他疫苗产品保持稳定增长；此外，公司核心在研产品人二倍体细胞狂犬苗有望于22年底或23年初获批上市，预计2023-2024年经风险调整后销售额分别为5.85亿元、14.04亿元；（2）新冠疫苗：考虑到未来销售不确定性，仅考虑2022年贡献约1.5亿左右收入，后续年份不考虑销售贡献。我们预计2022-2024年公司收入分别为39.10亿元、52.78亿元、67.06亿元，增速分别为7.05%、35%、27.06%；公司整体毛利率分别为87.84%、90.6%、90.96%；归母净利润分别为3.65亿元、17.01亿元、22.1亿元，增速分别为-71.1%、365.6%、29.9%。参考可比公司以及公司研发管线梯队与商业化价值，考虑到2022年公司归母净利润受资产减值与新冠疫苗研发费用化影响较大，以2023年预期归母净利润作为估值基准，给予公司2023年合理PE约40倍，对应公司合理价值约60.73元/股，给予买入评级。

表1：公司收入拆分预测（百万元）

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	1943.34	2261.18	3652.09	3909.63	5278.07	6706.30
毛利率	91.58%	89.99%	72.99%	87.84%	90.60%	90.96%
百白破-Hib：四联苗						
销售额	1148.06	1362.16	679.61	1291.26	1529.13	1699.03
毛利率	97.00%	97%	97%	97%	97%	97%
乙肝疫苗						
销售额	517.36	165.00	511.50	613.80	693.59	749.08
毛利率	69.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
Hib 疫苗						
销售额	225.95	176.24	140.99	140.99	140.99	140.99
毛利率	88.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
麻风二联苗及其他						
销售额	36.97	20.70	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
23 价肺炎疫苗						
销售额	15.00	537.08	214.83	225.57	236.85	248.69
毛利率	90.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%
13 价肺炎疫苗						
销售额			41.85	1488	2092.5	2464.5
毛利率			90.00%	90.00%	91.00%	92.00%
人二倍体狂犬						
经风险调整后销售额					585	1404
获批概率					90.00%	90.00%
毛利率					90.00%	90.00%
新冠疫苗						
销售额			2063.3	150		
毛利率			60.95%	30.00%		

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

表2: 可比公司估值表

证券简称	收盘价(元)	EPS(元/股)		PE(倍)		预测净利润增速(%)	
万泰生物	133.12	3.33	4.57	39.98	29.13	198.59	104.79
百克生物	61.7	0.59	1.1	104.58	56.09	-41.77	85.89

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 *最新收盘价日期为 2022 年 8 月 19 日, 以上可比公司盈利均为 wind 一致预测

风险提示。产品研发失败的风险; 在研产品审批进度不达预期; 产品推广低于预期; 新生儿数量下降; 市场竞争加剧。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,345	7,341	8,891	10,085	13,203	经营活动现金流	440	1,652	1,414	1,324	2,341
货币资金	883	3,550	4,861	5,603	7,468	净利润	679	1,263	365	1,701	2,210
应收及预付	1,706	1,977	2,516	3,051	4,066	折旧摊销	106	433	465	490	515
存货	437	1,058	714	638	845	营运资金变动	-428	-296	-79	-894	-405
其他流动资产	2,319	756	800	792	824	其它	82	252	663	27	21
非流动资产	4,240	6,808	6,864	7,002	6,926	投资活动现金流	-3,837	-1,440	-96	-234	-65
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-1,226	-2,540	-96	-234	-65
固定资产	1,143	1,796	2,210	2,419	2,483	投资变动	-2,625	2,135	0	0	0
在建工程	1,136	2,320	2,120	1,970	1,870	其他	14	-1,035	0	0	0
无形资产	294	346	346	346	346	筹资活动现金流	3,779	2,452	-7	-347	-411
其他长期资产	1,667	2,346	2,187	2,267	2,227	银行借款	91	3,141	-328	-150	-100
资产总计	9,585	14,149	15,755	17,087	20,129	股权融资	3,519	165	433	0	0
流动负债	1,756	2,618	2,636	2,053	2,812	其他	169	-854	-113	-197	-311
短期借款	11	778	450	300	200	现金净增加额	382	2,663	1,311	743	1,864
应付及预收	167	708	347	359	440	期初现金余额	477	858	3,550	4,861	5,603
其他流动负债	1,577	1,132	1,839	1,394	2,171	期末现金余额	858	3,521	4,861	5,603	7,468
非流动负债	365	2,364	2,364	2,364	2,364						
长期借款	68	418	418	418	418						
应付债券	0	1,520	1,520	1,520	1,520						
其他非流动负债	297	426	426	426	426						
负债合计	2,121	4,982	5,000	4,417	5,176						
股本	685	687	1,120	1,120	1,120						
资本公积	5,265	5,357	5,357	5,357	5,357						
留存收益	1,555	2,612	3,766	5,681	7,965						
归属母公司股东权益	7,463	9,167	10,755	12,670	14,954						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	9,585	14,149	15,755	17,087	20,129						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,261	3,652	3,910	5,278	6,706
营业成本	226	986	476	496	606
营业税金及附加	14	20	20	26	34
销售费用	878	578	1,329	1,845	2,349
管理费用	168	253	313	430	588
研发费用	267	354	737	528	604
财务费用	-21	-59	-30	-58	-85
资产减值损失	-4	-155	-635	-10	-10
公允价值变动收益	30	0	0	0	0
投资净收益	14	30	0	0	0
营业利润	775	1,452	430	2,001	2,600
营业外收支	-3	-13	0	0	0
利润总额	772	1,439	430	2,001	2,600
所得税	93	176	64	300	390
净利润	679	1,263	365	1,701	2,210
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	679	1,263	365	1,701	2,210
EBITDA	813	1,893	1,501	2,443	3,040
EPS (元)	0.99	1.84	0.33	1.52	1.97

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	16.4%	61.5%	7.1%	35.0%	27.1%
营业利润增长	17.9%	87.3%	-70.4%	365.6%	29.9%
归母净利润增长	18.2%	86.0%	-71.1%	365.6%	29.9%
获利能力					
毛利率	90.0%	73.0%	87.8%	90.6%	91.0%
净利率	30.0%	34.6%	9.3%	32.2%	33.0%
ROE	9.1%	13.8%	3.4%	13.4%	14.8%
ROIC	8.2%	10.8%	6.7%	11.1%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	22.1%	35.2%	31.7%	25.9%	25.7%
净负债比率	28.4%	54.4%	46.5%	34.9%	34.6%
流动比率	3.04	2.80	3.37	4.91	4.70
速动比率	2.74	2.35	3.05	4.55	4.35
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.26	0.25	0.31	0.33
应收账款周转率	1.40	2.50	1.80	2.09	1.93
存货周转率	5.18	3.45	5.48	8.27	7.93
每股指标 (元)					
每股收益	0.99	1.84	0.33	1.52	1.97
每股经营现金流	0.64	2.40	1.26	1.18	2.09
每股净资产	10.90	13.34	9.60	11.31	13.35
估值比率					
P/E	175.97	53.59	108.04	23.21	17.86
P/B	16.01	7.39	3.67	3.12	2.64
EV/EBITDA	146.03	35.34	24.67	14.79	11.24

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：高级分析师，南加州大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱新彦：高级分析师，香港中文大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李桢桐：高级研究员，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 田鑫：高级研究员，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。