

康泰生物 (300601.SZ)

买入

核心产品 13 价肺炎疫苗同比增长 61%，人二倍体狂犬疫苗值得期待

核心观点

营收同比持平，归母净利润扭亏为盈。公司 2023H1 实现营收 17.31 亿元（同比-5.3%），其中常规疫苗销售收入同比增长 7.0%，分具体产品看，13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售收入同比+61.3%、23 价肺炎多糖疫苗销售收入同比+64.2%；归母净利润 5.10 亿元（同比 323.6%），扣非归母净利润 4.30 亿元（同比+397.5%）。

分季度看，2023Q1/Q2 分别实现营收 7.48 亿元/9.82 亿元，分别同比-14.1%/+2.7%，分别环比+26.3%/+31.2%；分别实现归母净利润 2.05 亿元/3.05 亿元，分别同比-24.9%/+299.2%，分别环比+161.2%/48.4%，经营情况逐季度改善。

产品管线储备丰富，人二倍体狂犬疫苗获批在即。公司目前拥有在研管线 30 余项，其中冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）、水痘减毒活疫苗处于申请药品注册批件阶段，并已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查；Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）已获得 Ph3 临床试验总结报告；四价手足口病疫苗、麻腮风水痘疫苗、20 价肺炎球菌多糖结合疫苗、重组带状疱疹疫苗、重组呼吸道合胞病毒疫苗（RSV）等品种作为中长期管线布局。

国际化战略持续推进。2023 年公司先后与巴基斯坦、印度尼西亚、沙特阿拉伯、印度等国的合作伙伴达成战略合作，共同推进 23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗等产品在海外的注册、销售及当地生产等商业化运营进程。

投资建议：维持“买入”评级

公司常规品种上半年稳健增长，其中核心产品 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售额同比+61%；在研品种人二倍体狂犬疫苗已投产并完成现场检查及 GMP 符合性检查，预计即将获批，中长期管线储备丰富，国际化战略持续推进。根据半年报情况，我们对公司盈利预测进行小幅下调，预计 2023-2025 年营收分别为 40.40/54.59/64.61 亿元（前值为 42.22/54.75/65.08 亿元），净利润分别为 10.54/15.57/19.70 亿元（前值为 11.31/15.64/19.85 亿元），目前股价对应 PE 分别为 30/20/16x，维持“买入”评级。

风险提示：产品上市后销售不及预期的风险，在研产品临床失败的风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,652	3,157	4,040	5,459	6,461
(+/-%)	61.5%	-13.5%	28.0%	35.1%	18.3%
净利润(百万元)	1263	-133	1054	1557	1970
(+/-%)	86.0%	-110.5%	894.6%	47.7%	26.5%
每股收益(元)	1.84	-0.12	0.94	1.39	1.76
EBIT Margin	40.0%	16.4%	30.6%	32.9%	34.5%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	-1.5%	10.7%	14.1%	15.6%
市盈率 (PE)	15.4	-239.4	30.1	20.4	16.1
EV/EBITDA	13.1	50.8	26.3	19.4	17.2
市净率 (PB)	2.12	3.54	3.23	2.87	2.51

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：张佳博 021-60375487
 zhangjiabo@guosen.com.cn
 S0980523050001

证券分析师：陈益凌 021-60933167
 cnchenyiling@guosen.com.cn
 S0980519010002

证券分析师：马千里 010-88005445
 maqianli@guosen.com.cn
 S0980521070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.14 元
总市值/流通市值	31430/24802 百万元
52 周最高价/最低价	39.20/24.60 元
近 3 个月日均成交额	284.90 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

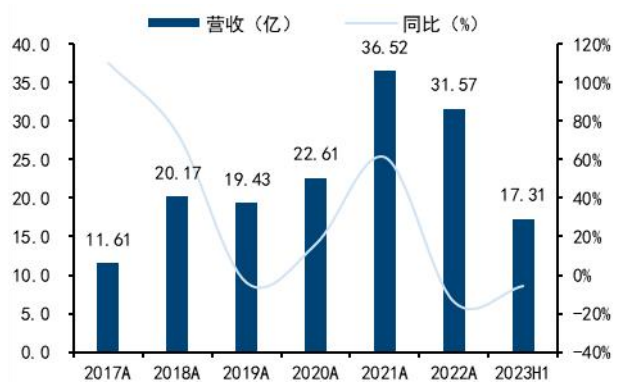
《康泰生物 (300601.SZ) -2022 年报及 2023 一季报点评：新冠疫苗资产减值影响当期净利润，关注新品放量及国际化》——2023-04-26

《康泰生物 (300601.SZ) -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》——2022-04-29

营收同比持平，归母净利润扭亏为盈。公司 2023H1 实现营收 17.31 亿元（同比-5.3%），其中常规疫苗销售收入同比增长 7.0%，分具体产品看，13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售收入同比+61.3%、23 价肺炎多糖疫苗销售收入同比+64.2%；归母净利润 5.10 亿元（同比 323.6%），扣非归母净利润 4.30 亿元（同比+397.5%）。

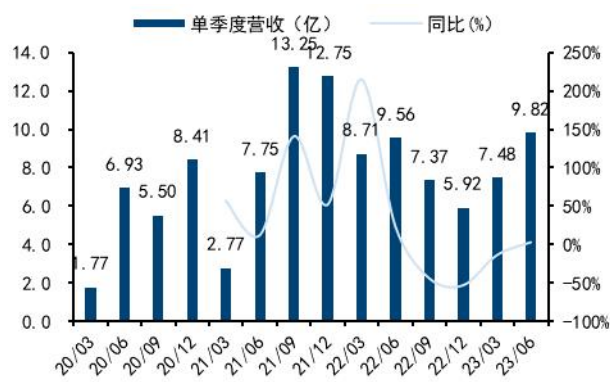
分季度看，2023Q1/Q2 分别实现营收 7.48 亿元/9.82 亿元，分别同比-14.1%/+2.7%，分别环比+26.3%/+31.2%；分别实现归母净利润 2.05 亿元/3.05 亿元，分别同比-24.9%/+299.2%，分别环比+161.2%/48.4%，经营情况逐季度改善。

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、%）



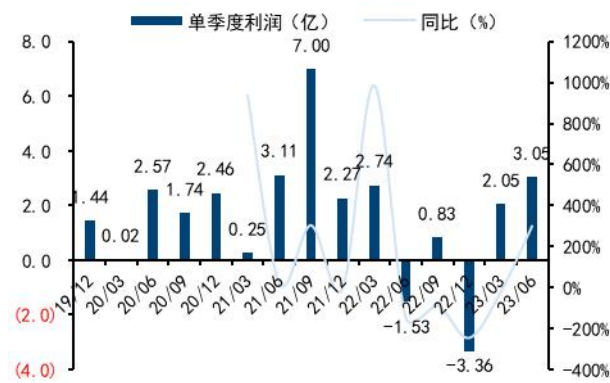
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

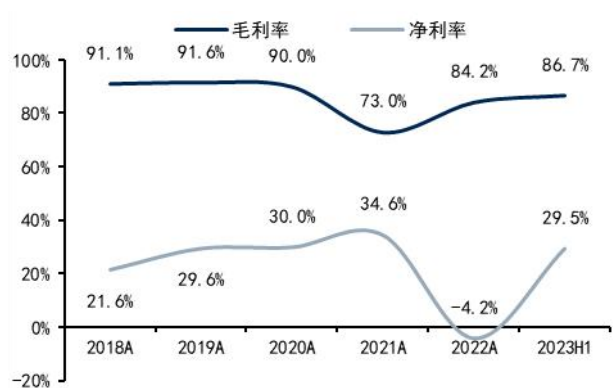
图4：康泰生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率回升，费用率改善。2023H1 公司毛利率为 86.7%（同比+0.06pct，较 2022 年全年水平+2.58pct）、净利率为 29.5%（同比+22.90pct，主要为上年同期受到资产减值影响）。销售费用率 34.5%（同比+1.25pct，与 2022 年全年水平基本持平），主要由于营收结构中新冠产品占比减少所致；管理费用率 5.8%（同比-1.25pct）、财务费用率-0.08%（+0.92pct）、研发费用率 14.1%（同比-4.46pct，较 2022 年全年水平-11.25pct），主要由于上年同期新冠疫苗临床 III 期支出费用化所致。

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: 康泰生物期间费用率变化情况



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,人二倍体狂犬疫苗获批在即。公司目前拥有在研管线 30 余项,其中冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)、水痘减毒活疫苗处于申请药品注册批件阶段,并已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查;Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗(Vero 细胞)已获得 Ph3 临床试验总结报告;四价手足口病疫苗、麻腮风水痘疫苗、20 价肺炎球菌多糖结合疫苗、重组带状疱疹疫苗、重组呼吸道合胞病毒疫苗(RSV)等品种作为中长期管线布局。

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及 GMP 符合性检查
2	水痘减毒活疫苗	用于预防水痘	已申请药品注册批件	已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查
3	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	处于临床研究总结阶段	已获得 III 期临床试验总结报告
4	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 期临床研究现场工作
5	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
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	已获得 III 期临床试验的关键性数据
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	完成 I 期临床的基础免疫,III 期临床准备中
10	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,正处于临床研究阶段	I 期临床进行中
11	四价流感病毒裂解疫苗	用于预防疫苗相关型别的流感病毒引起的流行性感冒	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
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	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
13	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
14	麻腮风联合减毒活疫苗	用于预防麻疹、腮腺炎和风疹	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
15	吸附破伤风疫苗	用于预防破伤风	已取得临床试验批件	已获得临床试验批准通知书
16	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,目前处于临床数据自查中	临床数据自查中

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级

公司常规品种上半年稳健增长,其中核心产品 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售额同比增长 61%;在研品种人二倍体狂犬疫苗已报产并完成现场检查及 GMP 符合性检查,预计即将获批,中长期管线储备丰富,国际化战略持续推进。根据半年报情况,我们对公司盈利预测进行小幅下调,预计 2023-2025 年营收分别为 40.40/54.59/64.61 亿元(前值为 42.22/54.75/65.08 亿元),净利润分别为 10.54/15.57/19.70 亿元(前值为 11.31/15.64/19.85 亿元),目前股价对应 PE 分别为 30/20/16x,维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 230830	总市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE				ROE		PEG
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	
300122.SZ	智飞生物	45.10	1082	75.39	94.96	113.11	124.52	19	11	10	9	31.1	0.8	
688276.SH	百克生物	23.86	384	7.29	17.51	19.22	23.79	89	22	20	16	8.0	1.3	
300142.SZ	沃森生物	53.05	219	1.82	4.58	7.09	9.56	157	48	31	23	5.1	1.1	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注: 百克生物、沃森生物盈利预测为 Wind 一致预测

风险提示

产品上市后销售不及预期的风险,在研产品临床失败的风险等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3550	1018	800	2487	6393	营业收入	3652	3157	4040	5459	6461
应收款项	1872	2305	2669	3463	4361	营业成本	986	500	312	417	495
存货净额	1058	728	383	472	572	营业税金及附加	20	20	25	33	40
其他流动资产	861	684	727	1150	1308	销售费用	578	1086	1619	2118	2437
流动资产合计	7341	5175	5020	8014	13075	管理费用	253	230	284	355	418
固定资产	4116	5176	6647	7200	7662	研发费用	354	802	566	737	840
无形资产及其他	346	358	344	329	315	财务费用	(59)	(21)	89	79	36
投资性房地产	2346	3077	3077	3077	3077	投资收益	30	1	15	15	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	155	900	50	50	50
资产总计	14149	13786	15089	18620	24129	其他收入	(606)	(2560)	(566)	(737)	(840)
短期借款及交易性金融负债	800	274	1075	100	100	营业利润	1452	(318)	1210	1785	2255
应付款项	708	434	203	280	327	营业外净收支	(13)	(21)	(12)	(15)	(16)
其他流动负债	1110	1632	1447	4584	8409	利润总额	1439	(338)	1198	1769	2239
流动负债合计	2618	2340	2724	4964	8836	所得税费用	176	(206)	144	212	269
长期借款及应付债券	1938	2016	2016	2016	2016	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	426	446	520	566	627	归属于母公司净利润	1263	(133)	1054	1557	1970
长期负债合计	2364	2461	2535	2582	2642	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4982	4801	5260	7546	11478	净利润	1263	(133)	1054	1557	1970
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	151	742	(779)	35	27
股东权益	9167	8985	9829	11075	12651	折旧摊销	405	201	173	227	275
负债和股东权益总计	14149	13786	15089	18620	24129	公允价值变动损失	(155)	(900)	(50)	(50)	(50)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(59)	(21)	89	79	36
每股收益	1.84	(0.12)	0.94	1.39	1.76	营运资本变动	(1799)	352	(1185)	1989	2804
每股红利	0.32	0.56	0.19	0.28	0.35	其它	(151)	(742)	779	(35)	(27)
每股净资产	13.34	8.02	8.78	9.89	11.30	经营活动现金流	(286)	(479)	(8)	3723	5000
ROIC	19%	5%	14%	19%	27%	资本开支	0	(2879)	(800)	(750)	(700)
ROE	14%	-1%	11%	14%	16%	其它投资现金流	2155	(441)	0	0	0
毛利率	73%	84%	92%	92%	92%	投资活动现金流	2155	(3319)	(800)	(750)	(700)
EBIT Margin	40%	16%	31%	33%	35%	权益性融资	(1)	587	0	0	0
EBITDA Margin	51%	23%	35%	37%	39%	负债净变化	350	(13)	0	0	0
收入增长	62%	-14%	28%	35%	18%	支付股利、利息	(220)	(622)	(211)	(311)	(394)
净利润增长率	86%	-111%	-895%	48%	27%	其它融资现金流	540	1949	801	(975)	0
资产负债率	35%	35%	35%	41%	48%	融资活动现金流	797	1267	590	(1286)	(394)
息率	0.7%	2.0%	0.7%	1.0%	1.2%	现金净变动	2667	(2532)	(218)	1687	3906
P/E	15.4	(239.4)	30.1	20.4	16.1	货币资金的期初余额	883	3550	1018	800	2487
P/B	2.1	3.5	3.2	2.9	2.5	货币资金的期末余额	3550	1018	800	2487	6393
EV/EBITDA	13.1	50.8	26.3	19.4	17.2	企业自由现金流	0	(2122)	(726)	3049	4343
						权益自由现金流	0	(185)	(3)	2005	4311

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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