

2023年09月18日

买入（维持）

报告原因：重大事项

康泰生物（300601）：重磅品种人二倍体狂苗正式上市，四针法接种优势显著

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

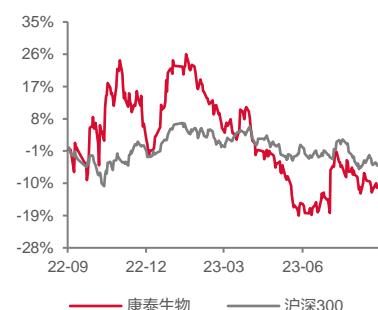
dyh@longone.com.cn

证券分析师

陈成 S0630522080001

chencheng@longone.com.cn

数据日期	2023/09/15
收盘价	27.55
总股本(万股)	111,691
流通A股/B股(万股)	88,138/0
资产负债率(%)	34.26%
市净率(倍)	3.28
净资产收益率(加权)	5.56
12个月内最高/最低价	39.20/24.60



投资要点

- **事件：二倍体狂苗获批上市。**9月15日，公司发布公告，全资子公司民海生物的冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）获得国家药品监督管理局签发的《药品注册证书》，用于预防狂犬病。
- **国内第二款人二倍体狂苗，市场竞争格局良好。**人用狂犬病疫苗作为控制和预防狂犬病的有效方式和关键手段，具备巨大的市场需求，批签发量位居我国疫苗种类前列，每年批签发量约6000-8000万剂。根据细胞基质划分，目前我国已上市的人用狂犬病疫苗有三大类，分别为Vero细胞、地鼠肾细胞和人二倍体细胞，其中Vero细胞狂犬病疫苗使用量最大，其次为二倍体细胞狂犬病疫苗。人二倍体细胞狂犬病疫苗为世界卫生组织推荐的“金标准”狂犬病疫苗，具备安全性高、杂质低、无致癌风险、免疫原性好等优势。目前我国上市销售的人用二倍体狂苗仅有康华生物一家产品（2020-2022年分别实现营收10.00亿、12.65亿和14.25亿，按照300元/剂估算对应销售分别约为333万、422万、475万），公司作为国内第二家厂商，具备良好市场竞争格局，其他同类产品仅智飞生物已完成三期临床进度靠前。
- **获批“四针法”免疫接种程序，优势显著。**公司产品具备“5针法”和“2-1-1”（四针法）两种免疫程序，成为国内首个获批“四针法”人二倍体狂苗。四针法相较于五针法，将接种频次由5次（0、3、7、14、28天）减少为3次（0、7、21天），全程免疫接种时间也由28天缩短至21天，为患者带来更大的便利。9月16日卫健委发布《狂犬病暴露预防处置工作规范（2023年版）》，新版工作规范在原5针暴露后免疫程序的基础上，新增已批准使用并有相应疫苗产品的“2-1-1”免疫程序；同时也提出优化狂犬病预防处置门诊管理，要求狂犬病预防处置门诊原则上应配备至少两种不同种类的狂犬病疫苗，以便出现特殊情况时可及时进行疫苗替换。新版工作规范利好二倍体狂苗放量，并且四针法免疫程序有望被更多人使用，公司产品竞争优势进一步凸显。
- **管线再添重磅产品，迈向高速成长期。**公司疫苗产品种类丰富，具备独家产品四联苗、大品种13价肺炎和传统优势乙肝疫苗。二倍体狂苗上市后进一步丰富了产品管线，有望于今年年底开始逐步贡献收入增量。目前我国二倍体狂苗市占率较低，随着大众对于优质疫苗品种需求的不断提升，二倍体狂苗在人用狂苗市场的渗透率有望逐步提高。按照300元/支单价估算，以每年8000万剂人用狂犬病疫苗销量估算，当公司产品渗透率达到5%、10%、15%时，分别对应12亿、24亿、36亿收入，具备广阔市场空间，为公司未来业绩高增长奠定坚实基础。
- **投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现营收40.25亿元、52.61亿元、67.59亿元，实现归母净利润10.46亿元、14.13亿元、19.11亿元，对应EPS分别为0.94/1.26/1.71元，对应PE分别为29.4倍/21.8倍/16.1倍。维持推荐，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产品降价风险；产品销售不及预期风险；技术升级迭代风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,261	3,652	3,157	4,025	5,261	6,759
增长率（%）	16.4%	61.5%	-13.5%	27.5%	30.7%	28.5%
归母净利润（百万元）	679	1,263	-133	1,046	1,413	1,911

增长率 (%)	18.2%	86.0%	-110.5%	887.99%	35.08%	35.28%
EPS (元/股)	1.03	1.85	-0.12	0.94	1.26	1.71
市盈率 (P/E)	169.42	53.26	—	29.43	21.78	16.10
市净率 (P/B)	16.01	7.39	3.93	3.11	2.72	2.33

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 9 月 15 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,157	4,025	5,261	6,759	货币资金	1,018	1,147	2,448	3,802
%同比增速	-14%	27%	31%	28%	交易性金融资产	441	491	551	621
营业成本	500	521	634	787	应收账款及应收票据	2,293	2,114	2,314	2,777
毛利	2,657	3,504	4,627	5,971	存货	728	774	815	1,055
%营业收入	84%	87%	88%	88%	预付账款	110	130	152	173
税金及附加	20	20	32	41	其他流动资产	585	691	797	902
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	5,175	5,348	7,078	9,330
销售费用	1,086	1,409	1,894	2,501	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	34%	35%	36%	37%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	230	302	400	541	固定资产合计	1,713	1,792	1,854	1,986
%营业收入	7%	8%	8%	8%	无形资产	358	378	408	448
研发费用	802	523	658	831	商誉	0	0	0	0
%营业收入	25%	13%	13%	12%	递延所得税资产	708	653	653	653
财务费用	-21	63	70	44	其他非流动资产	5,832	5,896	6,012	6,123
%营业收入	-1%	2%	1%	1%	资产总计	13,786	14,067	16,005	18,541
资产减值损失	-896	-50	-40	60	短期借款	170	270	420	620
信用减值损失	-39	-10	-14	-15	应付票据及应付账款	434	434	493	547
其他收益	74	81	105	135	预收账款	0	0	0	0
投资收益	1	8	11	14	应付职工薪酬	72	94	108	126
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	173	161	210	270
公允价值变动收益	3	0	0	0	其他流动负债	1,490	636	749	902
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	2,340	1,596	1,981	2,466
营业利润	-318	1,215	1,636	2,207	长期借款	405	455	505	555
%营业收入	-10%	30%	31%	33%	应付债券	1,611	1,701	1,791	1,881
营业外收支	-21	-13	-12	-11	递延所得税负债	26	24	24	24
利润总额	-338	1,202	1,624	2,196	其他非流动负债	419	385	385	385
%营业收入	-11%	30%	31%	32%	负债合计	4,801	4,160	4,686	5,310
所得税费用	-206	156	211	286	归属于母公司的所有者权益	8,985	9,907	11,320	13,231
净利润	-133	1,046	1,413	1,911	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	-4%	26%	27%	28%	股东权益	8,985	9,907	11,320	13,231
归属于母公司净利润	-133	1,046	1,413	1,911	负债及股东权益	13,786	14,067	16,005	18,541
%同比增速	-111%	888%	35%	35%					
少数股东损益	0	0	0	0					
EPS (元/股)	-0.12	0.94	1.26	1.71					

基本指标					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	-0.12	0.94	1.26	1.71	经营活动现金流净额	546	679	1,737	1,769
BVPS	8.02	8.87	10.13	11.85	投资	-1,338	-50	-60	-70
PE	—	29.43	21.78	16.10	资本性支出	-1,310	-588	-562	-571
PEG	—	0.03	0.62	0.46	其他	42	92	1	4
PB	3.93	3.11	2.72	2.33	投资活动现金流净额	-2,606	-547	-621	-637
EV/EBITDA	71.94	21.53	16.01	11.97	债权融资	-541	251	290	340
ROE	-1%	11%	12%	14%	股权融资	587	-124	0	0
ROIC	1%	9%	10%	12%	支付股利及利息	-622	-94	-105	-118

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 9 月 15 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089