

康泰生物 (300601. SZ)

人二倍体狂犬疫苗获批，国际化稳步推进

买入

核心观点

前三季度营收同比持平。公司2023年前三季度实现营收24.64亿元（同比-3.9%），归母净利润6.97亿元（同比+243.1%），扣非归母净利润5.99亿元（同比+316.8%）。

分季度看，2023Q1/Q2/Q3分别实现营收7.48/9.82/7.34亿元，分别同比-14.1%/+2.7%/-0.5%；分别实现归母净利润2.05/3.05/1.87亿元，分别同比-24.9%/+299.2%/+125.8%。

研发费用率改善。2023Q1-3公司毛利率为86.0%（同比-0.97pp，较2022年全年水平+1.88pp）、净利率为28.3%（同比+20.36pp，主要为上年同期受到资产减值影响）。销售费用率34.3%（同比-0.26pp）、管理费用率7.0%（同比-0.33pp）、财务费用率-0.08%（+0.77pp）、研发费用率14.5%（同比-8.10pp），主要由于上年同期新冠疫苗Ph3临床支出费用化所致。

人二倍体狂犬疫苗获批上市，在研管线储备丰富。公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）于2023年9月获批上市，采用“5针法”和“2-1-1”（4针法）两种免疫程序；临床结果表明，两种免疫程序全程接种后，均有良好的安全性、免疫原性和免疫持久性。

公司目前拥有30余项在研管线，其中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。

投资建议：公司重磅品种人二倍体狂犬疫苗获批上市，预计2024年开始商业化并贡献业绩增量；中长期管线储备丰富，多个品种处于报产及Ph3临床阶段，未来2~3年有望陆续推向市场；国际化战略初见成效，13价肺炎球菌多糖结合疫苗产品获得印度尼西亚上市许可。根据公司三季度报告，我们对公司盈利预测进行调整，预计2023-2025年净利润分别为10.02/14.15/18.95亿元（前值为10.54/15.57/19.70亿元），目前股价对应PE分别为34/24/18x，维持“买入”评级。

风险提示：产品销售不达预期的风险，在研管线失败的风险等。

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	3,493	4,612	5,594
(+/-%)	61.5%	-13.5%	10.6%	32.0%	21.3%
净利润(百万元)	1263	-133	1002	1415	1895
(+/-%)	86.0%	-110.5%	855.0%	41.2%	33.9%
每股收益(元)	1.84	-0.12	0.89	1.26	1.69
EBIT Margin	40.0%	16.4%	31.0%	32.5%	33.1%
净资产收益率(ROE)	13.8%	-1.5%	10.2%	13.0%	15.2%
市盈率(PE)	16.5	-255.7	33.9	24.0	17.9
EV/EBITDA	13.8	53.8	31.9	23.7	21.0
市净率(PB)	2.27	3.78	3.47	3.11	2.73

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	证券分析师：陈益凌
021-60375487	021-60933167
zhangjiabo@guosen.com.cnchenyiling@guosen.com.cn	S0980523050001 S0980519010002

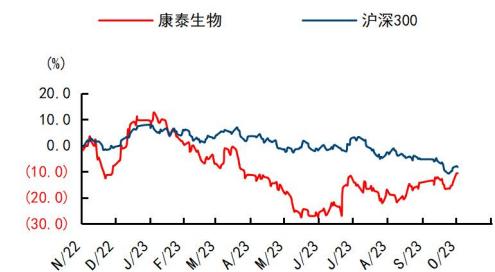
证券分析师：马千里

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	30.33元
总市值/流通市值	33876/26732百万元
52周最高价/最低价	39.20/24.60元
近3个月日均成交额	260.75百万元

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)-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》——2023-08-31

《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，关注新品放量和国际化》——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

前三季度营收同比持平。公司2023年前三季度实现营收24.64亿元(同比-3.9%)，归母净利润6.97亿元(同比+243.1%)，扣非归母净利润5.99亿元(同比+316.8%)。分季度看，2023Q1/Q2/Q3分别实现营收7.48/9.82/7.34亿元，分别同比-14.1%/+2.7%/-0.5%；分别实现归母净利润2.05/3.05/1.87亿元，分别同比-24.9%/+299.2%/+125.8%。

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

研发费用率改善。2023Q1-3公司毛利率为86.0%(同比-0.97pp)，较2022年全年水平+1.88pp)、净利率为28.3%(同比+20.36pp，主要为上年同期受到资产减值影响)。销售费用率34.3%(同比-0.26pp)、管理费用率7.0%(同比-0.33pp)、财务费用率-0.08%(+0.77pp)、研发费用率14.5%(同比-8.10pp)，主要由于上年同期新冠疫苗Ph3临床支出费用化所致。

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

人二倍体狂犬疫苗获批上市，在研管线储备丰富。公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）于2023年9月获批上市，采用“5针法”和“2-1-1”（4针法）两种免疫程序；临床结果表明，两种免疫程序全程接种后，均有良好的安全性、免疫原性和免疫持久性。公司目前拥有30余项在研管线，其中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。

投资建议：公司重磅品种人二倍体狂犬疫苗获批上市，预计2024年开始商业化并贡献业绩增量；中长期管线储备丰富，多个品种处于报产及Ph3临床阶段，未来2~3年有望陆续推向市场；国际化战略初见成效，13价肺炎球菌多糖结合疫苗产品获得印度尼西亚上市许可。根据公司三季度报告，我们对公司盈利预测进行调整，预计2023-2025年净利润分别为10.02/14.15/18.95亿元（前值为10.54/15.57/19.70亿元），目前股价对应PE分别为34/24/18x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值

代码	公司	股价 231031	总市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE			ROE 22A	PEG 23E	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
300122.SZ	智飞生物	62.65	1504	75.39	88.33	113.88	142.06	19	17	13	11	31.1	0.5
300142.SZ	沃森生物	23.28	374	7.29	17.51	19.22	23.79	89	21	19	16	8.0	1.2
688276.SH	百克生物	63.60	263	1.82	4.58	7.09	9.56	157	57	37	27	5.1	0.8

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

产品销售不达预期的风险，在研管线失败的风险等。

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	1817	2337	6055	营业收入	3652	3157	3493	4612	5594
应收款项	1872	2305	2308	2926	3776	营业成本	986	500	471	590	693
存货净额	1058	728	719	812	988	营业税金及附加	20	20	21	28	35
其他流动资产	861	684	629	972	1132	销售费用	578	1086	1196	1567	1893
流动资产合计	7341	5175	5913	7488	12391	管理费用	253	230	257	315	377
固定资产	4116	5176	6549	6956	7229	研发费用	354	802	465	613	744
无形资产及其他	346	358	344	329	315	财务费用	(59)	(21)	(2)	(59)	(258)
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	15883	17851	23012	其他收入	(606)	(2560)	(465)	(613)	(744)
短期借款及交易性金融负债	800	274	1939	0	0	营业利润	1452	(318)	1151	1623	2170
应付款项	708	434	380	481	565	营业外净收支	(13)	(21)	(12)	(15)	(16)
其他流动负债	1110	1632	1241	3869	7370	利润总额	1439	(338)	1139	1608	2154
流动负债合计	2618	2340	3561	4351	7935	所得税费用	176	(206)	137	193	258
长期借款及应付债券	1938	2016	2016	2016	2016	归属于母公司净利润	1263	(133)	1002	1415	1895
其他长期负债	426	446	520	566	627	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	2364	2461	2535	2582	2642	净利润	1263	(133)	1002	1415	1895
负债合计	4982	4801	6096	6933	10577	资产减值准备	151	742	(780)	32	23
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	405	201	172	224	269
股东权益	9167	8985	9787	10919	12435	公允价值变动损失	(155)	(900)	(50)	(50)	(50)
负债和股东权益总计	14149	13786	15883	17851	23012	财务费用	(59)	(21)	(2)	(59)	(258)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1799)	352	(1090)	1754	2483
每股收益	1.84	(0.12)	0.89	1.26	1.69	其它	(151)	(742)	780	(32)	(23)
每股红利	0.32	0.56	0.18	0.25	0.34	经营活动现金流	(286)	(479)	34	3343	4596
每股净资产	13.34	8.02	8.74	9.75	11.10	资本开支	0	(2879)	(700)	(600)	(500)
ROIC	19%	5%	11%	15%	21%	其它投资现金流	2155	(441)	0	0	0
ROE	14%	-1%	10%	13%	15%	投资活动现金流	2155	(3319)	(700)	(600)	(500)
毛利率	73%	84%	87%	87%	88%	权益性融资	(1)	587	0	0	0
EBIT Margin	40%	16%	31%	32%	33%	负债净变化	350	(13)	0	0	0
EBITDA Margin	51%	23%	36%	37%	38%	支付股利、利息	(220)	(622)	(200)	(283)	(379)
收入增长	62%	-14%	11%	32%	21%	其它融资现金流	540	1949	1665	(1939)	0
净利润增长率	86%	-111%	-855%	41%	34%	融资活动现金流	797	1267	1465	(2222)	(379)
资产负债率	35%	35%	38%	39%	46%	现金净变动	2667	(2532)	799	521	3717
息率	0.6%	1.8%	0.6%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	883	3550	1018	1817	2337
P/E	16.5	(255.7)	33.9	24.0	17.9	货币资金的期末余额	3550	1018	1817	2337	6055
P/B	2.3	3.8	3.5	3.1	2.7	企业自由现金流	0	(2122)	(664)	2697	3881
EV/EBITDA	13.8	53.8	31.9	23.7	21.0	权益自由现金流	0	(185)	1003	810	4107

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提供。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