

2024年10月30日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

康泰生物（300601）：业绩逐季改善，积极开拓海外市场

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wqx@longone.com.cn

联系人

付婷

futing@longone.com.cn

投资要点

➤ **业绩环比持续改善。**2024年前三季度，公司实现营业收入20.18亿元（同比-18.11%）、归母净利润3.51亿元（同比-49.63%）、扣非归母净利润3.04亿元（同比-49.27%）；公司前三季度业绩下滑主要受市场降库存、公司股权激励摊销费用、固定资产折旧费用增加等因素影响。2024Q3单季度实现营业收入8.16亿元（同比+11.21%，环比+8.76%），归母净利润1.86亿元（同比-0.46%，环比+66.94%）、扣非归母净利润1.82亿元（同比+7.77%，环比+69.26%）；报告期内，公司业绩逐季改善，人二倍体狂苗正式上市销售贡献业绩增量。

➤ **积极开拓海外市场。**报告期内，公司国际化战略取得了多项里程碑式进展。公司已与印尼合作方签署13价肺炎疫苗《销售合同》，今年8月，首批13价肺炎球菌结合疫苗成品顺利出口印尼；9月，相同品种在印度获批III期临床试验。此外，公司目前已与印度尼西亚、巴基斯坦、沙特、孟加拉、埃及、巴林、尼加拉瓜等十多个国家合作方就13价肺炎球菌多糖结合疫苗、23价肺炎球菌多糖疫苗、水痘减毒活疫苗、无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗（四联苗）等产品在海外市场的注册、推广、商业化销售、技术转移等方面达成合作协议。公司积极开拓海外销售渠道，海外市场将成为公司新的业绩增长点。

➤ **研发管线进展顺利。**2024年前三季度公司研发费用达3.12亿元，占营收比重为15.45%，公司多项在研产品取得积极进展：1）Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）上市申请获受理；2）吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗已完成I期临床试验，III期临床准备中；3）吸附破伤风疫苗和四价流感病毒裂解疫苗处于I、III期临床试验阶段；4）口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero细胞）开启II期临床试验；5）20价肺炎球菌多糖结合疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（MDCK细胞）获批临床。此外，公司还布局研制了四价肠道病毒灭活疫苗（Vero细胞）、带状疱疹疫苗、呼吸道合胞病毒疫苗（RSV）等疫苗的研发，多元化的研发管线，为公司持续发展提供重要的动力源泉。

➤ **投资建议：**综合考虑，今年以来，公司受到市场竞争加剧、终端去库存、行业政策扰动、折旧摊销费用增加等多因素影响，我们下调公司盈利预测，预计公司2024-2026年的营收分别为31.23/38.60/44.99亿元，归母净利润分别为5.60/8.21/9.99亿元，对应EPS分别为0.50/0.74/0.89元，对应PE分别为38.34/26.12/21.48倍。公司产品种类丰富，重磅新品人二倍体狂苗逐步贡献业绩增量，海外市场将成为公司新的业绩增长点，未来有望恢复良好增长态势，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**疫苗降价风险；产品销售不及预期风险；市场竞争加剧风险等。

| | |
|-------------|-------------|
| 数据日期 | 2024/10/29 |
| 收盘价 | 19.21 |
| 总股本(万股) | 111,692 |
| 流通A股/B股(万股) | 88,138/0 |
| 资产负债率(%) | 33.11% |
| 市净率(倍) | 2.21 |
| 净资产收益率(加权) | 3.60 |
| 12个月内最高/最低价 | 34.18/12.93 |

**相关研究**

《康泰生物（300601）：业绩短期承压，批签发量快速增长——公司简评报告》2024.09.02

《康泰生物（300601）：业绩基本符合预期，新品放量可期——公司简评报告》2024.04.30

《康泰生物（300601）：重磅品种成功上市，出海进程快速推进——公司简评报告》2023.10.27

盈利预测与估值简表

| | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 3,652 | 3,157 | 3,477 | 3,123 | 3,860 | 4,499 |
| 增长率（%） | 61.51% | -13.55% | 10.14% | -10.19% | 23.59% | 16.56% |
| 归母净利润（百万元） | 1,263 | -133 | 861 | 560 | 821 | 999 |
| 增长率（%） | 86.01% | -110.50% | 749.02% | -35.03% | 46.76% | 21.60% |
| EPS（元/股） | 1.13 | -0.12 | 0.77 | 0.50 | 0.74 | 0.89 |
| 市盈率（P/E） | 16.98 | — | 24.91 | 38.34 | 26.12 | 21.48 |
| 市净率（P/B） | 2.34 | 2.39 | 2.25 | 2.12 | 1.96 | 1.79 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2024年10月29日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------|------------|------------|--------------|
| 营业总收入 | 3,477 | 3,123 | 3,860 | 4,499 |
| %同比增速 | 10% | -10% | 24% | 17% |
| 营业成本 | 538 | 511 | 649 | 778 |
| 毛利 | 2,940 | 2,613 | 3,211 | 3,722 |
| %营业收入 | 85% | 84% | 83% | 83% |
| 税金及附加 | 26 | 19 | 23 | 27 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 销售费用 | 1,231 | 984 | 1,254 | 1,453 |
| %营业收入 | 35% | 32% | 33% | 32% |
| 管理费用 | 276 | 328 | 394 | 450 |
| %营业收入 | 8% | 11% | 10% | 10% |
| 研发费用 | 501 | 453 | 540 | 607 |
| %营业收入 | 14% | 15% | 14% | 14% |
| 财务费用 | -2 | 33 | 26 | 19 |
| %营业收入 | 0% | 1% | 1% | 0% |
| 资产减值损失 | -119 | -40 | -30 | -20 |
| 信用减值损失 | -13 | -14 | -15 | -16 |
| 其他收益 | 172 | -94 | 19 | 22 |
| 投资收益 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 949 | 651 | 952 | 1,156 |
| %营业收入 | 27% | 21% | 25% | 26% |
| 营业外收支 | -9 | -8 | -8 | -8 |
| 利润总额 | 940 | 643 | 944 | 1,148 |
| %营业收入 | 27% | 21% | 24% | 26% |
| 所得税费用 | 79 | 84 | 123 | 149 |
| 净利润 | 861 | 560 | 821 | 999 |
| %营业收入 | 25% | 18% | 21% | 22% |
| 归属于母公司的净利 | 861 | 560 | 821 | 999 |
| %同比增速 | 749% | -35% | 47% | 22% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EPS (元/股) | 0.77 | 0.50 | 0.74 | 0.89 |

基本指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.77 | 0.50 | 0.74 | 0.89 |
| BVPS | 8.54 | 9.08 | 9.81 | 10.71 |
| PE | 24.91 | 38.34 | 26.12 | 21.48 |
| PEG | 0.03 | — | 0.56 | 0.99 |
| PB | 2.25 | 2.12 | 1.96 | 1.79 |
| EV/EBITDA | 26.53 | 20.42 | 15.27 | 12.55 |
| ROE | 9% | 6% | 7% | 8% |
| ROIC | 7% | 5% | 6% | 7% |

资产负债表 (百万元)

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,196 | 1,347 | 2,110 | 3,298 |
| 交易性金融资产 | 100 | 160 | 230 | 300 |
| 应收账款及应收票据 | 2,788 | 2,589 | 2,973 | 3,079 |
| 存货 | 773 | 783 | 1,031 | 1,268 |
| 预付账款 | 45 | 77 | 97 | 117 |
| 其他流动资产 | 495 | 1,495 | 1,597 | 1,699 |
| 流动资产合计 | 5,396 | 6,451 | 8,038 | 9,761 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 424 | 424 | 424 | 424 |
| 固定资产合计 | 3,435 | 4,094 | 4,376 | 4,424 |
| 无形资产 | 433 | 463 | 503 | 533 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 630 | 644 | 644 | 644 |
| 其他非流动资产 | 4,767 | 2,917 | 2,416 | 2,119 |
| 资产总计 | 15,085 | 14,993 | 16,400 | 17,904 |
| 短期借款 | 60 | 160 | 210 | 240 |
| 应付票据及应付账款 | 882 | 823 | 1,000 | 1,145 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 75 | 71 | 91 | 109 |
| 应交税费 | 26 | 125 | 154 | 180 |
| 其他流动负债 | 1,707 | 1,464 | 1,634 | 1,780 |
| 流动负债合计 | 2,751 | 2,643 | 3,089 | 3,454 |
| 长期借款 | 671 | 81 | 131 | 181 |
| 应付债券 | 1,701 | 1,791 | 1,881 | 1,971 |
| 递延所得税负债 | 27 | 25 | 25 | 25 |
| 其他非流动负债 | 393 | 312 | 312 | 312 |
| 负债合计 | 5,544 | 4,852 | 5,438 | 5,943 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 9,542 | 10,141 | 10,962 | 11,961 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 9,542 | 10,141 | 10,962 | 11,961 |
| 负债及股东权益 | 15,085 | 14,993 | 16,400 | 17,904 |

现金流量表 (百万元)

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流净额 | 1,033 | -16 | 1,063 | 1,502 |
| 投资 | 218 | -60 | -70 | -70 |
| 资本性支出 | -717 | -368 | -368 | -358 |
| 其他 | 61 | 1,011 | -6 | -6 |
| 投资活动现金流净额 | -439 | 582 | -444 | -434 |
| 债权融资 | 80 | -322 | 190 | 170 |
| 股权融资 | 0 | 40 | 0 | 0 |
| 支付股利及利息 | -237 | -51 | -46 | -51 |
| 其他 | -261 | -82 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | -418 | -415 | 144 | 119 |
| 现金净流量 | 176 | 152 | 762 | 1,188 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 10 月 29 日）

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|-------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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,均与其在本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)
电话:(8621) 20333619
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)
电话:(8610) 59707105
传真:(8610) 59707100
邮编:100089