

康泰生物 (300601.SZ)

营收环比改善，国际化稳步推进

优于大市

核心观点

营收环比改善，利润端短期承压。2024Q1-3，公司实现营收 20.18 亿元（同比-18.1%），归母净利润 3.51 亿元（同比-49.6%），扣非归母净利润 3.04 亿元（同比-49.3%）。公司前三季度净利润同比承压预计主要由于市场降库存、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。

分季度看，2024Q1/Q2/Q3 公司分别实现营收 4.52/7.50/8.16 亿元（分别同比-39.7%/-23.6%/+11.2%），Q2/Q3 分别环比+66.1%/+8.8%，Q3 单季度同比增速转正；分别实现归母净利润 0.54/1.11/1.86 亿元（同比-73.1%/-63.5%/-0.5%，Q2/Q3 分别环比+105.8%/+66.9%），扣非归母净利润 0.14/1.07/1.82 亿元（同比-92.4%/-55.3%/+7.8%）。

新增折旧导致毛利率及管理费用率承压。2024 前三季度，公司实现毛利率 83.4%（同比 -2.6pp）；销售/管理/研发/财务费用率分别为 33.3%/12.1%/15.4%/0.9%，分别同比-1.0pp/+5.2pp/+0.9pp/1.0pp，期间费用率整体 61.7%（同比+6.0pp），随着收入规模恢复，公司费用率有望改善。

人二倍体狂犬疫苗及水痘减毒活疫苗上市后推广工作积极推进。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，截至 2024 年 6 月已完成国内 26 个省份准入工作，实现销售收入 1.17 亿元；水痘减毒活疫苗于 2024 年 4 月获得药品注册证书，准入和推广工作积极推进中。

国际化稳步推进。2024 上半年，公司就 13/23 价肺炎疫苗、水痘疫苗等重点品种，与孟加拉、尼日利亚、斯里兰卡、也门等多个国家合作伙伴签订了代理或技术转移协议；2024 年 8 月，首批 13 价肺炎球菌结合疫苗成品顺利出口印度尼西亚，海外市场有望贡献业绩增量。

投资建议：根据公司三季报情况，我们对盈利预测进行调整，预计 2024-2026 年营收分别为 30.34/38.79/46.14 亿元（前值为 44.73/54.31/63.79 亿元），归母净利润分别为 6.10/8.07/9.97 亿元（前值为 10.45/13.42/16.66 亿元），目前股价对应 PE 分别为 35/26/21x，维持“优于大市”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，海外市场拓展不及预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,157	3,477	3,034	3,879	4,614
(+/-%)	-13.5%	10.1%	-12.8%	27.8%	18.9%
净利润(百万元)	-133	861	610	807	997
(+/-%)	-110.5%	-749.0%	-29.1%	32.2%	23.5%
每股收益(元)	-0.12	0.77	0.55	0.72	0.89
EBIT Margin	16.4%	26.1%	24.4%	25.3%	26.2%
净资产收益率 (ROE)	-1.5%	9.0%	6.1%	7.6%	8.7%
市盈率 (PE)	-159.0	24.4	34.5	26.1	21.1
EV/EBITDA	36.0	24.0	27.1	21.7	18.4
市净率 (PB)	23.5	2.20	2.10	1.97	1.83

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

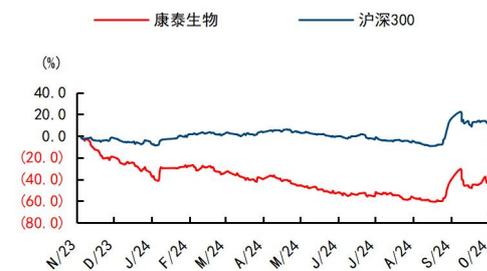
医药生物 · 生物制品

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师：马千里 010-88005445 cnmaqianli@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980521070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.83 元
总市值/流通市值	21032/16596 百万元
52 周最高价/最低价	34.18/12.93 元
近 3 个月日均成交额	265.68 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

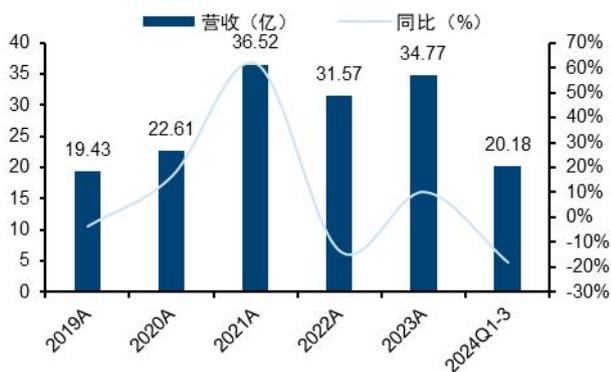
相关研究报告

- 《康泰生物 (300601.SZ) - 常规疫苗销售收入同比增长 19%，人二倍体狂犬病疫苗商业化推进中》——2024-05-05
- 《康泰生物 (300601.SZ) - 人二倍体狂犬疫苗获批，国际化稳步推进》——2023-11-01
- 《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 and 国际化》——2023-04-26

季度营收环比改善，利润端短期承压。2024Q1-3，公司实现营收 20.18 亿元（同比-18.1%），归母净利润 3.51 亿元（同比-49.6%），扣非归母净利润 3.04 亿元（同比-49.3%）。公司前三季度净利润同比承压预计主要由于市场降库存、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。

分季度看，2024Q1/Q2/Q3，公司分别实现营收 4.52/7.50/8.16 亿元（分别同比-39.7%/-23.6%/+11.2%），Q2/Q3 分别环比+66.1%/+8.8%，Q3 单季度同比增速转正；分别实现归母净利润 0.54/1.11/1.86 亿元（同比-73.1%/-63.5%/-0.5%，Q2/Q3 分别环比+105.8%/+66.9%），扣非归母净利润 0.14/1.07/1.82 亿元（同比-92.4%/-55.3%/+7.8%）。

图1：康泰生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



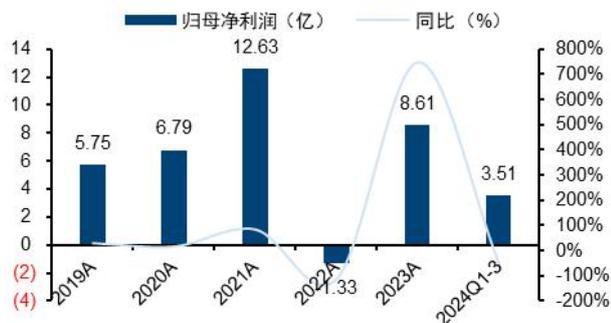
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：康泰生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



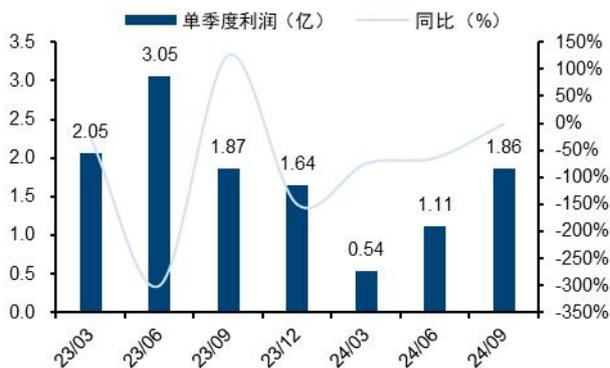
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

新增折旧导致毛利率及管理费用率承压。2024 前三季度，公司实现毛利率 83.4%（同比-2.6pp）；销售/管理/研发/财务费用率分别为 33.3%/12.1%/15.4%/0.9%，分别同比-1.0pp/+5.2pp/+0.9pp/1.0pp，期间费用率整体 61.7%（同比+6.0pp），随着收入规模恢复，公司费用率有望改善。

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

盈利预测

表1: 康泰生物盈利预测 (单位: 百万元)

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入		2261	3652	3157	3477	3034	3879	4614
	YOY	21%	62%	-14%	10%	-13%	28%	19%
成本		226	986	500	538	459	589	697
毛利率		90.0%	73.0%	84.2%	84.5%	84.9%	84.8%	84.9%
PCV13								
收入				901	1402	1262	1514	1666
	YOY				56%	-10%	20%	10%
四联苗								
收入		1362	665	1025	1052	631	726	798
	YOY	15.5%	-51%	54%	3%	-40%	15%	10%
乙肝								
收入		166	560	708	701	631	694	729
	YOY	-65%	237%	26%	3%	-10%	10%	5%
PPSV23								
收入		537	210	210	287	144	151	158
	YOY	4670%	-61%	0%	37%	-50%	5%	5%
Hib								
收入		161	158	87	63	57	51	46
	YOY	-6%	-2%	-45%	-28%	-10%	-10%	-10%
HDCV								
收入						300	500	750
	YOY						67%	50%
水痘								
收入						10	85	163
	YOY						747%	92%
IPV								
收入							119	229
	YOY							92%
EV71								
收入							39	75
	YOY							92%
管理费用率		7.5%	6.9%	7.3%	7.9%	10.2%	9.8%	9.4%
销售费用率		38.9%	15.8%	34.4%	35.4%	35.0%	34.8%	34.7%
研发费用率		11.8%	9.7%	25.4%	14.4%	14.0%	13.8%	13.6%
财务费用率		-1.2%	-1.6%	-0.8%	-0.04%	2.6%	1.9%	1.5%
净利润		829	598	-133	861	610	807	997
	YoY	103%	-28%	-122%	749%	-29%	32%	24%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测

投资建议：维持“优于大市”评级

根据公司三季报情况，我们对盈利预测进行调整，预计 2024-2026 年营收分别为 30.34/38.79/46.14 亿元（前值为 44.73/54.31/63.79 亿元），归母净利润分别为 6.10/8.07/9.97 亿元（前值为 10.45/13.42/16.66 亿元），目前股价对应 PE 分别为 35/26/21x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 241031	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE		PEG	
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E		
688276.SH	百克生物	26.58	110	5.01	5.46	6.56	7.97	45	20	17	14	12.5%	1.0		
300841.SZ	康华生物	59.55	80	5.09	7.20	7.98	8.98	21	11	10	9	14.5%	1.0		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注：百克生物、康华生物盈利预测为 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，海外市场拓展不及预期的风险等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1018	1196	1530	1577	2068	营业收入	3157	3477	3034	3879	4614
应收款项	2305	2797	2070	2866	3422	营业成本	500	538	459	589	697
存货净额	728	773	548	782	945	营业税金及附加	20	26	20	26	32
其他流动资产	684	531	612	738	838	销售费用	1086	1231	1062	1349	1600
流动资产合计	5175	5396	4860	6063	7373	管理费用	230	276	328	397	451
固定资产	5176	5716	6055	6249	6313	研发费用	802	501	425	535	627
无形资产及其他	358	433	416	399	381	财务费用	(21)	(2)	78	75	71
投资性房地产	3077	3540	3540	3540	3540	投资收益	1	2	11	4	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	900	119	50	40	30
资产总计	13786	15085	14871	16250	17607	其他收入	(2560)	(580)	(425)	(535)	(627)
短期借款及交易性金融负债	274	92	100	100	100	营业利润	(318)	949	724	953	1171
应付款项	434	882	441	659	879	营业外净收支	(21)	(9)	(14)	(14)	(12)
其他流动负债	1632	1777	1503	2014	2351	利润总额	(338)	940	710	938	1159
流动负债合计	2340	2751	2044	2773	3330	所得税费用	(206)	79	99	131	162
长期借款及应付债券	2016	2372	2372	2372	2372	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	446	420	425	429	432	归属于母公司净利润	(133)	861	610	807	997
长期负债合计	2461	2792	2797	2801	2804	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4801	5544	4841	5575	6134	净利润	(133)	861	610	807	997
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	742	(778)	15	19	13
股东权益	8985	9542	10030	10675	11473	折旧摊销	201	201	213	244	269
负债和股东权益总计	13786	15085	14871	16250	17607	公允价值变动损失	(900)	(119)	(50)	(40)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	(21)	(2)	78	75	71
每股收益	(0.12)	0.77	0.55	0.72	0.89	营运资本变动	352	(1057)	175	(403)	(245)
每股红利	0.56	0.21	0.11	0.14	0.18	其它	(742)	778	(15)	(19)	(13)
每股净资产	8.02	8.54	8.98	9.56	10.27	经营活动现金流	(479)	(113)	949	608	991
ROIC	5%	12%	9%	11%	13%	资本开支	0	(56)	(500)	(400)	(300)
ROE	-1%	9%	6%	8%	9%	其它投资现金流	(441)	341	0	0	0
毛利率	84%	85%	85%	85%	85%	投资活动现金流	(441)	285	(500)	(400)	(300)
EBIT Margin	16%	26%	24%	25%	26%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	32%	31%	32%	32%	负债净变化	(13)	267	0	0	0
收入增长	-14%	10%	-13%	28%	19%	支付股利、利息	(622)	(237)	(122)	(161)	(199)
净利润增长率	-111%	-749%	-29%	32%	24%	其它融资现金流	(340)	(52)	8	0	0
资产负债率	35%	37%	33%	34%	35%	融资活动现金流	(1612)	6	(114)	(161)	(199)
息率	3.0%	1.1%	0.6%	0.8%	0.9%	现金净变动	(2532)	178	334	47	491
P/E	(159.0)	24.4	34.5	26.1	21.1	货币资金的期初余额	3550	1018	1196	1530	1577
P/B	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8	货币资金的期末余额	1018	1196	1530	1577	2068
EV/EBITDA	36.0	24.0	27.1	21.7	18.4	企业自由现金流	0	(81)	525	287	762
						权益自由现金流	0	133	466	222	701

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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