

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

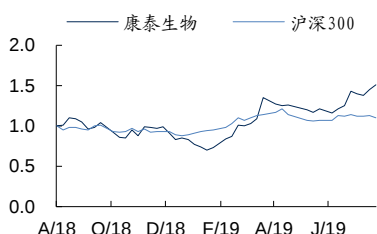
康泰生物(300601)
增持

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 05 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	645/262
总市值/流通(百万元)	40,623/16,513
上证综指/深圳成指	2,868/9,268
12 个月最高/最低(元)	64.79/27.73

证券分析师：谢长雁

电话：0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

二季度环比改善，看好长期布局

● 业绩符合预期，二季度环比改善

2019 年上半年康泰生物实现营收 8.08 亿元 (-24.07%)，归母净利润 2.58 亿元 (-9.84%)，扣非净利润 2.45 亿元 (-10.00%)，业绩符合预期。业绩下滑因受到疫苗行业监管收紧以及去年二季度高基数等因素的影响。从单季度来看，二季度营收 4.66 亿元 (-29.4%)，环比增长 36.4%；净利润 1.58 亿元 (-10.2%)，环比增长 58.9%，二季度数据环比明显改善。

● 批签发：四联苗大幅减少，二季度有回暖迹象

上半年四联苗仅批签发 90 万支 (-62.2%)，叠加存货的消化，我们估计上半年的销售在 200 万支左右，四联苗的销售并未出现大幅下滑。并且二季度四联苗的批签发较一季度已有明显的回暖，另外，百白破联苗缺货利好公司四联苗的销售，**预计四联苗全年的销售将有一个小幅的增长**。乙肝疫苗批签发 2141 万支 (+30.5%)，估计销售端与去年同期基本持平；Hib 疫苗和麻风疫苗同比有不同程度的下滑。受到监管的影响，今年上半年疫苗行业的整体批签发出现萎缩，二季度开始已经逐渐恢复，预计下半年将会进一步回升。

● 销售费用率大幅下降，管理费用率上涨

上半年销售费用率为 37.9% (-11.9pct)，预计全年能保持在 40%左右。长期来看，公司的销售费用率将逐渐下行到行业的平均水平（30%左右）。管理费用率（含研发费用）为 17.7%，比去年同期增加 7.8pct，主要是因为研发费用率的增长（+4.2pct）。因为销售费用率大幅下降，公司在毛利率基本不变的情况下净利率大幅提升。

● 风险提示：研发进度不及预期、疫苗行业安全性事件。

● 投资建议：管线储备深厚，看好长期布局，维持“增持”评级

公司是研发能力领先的国内疫苗龙头，19/20 年的业绩主要依靠现有产品的内生增长及新产品上市带来的增量。重磅品种 13 价肺炎结合苗和和人二倍体狂犬苗预计将于 2021 年上市，推动业绩大幅增长。长期来看，公司在多联苗的产品和研发布局上拥有巨大优势，五联苗、麻腮风水痘四联苗等大品种将会保障公司长期的成长。定增募资后公司具有并购整合能力。预计公司 2019~2021 年的净利润为 5.02/6.54/12.14 亿，对应当前股价的 PE 为 80.9/62.1/33.5x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

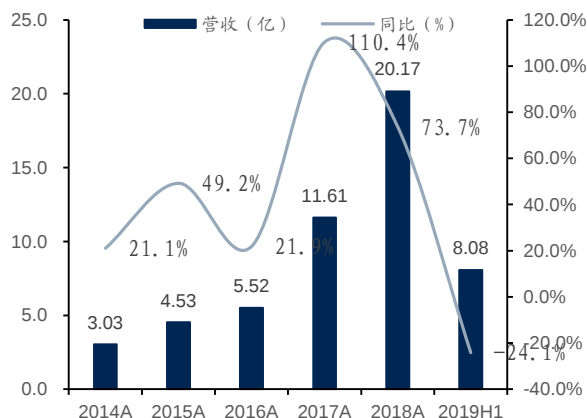
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,161	2,017	2,208	2,409	3,432
(+/-%)	110.4%	73.7%	9.5%	9.1%	42.5%
净利润(百万元)	215	436	502	654	1,214
(+/-%)	149.0%	102.9%	15.2%	30.3%	85.6%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.68	0.78	1.01	1.88
EBIT Margin	19.0%	33.0%	25.1%	30.7%	40.3%
净资产收益率(ROE)	20.0%	23.8%	22.4%	23.6%	32.2%
市盈率(PE)	123.5	93.2	80.9	62.1	33.5
EV/EBITDA	99.4	58.2	66.0	48.7	27.3
市净率(PB)	24.76	22.16	18.12	14.64	10.79

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

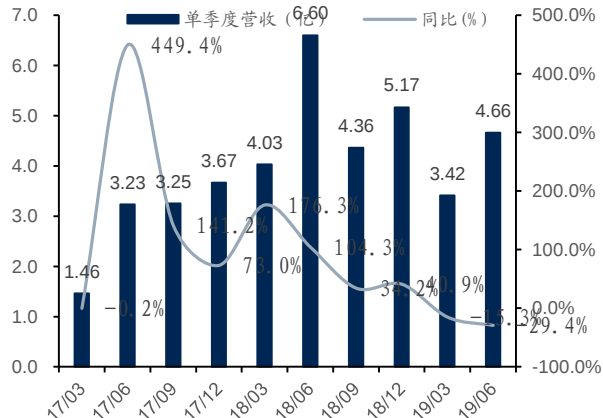
业绩符合预期，二季度环比改善。2019 年上半年康泰生物实现营收 8.08 亿元（-24.07%），归母净利润 2.58 亿元（-9.84%），扣非净利润 2.45 亿元（-10.00%），业绩符合预期。业绩下滑因受到疫苗行业监管收紧以及去年二季度高基数等因素的影响。从单季度来看，二季度营收 4.66 亿元（-29.4%），环比增长 36.4%；净利润 1.58 亿元（-10.2%），环比增长 58.9%，二季度数据环比明显改善。

图 1：康泰生物营收情况（亿元）



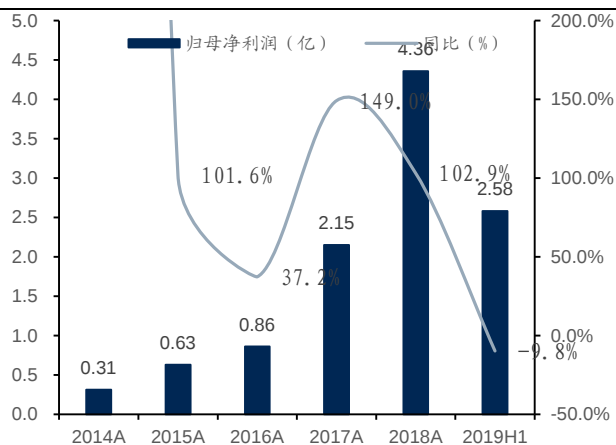
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：康泰生物单季度营收情况（亿元）



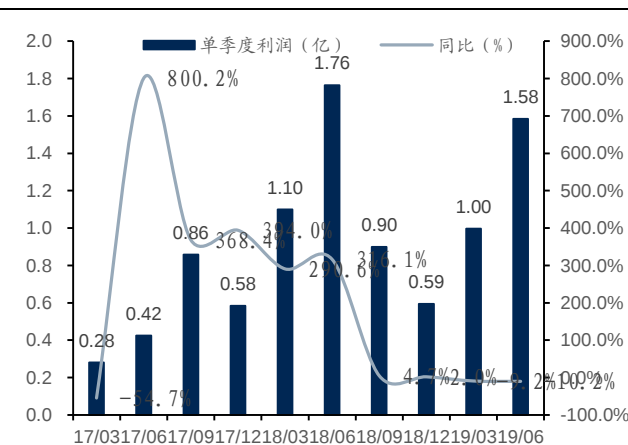
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：康泰生物归母净利润情况（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：康泰生物单季度归母净利润情况（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

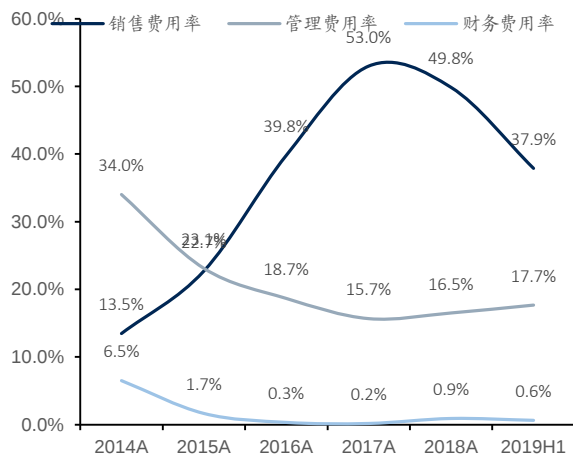
批签发：四联苗大幅减少，二季度有回暖迹象。上半年四联苗仅批签发 90 万支（-62.2%），叠加存货的消化，我们估计上半年的销售在 200 万支左右，四联苗的销售并未出现大幅下滑。并且二季度四联苗的批签发较一季度已有明显的回暖，另外，百白破联苗缺货利好公司四联苗的销售，预计全年的销售将有一个小幅的增长。乙肝疫苗批签发 2141 万支（+30.5%），估计销售端与去年同期基本持平；Hib 疫苗和麻风疫苗同比有不同程度的下滑。受到监管的影响，今年上半年疫苗行业的整体批签发出现萎缩，二季度开始已经逐渐恢复，预计下半年将会进一步回升。

表 1: 康泰生物产品批签发情况 (万支)

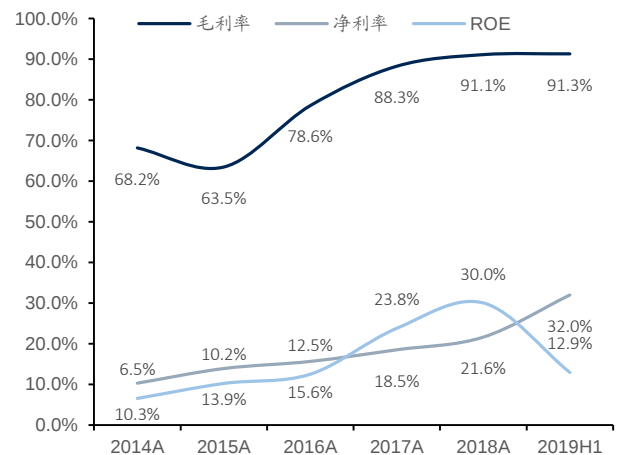
疫苗	批签发 (万支)		增速 (%)	占比 (%)		增速 (pct)	批签发 (万支)		增速 (%)	占比 (%)		增速 (pct)
	2019H1	2018H1		2019H1	2018H1		2018A	2017A		2018A	2017A	
四联苗	90	239	-62.2%	100	100	/	515	143	261.2%	100	100	/
乙肝疫苗	2141	1640	30.5%	58.76	42.22	16.54	3216	4650	-30.8%	44.81	58.19	-13.38
Hib 疫苗	106	138	-23.2%	31.23	27.76	3.47	381	365	4.3%	34.96	31.58	3.38
麻风疫苗	161	167	-3.6%	51.97	72.79	-20.82	218	743	-70.7%	25.92	32.94	-7.02

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

销售费用率大幅下降,管理费用率上涨。上半年销售费用率为 37.9%(-11.9pct), 预计全年能保持在 40%左右。长期来看,公司的销售费用率将逐渐下行到行业的平均水平(30%左右)。管理费用率(含研发费用)为 17.7%,比去年同期增加 7.8pct,主要是因为研发费用率的增长(+4.2pct)。剔除股权激励费用之后,上半年的销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 36.3%(-13.1pct)、7.5%(+3.1pct)和 8.0%(+3.8pct)。因为销售费用率大幅下降,公司在毛利率基本不变的情况下净利率大幅提升。

图 5: 康泰生物三费率情况 (%)


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 康泰生物毛利率、净利率及 ROE 情况 (%)


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 康泰生物销售费用、管理费用和研发费用情况 (百万)

	费用 (百万)			费用率 (%)		
	2019H1	2018H1	增速 (%)	2019H1	2018H1	增速 (pct)
销售费用	306.0	530.2	-42.3%	37.9%	49.8%	-12.0
剔除激励费用	292.8	525.0	-44.2%	36.3%	49.4%	-13.1
管理费用	71.3	56.5	26.2%	8.8%	5.3%	3.5
剔除激励费用	60.8	46.7	30.1%	7.5%	4.4%	3.1
研发费用	71.4	48.5	47.2%	8.8%	4.6%	4.3
剔除激励费用	64.5	44.1	46.3%	8.0%	4.1%	3.8

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

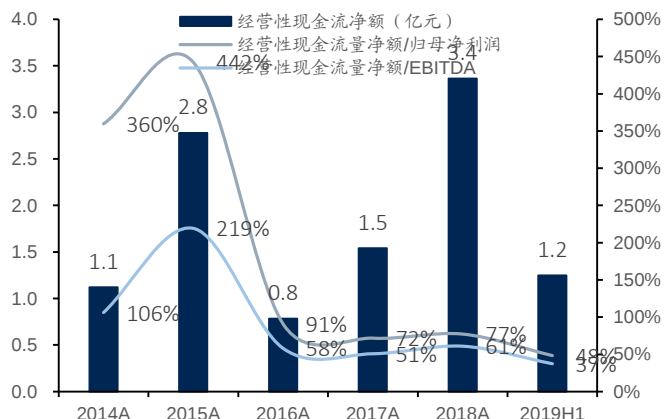
存货、应收周转天数增加。2019H1 公司存货 2.12 亿,较 2018 年底增加 8.2%, 存货周转天数的增加主要因为销售的减少。应收账款和票据 9.20 亿,较 2018 年底增加 7.2%,而较 2018H1 减少 5.4%。上半年经营性现金流净额 1.2 亿(+68%),经营性现金流净额/EBITDA 为 37%(+16pct)。

图 7：康泰生物存货、应收账款及票据周转天数（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

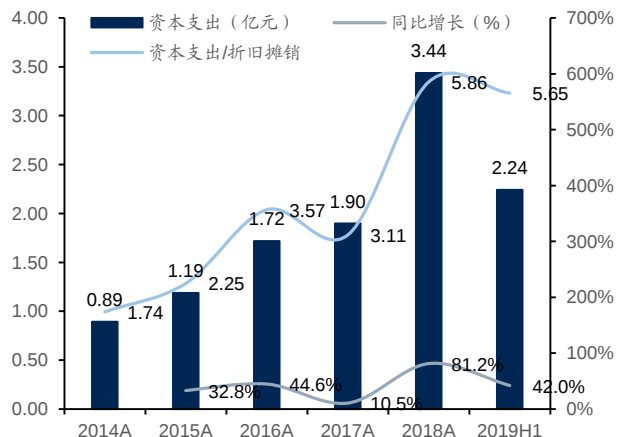
图 8：康泰生物经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

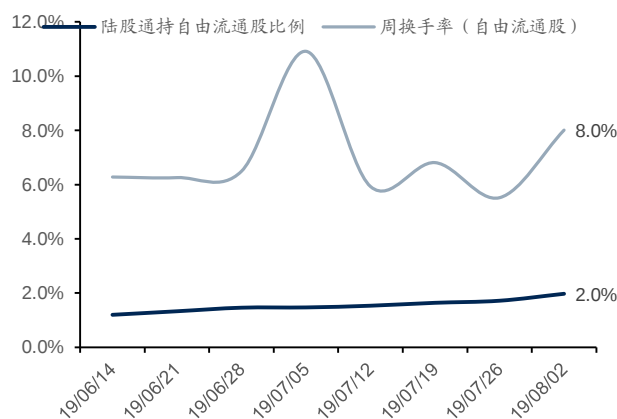
资本支出持续增长，陆股通持股比例上升。2019H1 康泰生物资本支出 2.24 亿（+42%），由于生产基地项目的推进，公司在固定资产和无形资产（土地使用权）上的投资持续增加。公司的陆股通持股比例也持续增长。

图 9：康泰生物资本支出情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：康泰生物陆股通持股及交易情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

实施股权激励计划，完善激励机制。今年三月，公司推出新一次股权激励计划，拟向 548 名激励对象授予 3500 万份期权，激励对象包括董事、高级管理人员、核心管理人员和核心技术（业务）人员。股权激励计划的摊销成本对公司利润有一定影响，2019-2021 年的摊销成本估计为 1.75、1.35、0.29 亿元。

募资新建产业基地，新增重磅产品产能。5 月 16 日，康泰生物披露非公开发行股票预案，拟募资 30 亿，其中 21 亿投资民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目（一期），9 亿用于补充流动资金。项目实施周期预期为 4 年，公司预计达到正常产能后实现年收入约 63 亿。新产业基地包括多个重磅产品：肺炎结合苗、百白破-IPV-Hib 五联苗、麻腮风-水痘四联苗、冻干水痘疫苗、麻腮风疫苗等。主要产品除了肺炎结合苗，其余均处于早期研发阶段，这体现了公司长远的布局、对行业发展的前瞻性和对公司多联苗领域上的信心。疫苗管理法出台之后，行业的并购整合将成为一大趋势，公司募资补充流动资金之后，具备了并购整合的能力。

管线储备深厚。公司处于临床前研究、临床研究或申请药品注册批件的在研项

目有 25 项，其中 13 价肺炎结合苗已提交预申请，人二倍体狂苗处于临床总结阶段，EV71 疫苗处于临床阶段，五价轮状病毒疫苗、麻腮风水痘四联苗处于临床前阶段。公司管线储备深厚，在多联苗的产品和研发布局上拥有巨大优势。

投资建议：管线储备深厚，看好长期布局，维持“增持”评级。公司是研发能力领先的国内疫苗龙头，19/20 年的业绩主要依靠现有产品的内生增长及新产品上市带来的增量。重磅品种 13 价肺炎结合苗和和人二倍体狂苗预计将于 2021 年上市，推动业绩大幅增长。长期来看，公司在多联苗的产品和研发布局上拥有巨大优势，五联苗、麻腮风水痘四联苗等大品种将会保障公司长期的成长。定增募资后公司具有并购整合能力。预计公司 2019~2021 年的净利润为 5.02/6.54/12.14 亿，对应当前股价的 PE 为 80.9/62.1/33.5x，维持“增持”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 19/8/4	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (17A)	PEG (18E)	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
300601	康泰生物	62.96	406	0.68	0.78	1.01	1.88	92.3	80.9	62.1	33.5	28.5%	2.3	增持
300122	智飞生物	45.20	723	0.91	1.70	2.15	2.46	49.8	26.6	21.0	18.4	41.0%	1.3	增持
300142	沃森生物	27.28	419	0.68	0.14	0.58	1.02	40.1	199.8	47.3	26.6	3.2%	/	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	635	1000	1100	1100	营业收入	2017	2208	2409	3432
应收款项	899	984	1074	1530	营业成本	179	186	198	253
存货净额	196	159	119	141	营业税金及附加	11	12	14	20
其他流动资产	11	12	13	18	销售费用	1005	967	929	1117
流动资产合计	1740	2155	2305	2789	管理费用	155	488	527	658
固定资产	1166	1356	1809	2515	财务费用	18	(20)	(0)	1
无形资产及其他	116	112	107	102	投资收益	7	0	0	0
投资性房地产	314	314	314	314	资产减值及公允价值变动	(10)	(16)	(15)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(163)	0	0	0
资产总计	3336	3936	4534	5719	营业利润	481	559	726	1369
短期借款及交易性金融负债	49	84	231	207	营业外净收支	8	0	0	0
应付款项	98	80	15	18	利润总额	489	559	726	1369
其他流动负债	826	1001	983	1197	所得税费用	53	57	71	155
流动负债合计	974	1165	1229	1423	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	413	413	413	413	归属于母公司净利润	436	502	654	1214
其他长期负债	117	117	117	118					
长期负债合计	530	530	530	531					
负债合计	1504	1694	1759	1954					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	1833	2242	2775	3765					
负债和股东权益总计	3336	3936	4534	5719					

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	436	502	654	1214
资产减值准备	(9)	12	7	11
折旧摊销	58	87	131	175
公允价值变动损失	10	16	15	14
财务费用	18	(20)	(0)	1
营运资本变动	(162)	119	(126)	(255)
其它	9	(12)	(7)	(11)
经营活动现金流	341	724	674	1148
资本开支	(342)	(300)	(600)	(900)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(342)	(300)	(600)	(900)
权益性融资	50	0	0	0
负债净变化	28	0	0	0
支付股利、利息	(64)	(93)	(121)	(224)
其它融资现金流	499	34	147	(23)
融资活动现金流	475	(58)	26	(248)
现金净变动	475	365	100	0
货币资金的期初余额	160	635	1000	1100
货币资金的期末余额	635	1000	1100	1100
企业自由现金流	148	404	72	247
权益自由现金流	674	456	219	223

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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