

**300601.SZ**
**买入**

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 147.42

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	70.0	(6.3)	(26.3)	79.2
相对深证成指	40.7	(6.0)	(29.8)	37.2

发行股数(百万)	680
流通股(%)	67
总市值(人民币 百万)	100,209
3个月日均交易额(人民币 百万)	939
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
杜伟民	27

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2020年11月24日收市价为标准

**相关研究报告**

《康泰生物》20191029

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**医药生物: 生物制品**
**证券分析师: 邓周宇**

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

# 康泰生物

## 核心品种快速放量, 研发工作稳步推进

公司公布 2020 年三季报: 前三季度公司实现营业收入 14.2 亿元 (+1.87%), 归母净利润 4.33 亿元 (+0.58%); Q3 单季实现营业收入 5.5 亿元 (-6.17%), 归母净利润 1.74 亿元 (+0.49%)。四联苗换标影响短期业绩, 核心品种进入快速放量阶段, 研发工作顺利推进, 后续业绩增长可期。

**支撑评级的要点**

- **四联苗换标工作影响 Q3 短期业绩。**公司前三季度实现营业收入 14.2 亿元 (+1.87%), Q1/Q2/Q3 单季分别实现营业收入 1.77/6.93/5.5 亿元 (-48.1%/+48.6%/-6.2%), Q3 单季业绩下滑估计和四联苗封剂型重新招标和费用增加有关。目前四联苗各省市招标工作基本完成, 预计 Q4 销售工作恢复正常, 有望实现量价齐升。
- **23 价肺炎疫苗等核心品种进入快速放量阶段。**2020Q1-Q3 23 价肺炎疫苗批签发量达 244 万支, 同比增长 173%, 新冠疫情下群众接种肺炎疫苗意识提升, 疫情稳定后销售工作快速恢复, Q4 有望延续放量趋势; 四联苗 2020Q1-Q3 批签发量为 466 万支, 同比增长 86%, 增速因为换标工作暂缓, 预计 Q4 将恢复正常; 乙肝疫苗新产能在今年 6 月恢复生产, 预计在年前能恢复销售供应。
- **研发管线丰富, 研发工作持续推进。**公司与阿斯利康合作研发的腺病毒载体新冠疫苗目前处在临床 III 期试验阶段, 是全球进展较快的新冠疫苗项目, 有望于年底在欧美紧急使用, 后续有望引进国内, 国内临床试验时间预计也会缩短; 公司独立自研的新冠灭活疫苗即将进入临床 II 期试验; 此外, 公司多个在研产品研发工作顺利推进: 13 价肺炎结合疫苗进入审评阶段, 预计 2021 年年初可获批; 人二倍体狂苗有望在 2021 年年底获批上市。公司有望迎来产品收获期, 后续业绩成长可期。

**估值**

- 公司四联苗换标完成, 23 价肺炎疫苗进入快速放量阶段, 在研产品即将迎来收获期, 我们预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 1.14/2.36/3.40, 对应市盈率为 129 倍, 62.5 倍, 43.3 倍。首次覆盖, 给予 **买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 产品放量不及预期风险、研发进展不及预期风险、行业安全事件风险。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	2,017	1,943	2,417	4,194	5,454
变动(%)	74	(4)	24	74	30
净利润(人民币 百万)	436	575	737	1,521	2,194
全面摊薄每股收益(人民币)	0.675	0.891	1.142	2.358	3.402
变动(%)	32.5	31.9	28.3	106.4	44.3
全面摊薄市盈率(倍)	218.2	165.5	129.0	62.5	43.3
价格/每股现金流量(倍)	282.6	188.0	83.5	(174.9)	20.7
每股现金流量(人民币)	0.52	0.78	1.77	(0.84)	7.10
企业价值/息税折旧前利润(倍)	139.8	111.2	103.6	52.6	35.5
每股股息(人民币)	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	2,017	1,943	2,417	4,194	5,454
销售成本	(190)	(174)	(166)	(148)	(253)
经营费用	(1,112)	(871)	(1,293)	(2,138)	(2,481)
息税折旧前利润	714	898	958	1,909	2,720
折旧及摊销	(58)	(83)	(121)	(178)	(229)
经营利润(息税前利润)	656	815	837	1,731	2,491
净利息收入/(费用)	(18)	(5)	(6)	(4)	1
其他收益/(损失)	15	13	21	29	43
税前利润	653	822	851	1,756	2,534
所得税	(53)	(89)	(114)	(235)	(340)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	436	575	737	1,521	2,194
核心净利润	600	734	737	1,521	2,195
每股收益(人民币)	0.675	0.891	1.142	2.358	3.402
核心每股收益(人民币)	0.930	1.138	1.143	2.359	3.403
每股股息(人民币)	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	74	(4)	24	74	30
息税前利润增长(%)	225	24	3	107	44
息税折旧前利润增长(%)	175	26	7	99	42
每股收益增长(%)	32	32	28	106	44
核心每股收益增长(%)	125	22	0	106	44

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	653	822	851	1,756	2,534
折旧与摊销	58	83	121	178	229
净利息费用	18	5	6	4	(1)
运营资本变动	(143)	(281)	214	(2,147)	2,395
税金	(217)	(248)	(114)	(235)	(340)
其他经营现金流	(33)	124	61	(99)	(235)
经营活动产生的现金流	336	506	1,139	(544)	4,583
购买固定资产净值	(12)	161	647	698	666
投资减少/增加	7	7	17	26	39
其他投资现金流	(231)	(548)	(1,293)	(1,396)	(1,333)
投资活动产生的现金流	(236)	(380)	(629)	(672)	(627)
净增权益	(161)	0	0	0	0
净增债务	11	(48)	54	1,469	(1,469)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	482	(206)	79	(90)	(250)
融资活动产生的现金流	332	(227)	186	1,483	(1,498)
现金变动	432	(101)	695	267	2,458
期初现金	160	635	505	1,201	1,468
公司自由现金流	100	126	510	(1,215)	3,956
权益自由现金流	130	83	570	258	2,486

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	635	529	1,224	1,492	3,949
应收帐款	899	1,058	1,023	2,895	2,001
库存	196	229	131	179	361
其他流动资产	10	12	4	11	15
流动资产总计	1,740	1,828	2,383	4,577	6,326
固定资产	1,166	1,367	1,847	2,285	2,669
无形资产	204	365	411	493	546
其他长期资产	196	306	306	306	306
长期资产总计	1,566	2,038	2,564	3,084	3,521
总资产	3,336	3,952	5,052	7,791	9,992
应付帐款	98	117	97	91	251
短期债务	0	1	0	876	0
其他流动负债	876	753	943	681	2,025
流动负债总计	974	870	1,040	1,648	2,276
长期借款	413	195	303	913	291
其他长期负债	117	133	133	133	133
股本	645	645	645	645	645
储备	1,284	2,195	2,932	4,453	6,647
股东权益	1,929	2,905	3,577	5,098	7,292
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,336	3,952	5,052	7,791	9,992
每股帐面价值(人民币)	2.99	4.50	5.55	7.90	11.31
每股有形资产(人民币)	2.67	3.94	4.91	7.14	10.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.59)	(0.48)	(1.47)	0.39	(5.70)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.4	46.2	39.6	45.5	49.9
息税前利润率(%)	32.5	41.9	34.6	41.3	45.7
税前利润率(%)	32.4	42.3	35.2	41.9	46.5
净利率(%)	21.6	29.6	30.5	36.3	40.2
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.1	2.3	2.8	2.8
利息覆盖率(倍)	35.7	151.0	131.8	410.9	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	6.3	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.8	2.2	2.7	2.6
估值					
市盈率(倍)	218.2	165.5	129.0	62.5	43.3
核心业务市盈率(倍)	158.5	129.5	129.0	62.5	43.3
市净率(倍)	49.3	32.8	26.6	18.7	13.0
价格/现金流(倍)	282.6	188.0	83.5	(174.9)	20.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	139.8	111.2	103.6	52.6	35.5
周转率					
存货周转天数	361.5	445.6	395.4	383.1	389.5
应收帐款周转天数	130.6	183.8	157.2	170.5	163.9
应付帐款周转天数	14.4	20.2	16.1	8.2	11.4
回报率					
股息支付率(%)	37.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	27.8	23.8	22.7	35.1	35.4
资产收益率(%)	21.7	19.9	16.1	23.3	24.3
已运用资本收益率(%)	5.7	5.3	5.3	7.1	7.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测