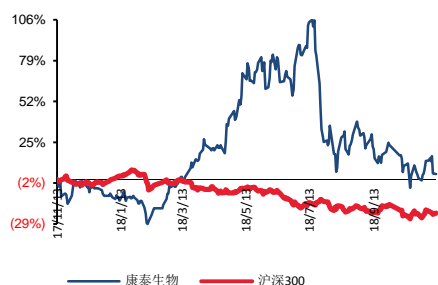


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

联合国际疫苗企业，有望打造疫苗研发新平台

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	636/247
总市值/流通(百万元)	23,297/9,031
12个月最高/最低(元)	97.00/33.41

相关研究报告:

康泰生物(300601)《符合预期，疫苗终端销售恢复迅速》--2018/10/15

康泰生物(300601)《中报业绩超预期，短期调整不改中长期逻辑》--2018/08/29

康泰生物(300601)《业绩超预期，再次上调盈利预测与估值》--2018/07/02

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：1) 近日公司与 DESMONS CONSULTING SPRL 签署了疫苗项目合作框架协议，后者将协助公司研发新型的五联疫苗(DTP-Hib-IPV)，公司按照约定向对方支付项目里程碑款等相关费用；2) 为避免狂犬病疫苗 GMP 生产车间的重复建设，公司近日撤回了冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)的注册申请。

点评：

联合国际疫苗企业研发新型五联苗，有望打造疫苗研发新平台。 DESMONS CONSULTING SPRL 协助公司研发的新型五联疫苗(DTP-Hib-IPV)为一瓶装全液体疫苗。相比目前国内已上市两瓶装五联苗和公司在研五联苗(预计 19 年初申报临床)，本次合作开发的一瓶装全液体五联苗工艺更为先进，在生产、存储、运输、使用上更加方便。根据约定，公司支付项目里程碑款，新型五联疫苗在国内上市销售后前五年支付销售提成。DESMONS CONSULTING SPRL 是比利时一家致力于疫苗研发的公司，其创始人 Pierre Desmons (**履历见附录**)有三十余年国际知名疫苗公司的工作经验，为许多疫苗品种的上市做出巨大贡献，其中包括百白破、Hib、肺炎、HPV、重组带状疱疹疫苗和以百白破为基础的四联疫苗、五联疫苗、六联疫苗等联合疫苗。**我们认为新型五联苗合作开发是公司探寻新型疫苗研发新模式的开端，未来合作有望拓展到更多新型疫苗的研发，打造疫苗研发国际化平台。**

狂犬撤回短期影响业绩，利好中长期业绩增长。公司出于中长期利益考虑，撤回在审审批的狂苗(MRC-5)，研发资本化 4600 万元计入 18 年研发费用，计划 19 年中报产改进的狂苗(人二倍体细胞)，预计 20 年获批，MRC-5 狂苗撤回主要原因：1) 由于国家审评审批进度加速很多，以前预计是 2 个狂苗批号差 2 年，现在预计相差 1 年左右，而在拿第二个狂苗批文时需要废掉第 1 个批号，假如第 1 个批号如期拿到，最多生产一年，但只有半年生产周期，预计贡献 3000-4000 万利润，但原辅料、包材都会废掉，另外老车间需要重新改造后申报 GMP 认证；2) 两个品种产品成本和产能方面差异大，一期产能 100-150 万人份(改造后可提升产能)，二期产能成本会大幅降低，而且改进的狂苗给巴斯德费用提成仅为 MRC-5 狂苗的一半。**我们认为撤回对 19-20 年短期业绩稍有影响，但中长期看成本低、产能高的改进品种 20 年上市后将贡献更大业绩弹性。**

四联苗&五联苗+三代狂苗+13价肺炎+EV71+IPV，将演绎“50亿净利润是如何炼成的”。公司独家品种百白破+Hib四联苗受益于逐步替代Hib、百白破，四联苗相关多联疫苗5年内无竞争对手上市，而自己研发的五联苗预计21-22年上市，届时将打造最强“百白破、Hib、脊灰”联苗，有望贡献超10亿净利润；二倍体狂苗预计20年中旬获批，5年内最多1家企业与其竞争，有望贡献20亿净利润；13价肺炎预计20年获批，5年内最多3家企业与其竞争（包括外资），有望贡献10亿净利润；EV71、IPV有望20-22年获批上市，预计贡献10亿级别净利润。四联苗&五联苗+三代狂苗+13价肺炎+EV71+IPV，将演绎“50亿净利润是如何炼成的”，若考虑临床前阶段的“麻腮风+水痘四联苗”，未来疫苗业务净利润或将超60亿元。

疫苗事件后终端销售恢复良好，中长期逻辑不变。考虑到狂苗撤回后增加18年研发费用以及狂苗业绩贡献推后1年，我们最新假设狂苗20年下半年开始贡献业绩，下调公司18-20年净利润至4.60/7.38/11.49亿元，同比增速111%/60%/56%，中长期业绩预测和观点不变。预计未来5年将持续高增长，18年合理估值300亿元（18PE65X），19年合理估值440亿元（19PE60X），仅考虑疫苗，三年3倍以上空间，若未来布局其他生物药，则打开长期成长天花板。维持“买入”评级。

风险提示：销售低预期；新品获批进展不及预期；行业黑天鹅事件等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1164	2159	2449	3356
(+/-%)	111%	85%	13%	37%
净利润(百万元)	218	460	738	1149
(+/-%)	152%	111%	60%	56%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.72	1.16	1.80
市盈率(PE)	107	51	32	20

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

Pierre Desmons 个人简历（资料来源 LinkedIn）

1、DESMONS CONSULTING SPRL 创始人，2018 年 1 月至今，比利时

对疫苗发展熟悉擅长，在葛兰素生物制剂公司有 30 多年疫苗产业经历

——拥有使用细菌，酵母，CHO 和病毒 Vero，MRC5 和其他细胞系的大多数抗原表达系统的知识和实践；

——擅长下游加工和配方专家；

——掌握使用免疫调节剂和载体的辅助技术，如铝盐，脂质体和乳液；

——30 多年来在 50 多个开发项目中做出重要贡献和管理，其中 12 个产品在欧洲、美国、中国上市；

——在比利时 GSK 疫苗研发工作 22 年，过去 8 年在中国管理疫苗战略，参与日本，印度和中国合资企业的董事会/指导委员会，并在监管提交方面担任专家角色；

——7 项美国专利的发明人，涉及生物反应器设计，疫苗制造定义，配方过程，辅助技术和组成。

2、GSK Vaccines 副总裁，亚洲战略伙伴关系负责人

2014 年 10 月 - 2017 年 12 月 中国上海

董事，项目指导委员，管理日本、印度合资企业，中国战略疫苗项目管理者，监管提交技术专家

3、GSK Biologicals 副总裁&中国地区研发负责人

2009 年 9 月-2014 年 9 月，中国上海

4、GSK Biologicals 部门/项目主管（Director）

1987-2008

图表：康泰生物业绩拆分及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
1、四联苗+五联苗									
销量 (万支)	90	150	430	500	600	650	700	750	800
单价 (元/支)	200	275	275	275	275	275	275	275	275
收入 (百万元)	180	412	1181	1374	1649	1786	1923	2061	2198
单支净利润 (元/支)	50	80	100	120	130	140	140	140	140
净利润 (百万元)	45	120	430	600	780	910	980	1050	1120
2、三代狂苗									
销量 (万人份)					20	150	250	300	350
单价 (元/人份)					1165	1165	1165	1165	1165
收入 (百万元)					233	1748	2913	3495	4078
单支净利润 (元/人份)					466	583	583	583	583
净利润 (百万元)					93	874	1456	1748	2039
3、13价肺炎									
销量 (万支)					60	200	300	350	400
单价 (元/支)					485	485	485	485	485
收入 (百万元)					291	971	1456	1699	1942
单支净利润 (元/支)					170	200	220	235	250
净利润 (百万元)					102	400	660	823	1000
4、其他 (乙肝、hib、激励费用、未来上市其他产品等)									
收入	372	752	978	1076	1183	1302	1497	1721	1979
净利润	41	98	30	138	174	205	239	275	317
其中：1) 激励费用		34	80	40	18	4			
税后激励费用		29	68	34	15	4			
其中：2) MRC-5 狂苗一次性研发费用			46						
税后 MRC-5 狂苗一次性研发费用			39						
5、合计									
收入	552	1164	2159	2449	3356	5806	7789	8976	10197
增速		111%	85%	13%	37%	73%	34%	15%	14%
净利润	86	218	460	738	1149	2388	3336	3895	4475
增速		152%	111%	60%	56%	108%	40%	17%	15%
目前市值对应当年 PE	270	107	51	32	20	10	7	6	5
合理市值/亿元			299	443	632	836	1001	1052	1119
合理市值对应当年 PE			65	60	55	35	30	27	25
EPS		0.34	0.72	1.16	1.80	3.75	5.24	6.12	7.03

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。