

康泰生物 (300601)

证券研究报告

2018年04月25日

2017年完美表现, 2018年有望继续高飞

2017年业绩增长149%, 2018年1季度业绩大增290.61%

公司公告 2017 年年报: 收入、净利润、扣非后净利润分别为 11.61、2.15 及 1.77 亿元, 分别同比大增 110.38%、149.04%及 137.10%; 同时公司 2018 年 1 季报显示: 收入、净利润、扣非后净利润分别为 4.03、1.10 及 1.06 亿元, 分别同比增长 176.25%、290.61%及 365.83%。公司 2017 年度利润分配方案为每 10 股派 1.2 元 (含税), 送红 2 股, 资本公积转增 3 股。公司 2017 及 2018 年 1 季度整体业绩实现惊艳的表现, 展望 2018 年全年, 在公司核心的四联苗等品种的带动下, 公司的业绩有望实现高增长, 同时新产品有望年内开始陆续获批, 公司将迎来持续产品收获期, 创造新的利润增长点。

主要疫苗产品均实现可观增长

分业务看: 2017 年公司的自主一类疫苗收入 1.25 亿元, 同比下降 2%, 毛利率下降 5.20 个 pp 至 49.43%; 核心的二类苗业务收入 10.34 亿元, 同比增长 148.26%, 由于提价等因素, 毛利率提升 7.14 个 pp 至 92.95%。具体看: 四联苗实现收入 4.11 亿元, 同比增长 124.08%, 销量估算在 150 万支左右; Hib 疫苗收入 2.84 亿元, 同比增长 133.18%; 乙肝疫苗收入 4.27 亿元, 同比增长 150.38%。从批签发上看, 公司 2017 年乙肝疫苗批签发 4,650 万支, 同比增长 53%, 份额占比进一步提升至 58.19%, 继续夯实国内乙肝疫苗龙头地位; Hib 批签发 365 万支, 占比提升 3.4 个百分点至 31.58%, 位列第一; 麻风二联苗批签发 743 万支, 份额占比提升 7.73 个百分点至 32.94%, 列第二位; 独家品种四联苗批签发 143 万支, 同比增长 7.95%。公司 2017 年收益于疫苗行业整体的恢复和自身推广的强化和深入, 主要二类苗均实现量价齐升的良好态势。公司 2017 年销售费用达到 6.15 亿元, 同比大增 180%, 一方面由于销售模式变革费用增加, 另一方面加大市场推广及股权激励摊销所致。管理费用则由于研发投入、新增股权激励摊销费用等大增 77%。

2018 年 1 季度: 四联苗销售收入 2.27 亿元, 同比大增 461%, 估算销量在 84 万支左右, 表现惊艳; 乙肝疫苗收入 0.98 亿元, 同比增长 91.83%; Hib 收入 0.68 亿元, 同比增长 47.72%。相较于 2017 年部分的提价因素, 2018 年 1 季度的增长能真实反映公司内生增长, 显示出公司良好的发展态势。公司 2018 年一季度持续加强销售队伍建设和市场渠道建设及推广力度, 有力促进了产品的放量增长, 销售费用达到 1.97 亿元, 同比增长 182%, 管理费用则由于研发投入、激励摊销费用及管理人员薪酬增加等达到 0.39 亿元, 同比大增 46%。我们认为后续公司将进一步加强市场推广和产品的研发, 销售费用及管理费用预计将继续快速增长。

研发成果将逐步落地, 为持续发展不断提供动力

公司注重研发促进内生增长, 新产品有望在 2018 年及以后陆续上市提供业绩增量。根据公司 2017 年报, 冻干人用狂犬疫苗 (MRC-5 细胞)、23 价肺炎球菌多糖疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、吸附无细胞百白破联合疫苗、冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗有望从今年下半年开始陆续获批上市, 为公司业绩增长提供源源不断的动力; 公司投资者关系纪要显示 13 价肺炎球菌结合疫苗正在进行 III 期临床, 重组肠道病毒 71 型疫苗 (汉逊酵母)、冻干水痘减毒活疫苗、冻干人用狂犬病疫苗 (人二倍体细胞)、Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗 (Vero 细胞) 也在稳步的推进临床相关的工作; 五联苗、HPV 等开展临床前研究, 公司在研项目达到 25 项, 为长远发展奠定了坚实基础。

国内疫苗优质企业, 看好长期发展, 维持“增持”评级

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.00、1.51 及 2.14 元 (基于 18 年 1 季度的优异业绩表现, 18-19 年较上次变动+2.43%/+6.12%), 对应 PE 分别为 66、44 及 31 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 四联苗等品种放量低于预期, 新品上市、研发进展低于预期

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	66.30 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	421.14
流通 A 股股本(百万股)	160.07
A 股总市值(百万元)	27,921.71
流通 A 股市值(百万元)	10,612.79
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	53.78
一年内最高/最低(元)	68.21/24.04

作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《康泰生物-公司点评: 一季度业绩预告超预期, 四联苗持续高增长》2018-04-04
- 《康泰生物-季报点评: 业绩高增长, 二类苗量价齐升》2017-10-29



财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	551.94	1,161.18	1,894.69	2,781.92	3,845.61
增长率(%)	21.91	110.38	63.17	46.83	38.24
EBITDA(百万元)	133.26	261.54	464.21	741.35	1,045.46
净利润(百万元)	86.21	214.70	420.17	636.32	900.40
增长率(%)	37.24	149.04	95.70	51.44	41.50
EPS(元/股)	0.20	0.51	1.00	1.51	2.14
市盈率(P/E)	323.87	130.05	66.45	43.88	31.01
市净率(P/B)	37.99	26.07	17.55	13.01	9.37
市销率(P/S)	50.59	24.05	14.74	10.04	7.26
EV/EBITDA	0.00	76.01	59.53	37.12	26.30

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	110.88	159.75	446.95	548.35	600.30	营业收入	551.94	1,161.18	1,894.69	2,781.92	3,845.61
应收账款	289.29	543.51	824.88	1,292.47	1,805.38	营业成本	118.29	136.33	189.27	254.20	331.63
预付账款	11.74	4.59	21.70	12.95	30.71	营业税金及附加	4.60	7.01	11.58	18.99	24.33
存货	141.10	180.83	187.19	321.21	342.41	营业费用	219.74	615.42	985.24	1,390.96	1,922.81
其他	26.80	101.00	71.53	60.11	123.03	管理费用	102.97	181.93	265.26	403.38	557.61
流动资产合计	579.81	989.68	1,552.25	2,235.10	2,901.83	财务费用	1.83	2.02	0.75	(0.07)	(0.26)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	19.60	18.69	14.13	17.47	16.77
固定资产	266.62	467.25	609.15	752.99	868.54	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	485.47	386.01	267.60	208.56	155.14	投资净收益	0.77	1.88	1.78	1.78	1.78
无形资产	191.29	215.82	214.10	215.64	219.31	其他	(1.53)	(44.27)	(3.55)	(3.55)	(3.55)
其他	77.71	151.95	110.27	107.53	111.11	营业利润	85.68	242.16	430.23	698.76	994.51
非流动资产合计	1,021.09	1,221.03	1,201.12	1,284.73	1,354.09	营业外收入	14.26	0.86	40.00	18.37	19.74
资产总计	1,600.90	2,210.71	2,753.37	3,519.83	4,255.92	营业外支出	0.96	5.03	0.50	2.16	2.57
短期借款	33.50	20.00	10.00	20.00	15.00	利润总额	98.98	237.98	469.73	714.97	1,011.68
应付账款	253.02	598.47	352.23	803.21	251.06	所得税	12.77	23.28	49.56	78.65	111.29
其他	122.82	158.01	427.35	203.72	633.85	净利润	86.21	214.70	420.17	636.32	900.40
流动负债合计	409.34	776.48	789.58	1,026.93	899.91	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	281.36	227.43	207.43	187.43	222.43	归属于母公司净利润	86.21	214.70	420.17	636.32	900.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.20	0.51	1.00	1.51	2.14
其他	175.20	135.79	164.96	158.65	153.13						
非流动负债合计	456.56	363.22	372.40	346.08	375.57						
负债合计	865.90	1,139.70	1,161.98	1,373.01	1,275.47						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	369.00	421.14	421.14	421.14	421.14	成长能力					
资本公积	197.28	431.37	431.37	431.37	431.37	营业收入	21.91%	110.38%	63.17%	46.83%	38.24%
留存收益	366.00	790.13	1,170.25	1,725.68	2,559.30	营业利润	23.89%	182.64%	77.66%	62.41%	42.32%
其他	(197.28)	(571.63)	(431.37)	(431.37)	(431.37)	归属于母公司净利润	37.24%	149.04%	95.70%	51.44%	41.50%
股东权益合计	735.00	1,071.01	1,591.39	2,146.82	2,980.45	获利能力					
负债和股东权益总	1,600.90	2,210.71	2,753.37	3,519.83	4,255.92	毛利率	78.57%	88.26%	90.01%	90.86%	91.38%
						净利率	15.62%	18.49%	22.18%	22.87%	23.41%
						ROE	11.73%	20.05%	26.40%	29.64%	30.21%
						ROIC	11.44%	24.60%	36.62%	47.70%	50.78%
						偿债能力					
						资产负债率	54.09%	51.55%	42.20%	39.01%	29.97%
						净负债率	37.16%	37.89%	43.14%	20.75%	19.23%
						流动比率	1.42	1.27	1.97	2.18	3.22
						速动比率	1.07	1.04	1.73	1.86	2.84
						营运能力					
						应收账款周转率	2.45	2.79	2.77	2.63	2.48
						存货周转率	4.38	7.21	10.30	10.94	11.59
						总资产周转率	0.38	0.61	0.76	0.89	0.99
						每股指标(元)					
						每股收益	0.20	0.51	1.00	1.51	2.14
						每股经营现金流	0.19	0.37	0.63	0.78	0.48
						每股净资产	1.75	2.54	3.78	5.10	7.08
						估值比率					
						市盈率	323.87	130.05	66.45	43.88	31.01
						市净率	37.99	26.07	17.55	13.01	9.37
						EV/EBITDA	0.00	76.01	59.53	37.12	26.30
						EV/EBIT	0.00	97.61	64.12	39.38	27.65

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com