

# 人二倍体狂苗高速增长，宠物疫苗市场或有可为

## ——康华生物（300841.SZ）2020年业绩预告点评

### 要点

**事件：**公司发布2020年业绩快报，实现营业收入10.39亿元，同比+87.26%；营业利润4.85亿元，同比+117.12%；归母净利润4.08亿元，同比+118.57%；EPS 7.77元（按20年年末股本折算为6.80元）。业绩符合市场预期。

### 点评：

**人二倍体狂苗高速增长，技改扩产解决产能瓶颈：**20年公司的冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）批签发370万支，同比+56%；ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗批签发167万支，同比+1179%。人用狂犬病疫苗市场刚需旺盛，2020年全年总计批签发7860万支，同比+34%，而人二倍体狂苗作为WHO推荐的“金标准”狂犬病疫苗，是我国人用狂苗消费升级的方向，公司是目前市场上的独家企业，竞争格局优良，价格较高，我们估计2020年实现销售收入接近10亿元。随着技改项目的推进，公司狂苗生产能力持续提升，我们预计2021年有望达到500万支/年的产能，持续高速拉动业绩增长。募投项目“温江疫苗生产基地一期建设项目”实施完成后，预计可再新增产能600万支/年，将进一步拉动业绩长期增长。

**布局宠物疫苗蓝海，丰富在研产品线：**公司于2020年8月完成对一曜生物10%股权的收购，获得“狂犬病灭活疫苗（PB/BHK-21株）”产品满足上市销售条件后的独家销售代理权，进入宠物狂苗赛道，有利于提升未来的长期综合竞争力。目前公司主要在研项目包括人胚肺二倍体细胞建立及应用、人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）固定化生物反应器培养工艺、吸附破伤风疫苗、六价诺如病毒疫苗、白喉基因工程疫苗的研制、轮状病毒基因工程疫苗的研制，未来疫苗产品管线将逐步丰富，成长为疫苗大平台。

**盈利预测、估值与评级：**公司是人二倍体狂犬疫苗的龙头企业，终端刚需旺盛，将借助消费升级趋势和产能扩张实现业绩快速增长，布局宠物疫苗市场或有可为。根据业绩快报，略下调2020年EPS预测为6.80元（原预测为7.00元），维持2021-2022年EPS预测为11.50/14.17元，现价对应PE为76/45/37倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**人二倍体狂苗竞争格局恶化的风险；在研项目进度低于预期的风险；宠物狂苗销售情况不达预期的风险。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	559	555	1,039	1,558	1,882
营业收入增长率	113.59%	-0.86%	87.26%	50.00%	20.80%
净利润（百万元）	154	187	408	690	850
净利润增长率	107.02%	21.12%	118.57%	69.04%	23.27%
EPS（元）	3.43	4.15	6.80	11.50	14.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	41.92%	32.49%	20.78%	26.00%	24.27%
P/E	152	125	76	45	37
P/B	63.6	40.7	15.9	11.8	8.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-20

### 买入（维持）

当前价：519.88元

### 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

wangmingrui@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	0.60
总市值(亿元):	311.93
一年最低/最高(元):	84.44/996.00
近3月换手率:	81.14%

### 股价相对走势



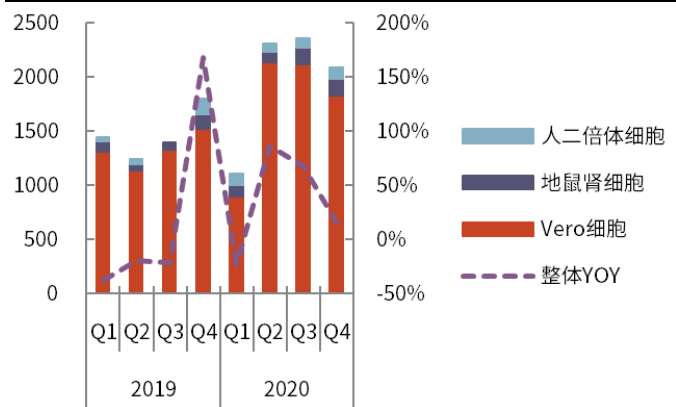
### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.39	-12.09	382.22
绝对	7.13	2.16	413.06

资料来源：Wind

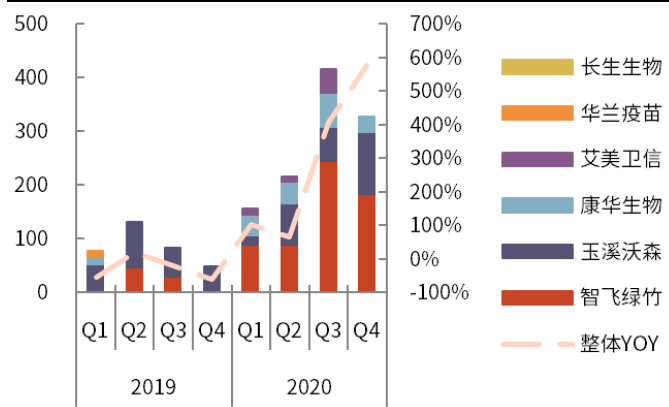
## 附录

图 1: 人用狂犬病疫苗 2019-2020 批签发量 (万瓶)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 2: 四价流脑多糖疫苗 2019-2020 批签发量 (万瓶)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	559	555	1,039	1,558	1,882
营业成本	31	32	65	103	126
折旧和摊销	9	9	12	15	21
税金及附加	3	3	5	8	10
销售费用	249	217	375	486	566
管理费用	62	58	72	78	80
研发费用	19	23	52	94	131
财务费用	0	0	-11	-24	-35
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	190	223	485	819	1,010
利润总额	189	223	484	818	1,008
所得税	35	37	76	128	158
净利润	154	187	408	690	850
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	154	187	408	690	850
EPS(按最新股本计)	3.43	4.15	6.80	11.50	14.17

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	57	183	279	604	869
净利润	154	187	408	690	850
折旧摊销	9	9	12	15	21
净营运资金增加	208	29	251	206	48
其他	-314	-42	-392	-307	-50
投资活动产生现金流	-35	-24	-102	-152	-202
净资本支出	-35	-24	-102	-152	-202
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	0	0	0	0
融资活动现金流	7	-10	981	24	35
股本变化	30	0	15	0	0
债务净变化	12	-9	-10	0	0
无息负债变化	20	5	29	29	9
净现金流	30	149	1,159	476	702

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	94.4%	94.2%	93.8%	93.4%	93.3%
EBITDA 率	35.6%	42.8%	46.9%	52.1%	52.9%
EBIT 率	33.9%	41.0%	45.8%	51.1%	51.8%
税前净利润率	33.9%	40.3%	46.6%	52.5%	53.6%
归母净利润率	27.6%	33.7%	39.3%	44.3%	45.2%
ROA	31.7%	27.1%	19.5%	24.5%	23.1%
ROE (摊薄)	41.9%	32.5%	20.8%	26.0%	24.3%
经营性 ROIC	35.6%	39.5%	48.8%	57.5%	58.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	24%	17%	6%	6%	5%
流动比率	3.36	5.11	14.33	15.37	18.49
速动比率	3.03	4.68	13.85	14.86	18.05
归母权益/有息债务	19.35	57.47	-	-	-
有形资产/有息债务	24.92	66.05	-	-	-

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	486	689	2,097	2,816	3,676
货币资金	92	242	1,400	1,876	2,578
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	251	276	414	497	480
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	0	1	1	2
存货	39	49	64	82	75
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动资产合计	392	577	1,895	2,477	3,155
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	53	78	105	160	245
在建工程	28	2	54	119	195
无形资产	12	9	10	12	13
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	3	3	3	3
非流动资产合计	94	112	202	339	521
总负债	118	114	134	163	172
短期借款	19	10	0	0	0
应付账款	3	4	7	11	14
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	-2	-1	-1	-1	-1
流动负债合计	117	113	132	161	171
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1	1
非流动负债合计	2	1	1	1	1
股东权益	368	575	1,964	2,653	3,504
股本	45	45	60	60	60
公积金	249	288	1,257	1,257	1,257
未分配利润	74	242	647	1,337	2,187
归属母公司权益	368	575	1,964	2,653	3,504
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	44.51%	39.13%	36.14%	31.20%	30.07%
管理费用率	11.00%	10.40%	6.89%	4.98%	4.27%
财务费用率	0.03%	-0.03%	-1.01%	-1.54%	-1.85%
研发费用率	3.38%	4.11%	5.00%	6.01%	6.98%
所得税率	19%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.27	4.06	4.65	10.07	14.49
每股净资产	8.17	12.77	32.73	44.22	58.39
每股销售收入	12.43	12.33	17.31	25.97	31.37

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	152	125	76	45	37
PB	63.6	40.7	15.9	11.8	8.9
EV/EBITDA	117.8	98.4	61.6	36.6	29.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼