



2021-04-20

公司点评报告

买入/维持

康华生物(300841)

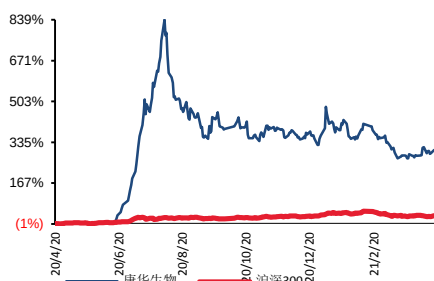
目标价: 510

昨收盘: 408.19

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 人二倍体狂犬疫苗产能释放，业绩高速增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 60/15         |
| 总市值/流通(百万元)   | 24,491/6,123  |
| 12 个月最高/最低(元) | 951.50/101.33 |

### 相关研究报告:

证券分析师: 盛丽华

电话: 021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

**事件:** 公司发布 2020 年报以及 2021 年 1 季度, 实现营业收入 10.39 亿元(+87.3%), 归母净利润 4.1 亿元(+118.6%)。2021 年 1 季度实现营业收入 2.4 亿元(+51.0%), 实现归母净利润 1.0 亿元(+54.9%), 经营性现金流净额-0.64 亿元。公司发布 2021 年股权激励计划。

### 点评:

**人二倍体狂犬疫苗驱动业绩高速增长。**2020 年总收入 10.39 亿元, 其中人二倍体狂犬疫苗 10.0 亿元(+85.9%), ACYW 四价流脑 0.39 亿元。销售费用率 36%, 同比下降 3 个百分点左右。人二倍体狂犬疫苗毛利率 94.25%, 与去年基本持平(-0.55pp)。2020 年公司冻狂犬疫苗(人二倍体)批签发量为 370 万支(同比+56%)。公司人二倍体狂犬疫苗为国内首个上市销售的人二倍体细胞狂犬病疫苗, 目前供不应求。公司病毒性疫苗二车间技改中, 年报披露目前处于符合性检查阶段, 检查通过并完成《药品生产许可证》变更后, 可投入生产。技改完成后, 预计人二倍体细胞狂犬病疫苗产能达到 500 万支, 温江一期顺利完工后, 产能将进一步提升。

**目前人二倍体狂犬疫苗供不应求, 预计渗透率由供给决定。**人源细胞狂犬病疫苗对动物源细胞基质狂犬病疫苗是狂犬病疫苗行业发展的趋势。狂犬疫苗(人二倍体细胞)无动物源细胞 DNA 残留和蛋白残留导致的潜在风险; 免疫原性好, 起效速率快; 安全性好; 免疫持续时间长。目前二倍体狂犬疫苗供不应求, 预计渗透率由供给决定。随着越来越多公司人二倍体狂犬苗上市, 人二倍体狂犬苗市场推广及产品宣传力度加大, 产品优势逐渐被市场及接种者所了解与认可, 渗透率提升, 预计在渗透率爬坡期间, 供给决定渗透率。

**从长期看, 我们预计公司凭借优势依然能保住与产能相匹配的人二倍体狂犬疫苗销售数量。**根据 CDE 披露研发进展信息, 我们预计 2024 年, 二倍体狂犬疫苗将有 4-5 家产品获批上市, 市场格局变坏, 有可能出现供过于求, 我们预计公司凭借优势依然能保住与产能相匹配的销售数量。因为相比其他二倍体疫苗在研企业, 公司具有以下优势: 1) 销售渠道优势和品牌优势。公司是国内首个经中检院批签发上市销售的人二倍体狂犬病疫苗生产企业, 在狂犬病疫苗市场的品牌影响、市场渠道、产品口碑方面更具有优势。2) 公司人二倍体狂犬苗生产工艺成熟, 能够保障疫苗产品稳定生产。人

二倍体狂犬疫苗壁垒在于扩大化生产，其他人二倍体狂犬疫苗企业产能能否顺利爬坡，产能得以充分释放存在不确定性。

**拟施行股权激励，股权激励计划锁定未来三年高增长。**根据公告，本次计划拟向激励对象授予的限制性股票总量为不超过 10 万股，占公司股本总额的 0.1667%。股票来源为公司向激励对象定向发行，授予价格为 202.80 元/股。股权激励计划锁定未来三年高增长，考核 2021-2023 三个会计年度，21-23 年净利润增速分别为 40%、49%和 53%。

#### 投资建议：

目前人二倍体狂犬疫苗供不应求，技改完成后，预计人二倍体细胞狂犬病疫苗产能达到 500 万支，温江一期顺利完工后，产能进一步提升，驱动业绩快速增长，从长期看，公司凭借销售渠道优势和品牌优势以及工艺成熟产能稳定优势，处于市场领先地位。我们预计 21-23 年对应 EPS 为 9.59、14.33、21.86 元，现价对应 21-23 年 PE 为 43 倍、28 倍、19 倍，成长性高，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**竞争加剧，研发不及预期，业绩不及预期风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2020A  | 2021E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1039   | 1450  | 2070  | 2999  |
| (+/-%)    | 87.21  | 39.56 | 42.76 | 44.88 |
| 净利润(百万元)  | 408    | 576   | 860   | 1312  |
| (+/-%)    | 118.57 | 41.05 | 49.36 | 52.60 |
| 摊薄每股收益(元) | 6.80   | 9.59  | 14.33 | 21.86 |
| 市盈率(PE)   | 68.85  | 42.55 | 28.49 | 18.67 |

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

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |        |         |         |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|---------|---------|--------|--------|
|           | 2019A | 2020A | 2021E | 2021E | 2022E |               | 2019A  | 2020A   | 2021E   | 2021E  | 2022E  |
| 货币资金      | 242   | 1145  | 1951  | 2331  | 2778  | 营业收入          | 555    | 1039    | 1450    | 2070   | 2999   |
| 应收和预付款项   | 287   | 381   | 41    | 57    | 80    | 营业成本          | 32     | 63      | 95      | 120    | 159    |
| 存货        | 49    | 50    | 33    | 42    | 56    | 营业税金及附加       | 3      | 7       | 8       | 12     | 18     |
| 其他流动资产    | 10    | 229   | 201   | 201   | 202   | 销售费用          | 217    | 371     | 508     | 725    | 1050   |
| 流动资产合计    | 577   | 1780  | 2227  | 2633  | 3117  | 管理费用          | 58     | 74      | 113     | 155    | 165    |
| 长期股权投资    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 财务费用          | 0      | -12     | -5      | -8     | -8     |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失        | 2      | 0       | 0       | 0      | 0      |
| 固定资产      | 78    | 74    | 193   | 497   | 1079  | 投资收益          | 0      | 2       | 0       | 30     | 50     |
| 在建工程      | 2     | 128   | 316   | 598   | 1021  | 公允价值变动        | 0      | 0       | 0       | 0      | 0      |
| 无形资产      | 9     | 22    | 19    | 16    | 13    | 营业利润          | 223    | 485     | 675     | 1015   | 1548   |
| 长期待摊费用    | 19    | 25    | 25    | 25    | 25    | 其他非经营损益       | 0      | -1      | 2       | 2      | 2      |
| 其他非流动资产   | 3     | 11    | 11    | 11    | 11    | 利润总额          | 223    | 484     | 677     | 1017   | 1550   |
| 资产总计      | 689   | 2148  | 2899  | 3888  | 5375  | 所得税           | 37     | 76      | 102     | 157    | 238    |
| 短期借款      | 10    | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润           | 187    | 408     | 576     | 860    | 1312   |
| 应付和预收款项   | 4     | 6     | 68    | 84    | 109   | 少数股东损益        | 0      | 0       | 0       | 0      | 0      |
| 长期借款      | 0     | 0     | 50    | 100   | 150   | 归母股东净利润       | 187    | 408     | 576     | 860    | 1312   |
| 其他长期负债    | 1     | 3     | 3     | 3     | 3     |               |        |         |         |        |        |
| 负债合计      | 114   | 173   | 349   | 479   | 654   |               |        |         |         |        |        |
| 股本        | 45    | 60    | 60    | 60    | 60    | 预测指标          |        |         |         |        |        |
| 资本公积      | 261   | 1238  | 1238  | 1238  | 1238  |               | 2019A  | 2020A   | 2021E   | 2021E  | 2022E  |
| 留存收益      | 242   | 647   | 1136  | 1867  | 2982  | 毛利率           | 94.17% | 93.95%  | 93.45%  | 94.20% | 94.70% |
| 归母公司股东权益  | 575   | 1974  | 2550  | 3410  | 4721  | 销售净利率         | 33.66% | 39.29%  | 39.69%  | 41.53% | 43.74% |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 销售收入增长率       | -0.86% | 87.26%  | 39.61%  | 42.76% | 44.88% |
| 股东权益合计    | 575   | 1974  | 2550  | 3410  | 4721  | EBIT 增长率      | 13.16% | 109.95% | 43.39%  | 45.99% | 52.54% |
| 负债和股东权益   | 689   | 2148  | 2899  | 3888  | 5375  | 净利润增长率        | 21.12% | 118.57% | 41.05%  | 49.36% | 52.60% |
|           |       |       |       |       |       | ROE           | 32.49% | 20.67%  | 22.57%  | 25.21% | 27.78% |
|           |       |       |       |       |       | ROA           | 27.09% | 19.00%  | 19.86%  | 22.11% | 24.41% |
|           |       |       |       |       |       | ROIC          | 54.07% | 60.53%  | 121.11% | 82.58% | 65.82% |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | EPS (X)       | 3.11   | 6.80    | 9.59    | 14.33  | 21.86  |
|           | 2019A | 2020A | 2021E | 2021E | 2022E | PE (X)        | 0.00   | 68.85   | 42.55   | 28.49  | 18.67  |
| 经营性现金流    | 183   | 370   | 1070  | 899   | 1370  | PB (X)        | 0.00   | 14.23   | 9.60    | 7.18   | 5.19   |
| 投资性现金流    | -24   | -441  | -314  | -566  | -970  | PS (X)        | 0.00   | 27.05   | 16.89   | 11.83  | 8.17   |
| 融资性现金流    | -10   | 976   | 49    | 48    | 46    | EV/EBITDA (X) | -1.00  | 56.16   | 33.22   | 22.49  | 14.51  |
| 现金增加额     | 149   | 904   | 806   | 380   | 447   |               |        |         |         |        |        |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 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                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@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。