

## Q1 业绩超预期，股权激励锁定高增长

### 投资要点

- 业绩总结:** 2020年实现营业收入10.4亿元,同比+87%,实现归母净利润4.1亿元,同比+118.6%,扣非后4亿元,同比+119.5%。2021Q1单季度实现收入2.4亿元,同比+51%,实现归母净利润1亿元,同比+55%,扣非后9900万元,同比+54%。一季度业绩超预期,人二倍体狂犬疫苗延续高景气。
- 人二倍体狂犬疫苗收获期,盈利质量快速提升。** 2020年公司净利率提升5.6pp至39.3%,主要是公司人二倍体狂犬疫苗产品品质优良,市场供不应求下销售费用率下滑3.4pp,产品2020年批签发市占率仅为4.7%,随着消费需求升级,替代率有望不断提升。公司不断巩固和提升先发优势,根据年报披露已覆盖全国疾控中心1667个,覆盖接种点3400个。21Q1产品价格同比约提升15%左右,同时销量略超市场预期。产能释放持续增长,狂犬二车间200万产能和募投600万产能预计分别在2021~2023年内持续释放,收入有望同步增长。
- 股权激励锁定高增长,员工利益绑定一致。** 公司同时发布限制性股权激励计划草案,授予价格为每股202.80元(折价50%),总量为不超过10万股,占总股本0.1667%,激励对象包括公司中层管理人员及核心骨干等73人。公司层面考核目标为2021~2023年净利润基于2020年增长率分别为40%、108%、218%,实现90%增速方可触发公司层面归属条件,即至少满足5.05、8.05、12.09亿元,完全触发值为5.71、8.49、12.98亿元。本次股权激励范围广泛,绑定公司员工利益一致,助力提升整体经营效益;考核目标锚定未来三年高增速发展,复合增速约为44%~47%,表明了公司对未来发展信心。
- 在研储备丰富,布局升级产品。** 2020年研发费用5825万元,同比提升156%,主要集中在细胞培养生物反应器和规模化培养平台上,在研品种中创新疫苗如六价诺如病毒疫苗、四价流脑结合疫苗、四价鼻喷流感疫苗等升级换代、国内空白品种预计将于未来1~2年内申报临床。随着公司不断丰富和开拓在研管线,预计未来研发投入将逐步提升,为公司中长期发展储备。
- 盈利预测与投资建议。** 人二倍体狂犬疫苗供不应求,公司产能预计在2021年开始逐步释放。我们预计2021-2023年归母净利润分别为5.9亿元、8.6亿元及13.1亿元,未来三年归母净利润CAGR为47%,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 人二倍体细胞狂犬疫苗新增产能节奏不及预期;公司存货不足以满足销售的季节性波动风险;产品结构单一的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1038.64	1343.21	2078.73	3056.82
增长率	87.26%	29.32%	54.76%	47.05%
归属母公司净利润(百万元)	408.05	585.51	858.61	1306.34
增长率	118.57%	43.49%	46.64%	52.14%
每股收益EPS(元)	6.80	9.76	14.31	21.77
净资产收益率ROE	20.67%	23.48%	26.54%	29.90%
PE	67	47	32	21
PB	13.83	10.95	8.44	6.25

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	0.60
流通A股(亿股)	0.15
52周内股价区间(元)	101.33-951.5
总市值(亿元)	272.99
总资产(亿元)	22.03
每股净资产(元)	34.62

### 相关研究

- 康华生物(300841): 人二倍体狂犬疫苗产能扩张可期, 在研品种逐步推进 (2020-11-10)

## 关键假设

1) 公司人二倍体细胞狂犬苗二车间 200 万产能和温江项目 600 万产能分别在 2021 年、2023 年内开始释放，2021~2023 年产品销量分别为 392、510、784 万支；

2) 人二倍体细胞狂犬苗供不应求，根据 21Q1 药智网中标价约为 310~320 元，保守假设 2021~2023 年产品单价分别为 310、320、320 元；

3) 公司参股企业一曜生物兽用狂犬疫苗 2021 年年内获批上市，次年开始放量，2021~2023 年产品销量分别为 40 万支、200 万支、250 万支。

**表 1：公司盈利预测拆分**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
收入（百万元）	1039	1343	2079	3057
增速	87%	29%	55%	47%
毛利率	94%	91%	85%	87%
<b>人二倍体狂犬疫苗</b>				
收入（百万元）	1000	1215	1631	2509
yoy	86%	22%	34%	54%
销量（万支）	357	392	510	784
单价（元）	280	310	320	320
毛利率	94%	94%	94%	95%
<b>ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗</b>				
收入（百万元）	39	48	48	48
yoy	130%	24%	0%	0%
毛利率	74%	74%	74%	74%
<b>兽用狂犬疫苗销售</b>				
收入（百万元）		80	400	500
yoy		0%	400%	25%
单价		200	200	200
销量（万支）		40	200	250
毛利率		50%	50%	50%

数据来源：Wind，西南证券；注：2020 年产品量价关系为估算值

我们选取智飞生物、康泰生物、万泰生物等 4 家可比公司，2022 年平均估值为 54 倍。在动物源细胞基质狂犬病疫苗过渡至人源细胞狂犬病疫苗的发展趋势下，公司产能预计在 2021 年开始逐步释放。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.9 亿元、8.6 亿元及 13.1 亿元，未来三年归母净利润 CAGR 为 47%，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值表**

证券代码	证券名称	股价	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300122.SZ	智飞生物	196.45	3143	4710	6135	7814	67	51	40
300601.SZ	康泰生物	136.59	938	1319	2102	-	71	45	-
300142.SZ	沃森生物	54.88	858	1488	2031	2651	58	42	32
603392.SH	万泰生物	311.58	1351	1193	1736	2132	113	78	63
平均值							77	54	45
300841.SZ	康华生物	454.98	273	586	859	1306	47	32	21

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1038.64	1343.21	2078.73	3056.82	净利润	408.05	585.51	858.61	1306.34
营业成本	62.84	121.00	302.80	398.97	折旧与摊销	13.98	7.93	7.93	7.93
营业税金及附加	6.70	7.78	12.28	18.22	财务费用	-12.15	-4.71	-6.67	-9.43
销售费用	371.04	376.10	561.26	794.77	资产减值损失	0.03	200.00	150.00	100.00
管理费用	73.94	82.18	123.03	174.80	经营营运资本变动	-57.28	-101.37	-49.06	-248.30
财务费用	-12.15	-4.71	-6.67	-9.43	其他	16.93	-202.00	-158.00	-113.50
资产减值损失	0.03	200.00	150.00	100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>369.56</b>	<b>485.36</b>	<b>802.81</b>	<b>1043.03</b>
投资收益	2.22	2.00	10.00	12.50	资本支出	-148.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-293.10	2.00	10.00	12.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-441.40</b>	<b>2.00</b>	<b>10.00</b>	<b>12.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>485.06</b>	<b>468.83</b>	<b>790.13</b>	<b>1316.87</b>	短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.12	220.00	220.00	220.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>483.94</b>	<b>688.83</b>	<b>1010.13</b>	<b>1536.87</b>	股权融资	991.74	15.00	0.00	0.00
所得税	75.89	103.33	151.52	230.53	支付股利	0.00	-81.61	-117.10	-171.72
净利润	408.05	585.51	858.61	1306.34	其他	-5.98	4.71	6.67	9.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>975.75</b>	<b>-61.90</b>	<b>-110.43</b>	<b>-162.29</b>
归属母公司股东净利润	408.05	585.51	858.61	1306.34	<b>现金流量净额</b>	<b>903.86</b>	<b>425.46</b>	<b>702.38</b>	<b>893.24</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1145.49	1570.95	2273.33	3166.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	384.10	603.59	967.70	1379.01	销售收入增长率	87.26%	29.32%	54.76%	47.05%
存货	49.92	96.11	238.51	315.90	营业利润增长率	117.12%	-3.35%	68.53%	66.66%
其他流动资产	200.00	205.86	220.03	238.86	净利润增长率	118.57%	43.49%	46.64%	52.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	108.76%	-3.05%	67.65%	66.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	202.13	198.78	195.43	192.08	毛利率	93.95%	90.99%	85.43%	86.95%
无形资产和开发支出	21.75	19.69	17.62	15.55	三费率	41.67%	33.77%	32.60%	31.41%
其他非流动资产	144.28	141.77	139.26	136.75	净利率	39.29%	43.59%	41.30%	42.74%
<b>资产总计</b>	<b>2147.68</b>	<b>2836.75</b>	<b>4051.88</b>	<b>5444.73</b>	ROE	20.67%	23.48%	26.54%	29.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.00%	20.64%	21.19%	23.99%
应付和预收款项	42.55	94.47	198.43	261.11	ROIC	77.56%	56.61%	81.45%	106.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.88%	35.14%	38.07%	43.03%
其他负债	130.70	248.94	618.60	814.15	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>173.24</b>	<b>343.42</b>	<b>817.03</b>	<b>1075.27</b>	总资产周转率	0.73	0.54	0.60	0.64
股本	60.00	75.00	75.00	75.00	固定资产周转率	13.66	18.46	29.95	46.28
资本公积	1237.59	1237.59	1237.59	1237.59	应收账款周转率	3.30	2.97	3.00	3.00
留存收益	676.85	1180.75	1922.26	3056.87	存货周转率	1.28	1.66	1.80	1.43
归属母公司股东权益	1974.43	2493.33	3234.85	4369.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.68%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1974.43</b>	<b>2493.33</b>	<b>3234.85</b>	<b>4369.46</b>	资产负债率	8.07%	12.11%	20.16%	19.75%
负债和股东权益合计	2147.68	2836.75	4051.88	5444.73	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.45	7.27	4.54	4.76
					速动比率	10.15	6.99	4.25	4.46
					股利支付率	0.00%	13.94%	13.64%	13.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	6.80	9.76	14.31	21.77
					每股净资产	32.91	41.56	53.91	72.82
					每股经营现金	6.16	8.09	13.38	17.38
					每股股利	0.00	1.36	1.95	2.86
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	486.89	472.05	791.39	1315.36					
PE	66.90	46.62	31.79	20.90					
PB	13.83	10.95	8.44	6.25					
PS	26.28	20.32	13.13	8.93					
EV/EBITDA	53.10	68.33	39.87	23.31					
股息率	0.00%	0.30%	0.43%	0.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn