

## 公司研究

## 人二倍体狂苗持续高速增长，激励计划彰显信心

——康华生物（300841.SZ）2020年报及2021年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：454.98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

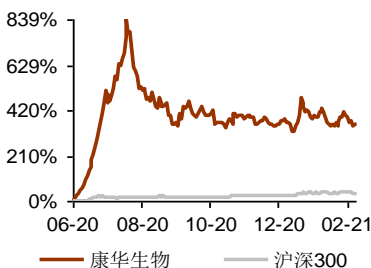
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	0.60
总市值(亿元):	272.99
一年最低/最高(元):	84.44/996.00
近3月换手率:	52.99%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.54	-3.56	316.21
绝对	18.36	-12.02	349.01

资料来源：Wind

## 相关研报

人二倍体狂苗高速增长，宠物疫苗市场或大有可为——康华生物（300841.SZ）2020年业绩预告点评（2021-01-20）

## 要点

## 事件：

- 1) 公司发布2020年报，实现营业收入10.39亿元，同比+87.26%；归母净利润4.08亿元，同比+118.57%；扣非归母净利润4.03亿元，同比+119.45%；经营性净现金流3.70亿元，同比+102.25%；EPS 7.77元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布2021年一季报，实现营业收入2.37亿元，同比+50.96%；归母净利润1.00亿元，同比+54.91%；扣非归母净利润0.99亿元，同比+53.62%；经营性净现金流-0.64亿元，同比-1724.10%；EPS 1.68元。业绩符合市场预期。

## 点评：

**人二倍体狂苗和四价流脑疫苗大幅增长，技改扩产解决产能瓶颈：**2020Q1~Q4单季度营业收入分别为1.57/2.98/3.70/2.14亿元，同比+20.38%/+112.22%/+1479.79%/-17.96%；归母净利润0.65/1.18/1.61/0.64亿元，同比+82.59%/+139.27%/+4256.49%/-34.45%。2020年公司的冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）批签发量为370.36万支，同比+55.77%，在人用狂犬病疫苗批签发总量大幅增长的背景下，公司产品占比呈上升趋势，2020年占比达到4.71%；ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗批签发量为167.40万支，较上年增长1179.46%。公司病毒性疫苗二车间已取得《药品补充申请批件》，公司正推进病毒性疫苗二车间的符合性检查与《药品生产许可证》变更事宜，上述事项完成后，病毒性疫苗二车间可投产，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。

**研发投入力度持续加大，科技创新驱动长期增长：**2020年研发投入5825.39万元，较上年增长155.66%，占营业收入的比例上升至5.61%，全部费用化。公司坚持自主研发与合作研发相结合，公司部分在研产品研发初期与中国科学院、香港大学、四川大学、天津医科大学、药明生物、和元生物等有较强研发实力或体系化开发能力的机构、企业合作。目前有10个研发项目正处在临床前开发阶段，预计2021-2022年将有多个项目进入或申报临床试验。2020年公司收购广西一曜生物10%的股权，获得宠物狂苗的代理权；参与了mRNA技术明星企业艾博生物的A轮融资，增资后持股比例为2.34%，有利于未来对mRNA疫苗的布局。

**一季度疫苗继续强劲增长，支付结算款影响当期现金流：**2021Q1，公司的人二倍体狂苗和四价流脑疫苗销量继续增加，拉动营业收入强劲增长。人二倍体狂苗一季度批签发42.95万支，达到2020全年的11.60%；四价流脑疫苗一季度无批签发。经营活动现金流出1.87亿元，同比+65.77%，影响当期现金流，主要是支付结算款项所致，随着疫苗产品逐步回款，预计后续现金流将得到改善。随着公司人二倍体狂苗产能的进一步释放，以及市场需求、公众认可度提升等因素影响，我们看好公司全年业绩持续高速增长。

**股权激励彰显信心，看好公司业绩稳健增长：**公司发布《2021年限制性股票激励计划（草案）》，拟向中层管理人员及核心骨干（73人）授予不超过10万股限制性股票，占股本总额的0.1667%，授予价格为每股202.80元，公司层面考核2021-2023三个会计年度，以2020年净利润为基数，增长率目标值分别为40%/108%/218%，即分别达到5.71/8.49/12.98亿元。本次激励计划彰显了公司管理团队的信心，将中层管理人员及核心骨干的利益有效结合，利好公司长远发展。

**盈利预测、估值与评级:**考虑到病毒性疫苗二车间的投产进度慢于我们此前预期,下调 2021 年归母净利润预测为 6.22 亿元,但考虑到人二倍体狂犬和宠物狂犬的长期市场刚需旺盛,上调 2022 年归母净利润预测为 8.99 亿元(原预测为 6.90/8.50 亿元,分别下调 10%/上调 6%),新增预测 2023 年归母净利润为 13.16 亿元,按当前股本测算 EPS 分别为 10.36/14.99/21.93 元,同比增长 52.35%/44.67%/46.32%,现价对应 PE 分别为 44/30/21 倍,维持“买入”评级。

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

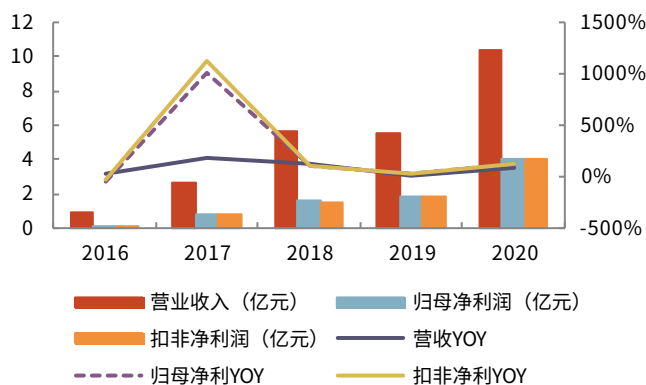
表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	555	1,039	1,524	2,138	2,988
营业收入增长率	-0.86%	87.26%	46.72%	40.27%	39.80%
净利润 (百万元)	187	408	622	899	1,316
净利润增长率	21.12%	118.57%	52.35%	44.67%	46.32%
EPS (元)	4.15	6.80	10.36	14.99	21.93
ROE (归属母公司) (摊薄)	32.49%	20.67%	24.81%	26.77%	28.55%
P/E	110	67	44	30	21
P/B	35.6	13.8	10.9	8.1	5.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-21 (注: 2019 年末总股本为 0.45 亿股, 2020 年因 IPO 致总股本增加至 0.6 亿股)

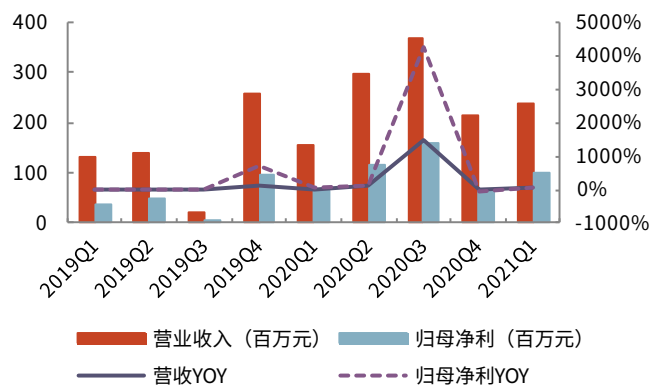
## 1、 附录

图 1: 公司 2016-2020 年收入利润情况



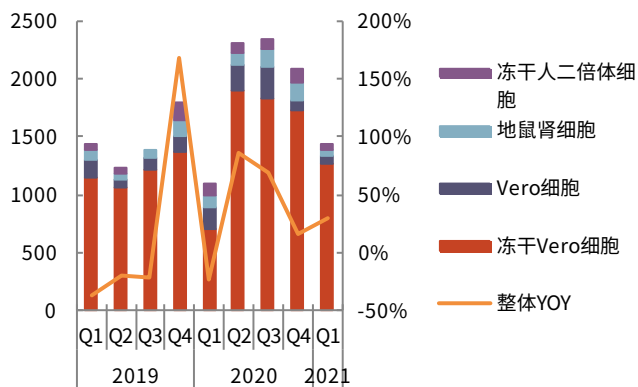
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 2: 公司 2019-2021Q1 单季度收入利润情况



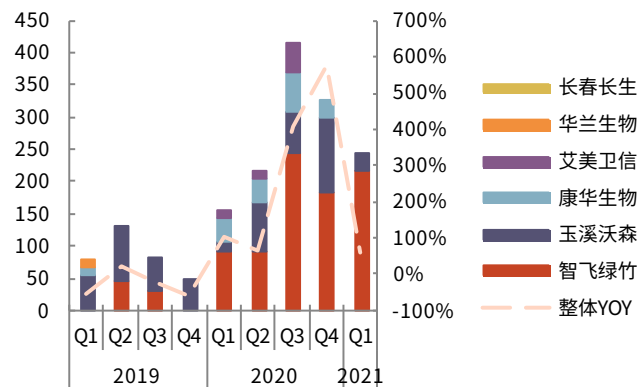
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 3: 人用狂犬病疫苗 2019-2021Q1 批签发量 (万支)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 4: 四价流脑疫苗 2019-2021Q1 批签发量 (万支)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

表 1: 公司在研项目进展 (截至 2020 年报期)

序号	产品名称	2020 年进度及变化	预计进度 (2021-2022 年)	
1	六价诺如病毒疫苗	生产工艺开发	完成临床前研究	申报临床试验
2	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	生产工艺开发	完成生产工艺开发和质量标准建立	申报临床试验
3	四价鼻喷流感疫苗	生产工艺开发	完成生产工艺开发和质量标准建立	申报临床试验
4	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)	生产工艺研究	完成临床前研究, 申报临床试验	临床试验
5	轮状病毒基因工程疫苗	生产工艺开发	完成小试工艺开发与小动物免疫学研究	完成生产工艺开发和质量标准建立
6	吸附破伤风疫苗	生产工艺开发	完成生产工艺开发	申报临床试验
7	白喉基因工程疫苗	生产工艺研究	完成小试工艺开发与小动物免疫学研究	完成生产工艺开发和质量标准建立
8	带状疱疹疫苗 (CHO 细胞)	细胞构建	完成细胞构建及免疫学评价	临床前研究
9	肺炎球菌结合疫苗的研发	生产用种子库的制备	完成生产用种子库建立	生产工艺开发
10	人二倍体细胞建株及应用	基础建库	完成细胞建库及细胞库检验	产品适用性研究

资料来源: 公司年报、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	555	1,039	1,524	2,138	2,988
营业成本	32	63	126	191	265
折旧和摊销	9	12	14	19	24
税金及附加	3	7	8	12	17
销售费用	217	371	493	615	841
管理费用	58	74	78	82	87
研发费用	23	58	110	212	275
财务费用	0	-12	-22	-31	-43
投资收益	0	2	1	1	1
营业利润	223	485	737	1,066	1,560
利润总额	223	484	737	1,067	1,561
所得税	37	76	116	167	245
净利润	187	408	622	899	1,316
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	187	408	622	899	1,316
EPS (元)	4.15	6.80	10.36	14.99	21.93

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	183	370	462	807	1,218
净利润	187	408	622	899	1,316
折旧摊销	9	12	14	19	24
净营运资金增加	29	172	272	233	290
其他	-42	-223	-445	-344	-412
投资活动产生现金流	-24	-441	4	76	-105
净资本支出	-24	-136	-104	-105	-106
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-306	109	181	1
融资活动现金流	-10	976	-68	-15	-23
股本变化	0	15	0	0	0
债务净变化	-9	-10	0	0	0
无息负债变化	5	69	-20	25	32
净现金流	149	904	399	868	1,090

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	94.2%	93.9%	91.7%	91.1%	91.1%
EBITDA 率	42.8%	46.7%	47.8%	49.3%	51.5%
EBIT 率	41.0%	45.3%	46.9%	48.4%	50.7%
税前净利润率	40.3%	46.6%	48.4%	49.9%	52.2%
归母净利润率	33.7%	39.3%	40.8%	42.1%	44.0%
ROA	27.1%	19.0%	23.4%	25.4%	27.3%
ROE (摊薄)	32.5%	20.7%	24.8%	26.8%	28.5%
经营性 ROIC	39.4%	49.4%	51.7%	58.7%	68.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	17%	8%	6%	5%	4%
流动比率	5.11	10.45	15.40	17.77	20.85
速动比率	4.68	10.15	14.87	17.21	20.33
归母权益/有息债务	57.47	-	-	-	-
有形资产/有息债务	66.05	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	689	2,148	2,659	3,537	4,819
货币资金	242	1,145	1,544	2,412	3,502
交易性金融资产	0	180	180	0	0
应收帐款	276	353	414	465	520
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	3	4	5	7
存货	49	50	80	97	108
其他流动资产	-	20	40	65	101
流动资产合计	577	1,780	2,308	3,100	4,300
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	78	74	132	189	246
在建工程	2	128	148	164	175
无形资产	9	22	25	28	31
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	11	11	11	11
非流动资产合计	112	368	351	437	519
总负债	114	173	153	177	209
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	4	6	12	18	25
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	113	170	150	174	206
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	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1	3	3	3	3
股东权益	575	1,974	2,506	3,360	4,610
股本	45	60	60	60	60
公积金	288	1,268	1,268	1,268	1,268
未分配利润	242	647	1,178	2,032	3,282
归属母公司权益	575	1,974	2,506	3,360	4,610
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	39.13%	35.72%	32.38%	28.77%	28.13%
管理费用率	10.40%	7.12%	5.11%	3.85%	2.91%
财务费用率	-0.03%	-1.17%	-1.46%	-1.43%	-1.45%
研发费用率	4.11%	5.61%	7.23%	9.91%	9.21%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	1.50	0.76	1.10	1.61
每股经营现金流	4.06	6.16	7.70	13.45	20.30
每股净资产	12.77	32.91	41.77	56.00	76.83
每股销售收入	12.33	17.31	25.40	35.63	49.80

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	110	67	44	30	21
PB	35.6	13.8	10.9	8.1	5.9
EV/EBITDA	86.1	54.3	35.6	24.1	15.9
股息率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%

## 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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE