

2021年06月01日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

388

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2021/5/31)	321.47
深证成指(2021/5/31)	14996.38
股价 12 个月高/低	661.9/56.12
总发行股数(百万)	90.00
A 股数(百万)	22.50
A 市值(亿元)	72.33
主要股东	平潭盈科盛道创业投资合伙企业(有限合伙)(20.60%)
每股净值(元)	22.08
股价/账面净值	14.56
股价涨跌(%)	一个月 7.5 三个月 9.6 一年

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

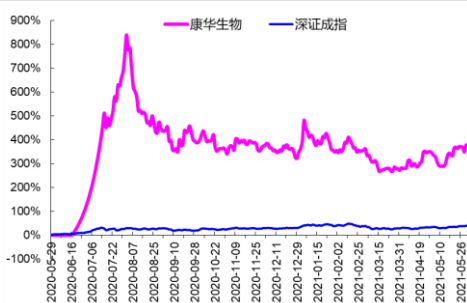
产品组合

狂犬疫苗	96%
脑膜炎疫苗	4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	15.0%
一般法人	1.3%

股价相对大盘走势



康华生物(300841.SZ)

BUY 买进

狂犬疫苗高端品种，供需关系较好，产能提升推动增长

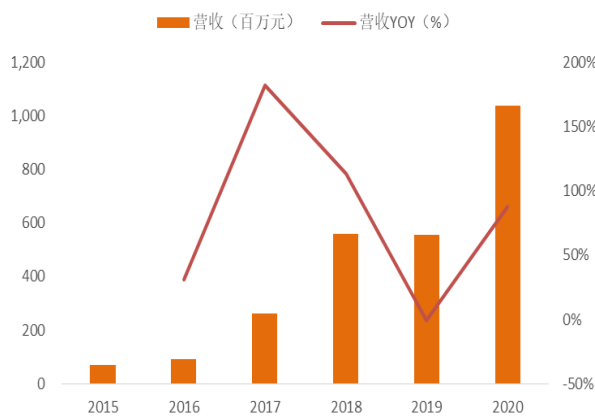
结论与建议：

- 公司简介：** 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，人二倍体狂犬疫苗销售占公司总营收的 96%。公司营收及净利保持快速增长，2017-2020 年营收年复合增速为 58%，净利年复合增速为 76%，其中 2020 年营收 10.4 亿元，YOY+87.3%，录得净利润 4.1 亿元，YOY+118.6%，毛利率为 93.9%，净利率为 39.3%。2021Q1 实现营收 2.4 亿元，YOY+51.0%，录得净利 1.0 亿元，YOY+54.9%，毛利率为 93.3%，净利率为 42.4%。
- 人二倍体狂犬疫苗优势显著，升级替代实现市占率的提升：** (1) 狂犬病是致死性的人兽共患病，狂犬病疫苗是唯一用来控制和预防狂犬病的制剂，属于刚需疫苗，需求量较大，国内每年批签发量一般维持在 6000-8000 万支（对应 1200-1600 万人份）。(2) 目前价格较低的 Vero 细胞狂犬疫苗占据 90% 以上的市场份额，但随着人民安全意识提升以及对疫苗质量的要求提升，公司生产的人二倍体狂犬疫苗凭借无潜在致癌风险、免疫原性好、免疫持续时间长等优势获得市场认可，需求端较为旺盛，尤其是孕妇、儿童等需求较为明确。(3) 公司人二倍体狂犬疫苗产品 2016-2020 年市占率分别为 0.5%、1.28%、3.34%、4.04%、4.71%，不断提升。
- 供给端格局较好，产能提升推动增长：** (1) 从供给端来看，尚无同类产品在售，潜在竞争者中仅有北京民海生物研发进度最快，已进入注册阶段，有望在 1-2 年内上市，其余竞争者产品尚在临床阶段，以目前需求端来看，冲击较小。(2) 公司目前产能 300 万支/年，通过技改将提升至 500 万支/年，目前二车间已完成《药品生产许可证》变更，后续产量将会不断提升。此外，公司 IPO 募投项目计划新增人二倍体狂犬疫苗产能 600 万支/年，目前已进入基础建设阶段，预计 2023 年实施完成，届时公司产能将提升至 1100 万支/年，将大幅推动公司业绩增长。
- 股票激励计划指引高增长：** 公司 2021 年 4 月发布股票激励计划草案，授予价格为 202.8 元/股，激励 73 名公司中层管理人员及核心骨干，考核要求为以 2020 年净利润为基数，2021、2022、2023 年净利润分别增长 40%、108%、218%，即 3 年平均复合增速约为 47%，我们认为高标准的考核目标即表明了公司对未来增长的信心也可为未来业绩的增长保驾护航。

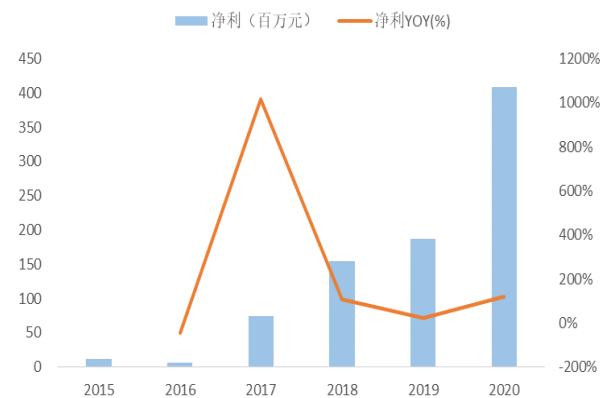
年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	154	187	408	586	859
同比增减	%	107.02	21.12	118.57	43.57	46.60
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.46	4.15	7.77	6.51	9.54
同比增减	%	#VALUE!	19.94	87.23	-16.23	46.60
市盈率(P/E)	X	92.91	77.46	41.37	49.39	33.69
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	1.50	1.30	2.86
股息率 (Yield)	%	0.00	0.00	0.47	0.40	0.89

- 参股布局动物用狂犬疫苗市场，疫苗在研产品丰富：**（1）公司参股广西一曜生物科技有限公司 10% 股权，获得其动物用狂犬病疫苗“狂犬病灭活疫苗（PV/BHK-21 株）”产品满足上市销售条件后的独家代理销售权，将可完善公司在狂犬病防治领域的战略布局，提高公司竞争力。（2）公司以疫苗研发平台建设为核心，布局了重组蛋白 VLP 疫苗平台、多糖蛋白结合疫苗平台、减毒活疫苗平台、灭活疫苗平台、新型疫苗佐剂平台等，在研项目包括六价诺如病毒疫苗、四价鼻喷流感疫苗、轮状病毒基因工程疫苗、白喉基因工程疫苗等。在研产品丰富，将为未来增长提供动力。
- 盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2021/2022 年分别录得净利润 5.9 亿元、8.6 亿元，YOY+43.6%、+46.6%，EPS 分别为 6.5 元和 9.5 元，对应 PE 分别为 49X、34X，估值合理，业绩快速增长，我们给与“买进”评级。
- 风险提示：**产能提升不及预期，产品降价，疫苗安全事故

图：营收及增速（百万元、%）

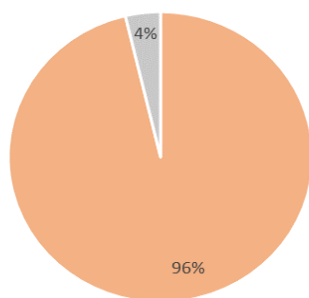


图：净利及增速（百万元、%）



数据源：公司招股书及年报、群益金鼎证券整理

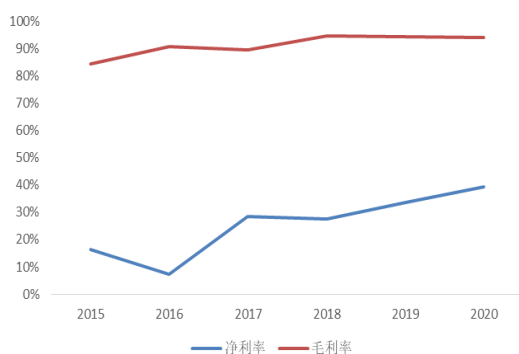
图：收入构成（%）



■ 狂犬疫苗 ■ 脑膜炎疫苗

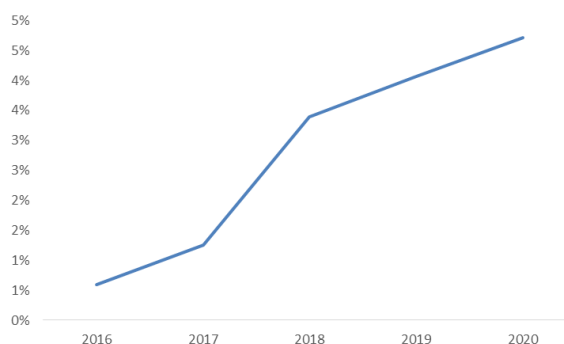
数据源：公司年报、群益金鼎证券整理

图：毛利率及净利率（%、%）



数据源：公司招股书及年报、群益金鼎证券整理

图：人二倍体狂犬疫苗批签发市占率（%）



【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	559	555	1039	1343	2080
经营成本	31	32	63	78	125
营业税金及附加	3	3	7	8	14
销售费用	249	217	371	430	666
管理费用	62	58	74	86	133
财务费用	0	0	-12	-26	-3
资产减值损失				0	17
投资收益			2	1	0
营业利润	190	223	485	689	1010
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	0	0
利润总额	189	223	484	689	1010
所得税	35	37	76	103	152
少数股东损益				0	0
归母净利润	154	187	408	586	859

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	92	242	1145	1317	1515
应收账款	251	276	353	458	550
存货	39	49	50	52	53
流动资产合计	392	577	1780	2100	2436
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	53	78	74	112	156
在建工程	28	2	128	192	230
非流动资产合计	94	112	368	423	487
资产总计	486	689	2148	2523	2923
流动负债合计	117	113	170	204	245
非流动负债合计	2	1	3	3	3
负债合计	118	114	173	207	248
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	368	575	1974	2316	2674
负债及股东权益合计	486	689	2148	2523	2923

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动所得现金净额	57	183	370	665	931
投资活动所用现金净额	-35	-24	-441	10	10
融资活动所得现金净额	7	-10	976	-100	-100
现金及现金等价物净增加额	30	149	904	575	841

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是, 个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。