

## 产能扩建落地, 助力业绩加速增长

### 投资要点

- **事件:** 2021年5月31日公司发布公告, 称获得了四川省药监局颁布的《药品GMP现场检查结果通知书》和变更后的《药品生产许可证》, 病毒性疫苗二车间通过GMP符合性检查并完成许可证变更。
- **人二倍体狂犬疫苗二车间产能落地, 设计产能扩充至500万支。**随着本次车间获批, 2021年设计产能从300万支增加到500万支; 除公司在温江疫苗生产基地一期研发中心建设项目主体已经完工, 目前处于机电安装阶段, 预计在2023年建设完成, 届时公司将新增年产能600万支。2021年4月公司发布了限制性股权激励计划, 激励对象包括公司中层管理人员及核心骨干73人, 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。
- **狂苗供不应求下, 第三代产品有望不断提升市场份额。**我国目前狂苗接种量在1500万~1600万左右, 随着我国养宠率的不断提升, 预计最终我国每年约有3000万人有接种需求, 市场天花板较大。目前国内狂苗产能95%为传统产品, 人二倍体狂苗有望凭借安全性好、免疫原性高的优势逐步打开市场空间, 目前市占率仅约为5%, 假设提升至30% (900万人份), 对应二倍体产品市场规模为135亿元, 公司增长潜力巨大。公司拥有国内首家人二倍体狂苗, 随着产能扩建、销售渠道进一步铺开有望持续强化市场优势。
- **拓宽在研产品管线, 丰富长期发展基础。**2020年公司研发费用5825万元, 同比增长156%, 主要集中在细胞培养生物反应器和规模化培养平台上, 在研管线中的六价诺如病毒疫苗、四价流脑结合疫苗、四价鼻喷流感疫苗等产品有望贡献未来新的业绩增量。研发布局上, 公司在研发初期与中国科学院、药明生物等研发实力强劲的机构展开合作, 有望加快产品研发进度、增强研发实力; 并于2020年参与mRNA企业艾博生物A轮融资, 持股比例约为2.34%。
- **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:** 人二倍体细胞狂犬病疫苗销售不及预期; 公司存货不足以满足销售季节性波动风险; 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	585.52	858.64	1306.38
增长率	118.57%	43.49%	46.65%	52.15%
每股收益EPS(元)	4.53	6.51	9.54	14.52
净资产收益率ROE	20.67%	23.48%	26.54%	29.90%
PE	68	47	32	21
PB	13.95	11.05	8.52	6.30

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: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.90
流通A股(亿股)	0.23
52周内股价区间(元)	101.33-951.5
总市值(亿元)	294.30
总资产(亿元)	22.03
每股净资产(元)	34.62

### 相关研究

1. 康华生物(300841): Q1业绩超预期, 股权激励锁定高增长 (2021-04-21)
2. 康华生物(300841): 人二倍体狂苗产能扩张可期, 在研品种逐步推进 (2020-11-10)

**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	585.52	858.64	1306.38
营业成本	62.84	121.00	302.80	398.97	折旧与摊销	13.98	13.64	13.64	13.64
营业税金及附加	6.70	7.78	12.28	18.22	财务费用	-12.15	-4.72	-6.70	-9.48
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	-4.72	-6.70	-9.48	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>491.07</b>	<b>808.52</b>	<b>1048.74</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>468.84</b>	<b>790.16</b>	<b>1316.92</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>688.84</b>	<b>1010.16</b>	<b>1536.92</b>	股权融资	991.74	15.00	0.00	0.00
所得税	75.89	103.33	151.52	230.54	支付股利	0.00	-81.61	-117.10	-171.73
净利润	408.05	585.52	858.64	1306.38	其他	-5.98	4.72	6.70	9.48
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>-61.89</b>	<b>-110.40</b>	<b>-162.25</b>
归属母公司股东净利润	408.05	585.52	858.64	1306.38	<b>现金流量净额</b>	<b>903.86</b>	<b>431.18</b>	<b>708.12</b>	<b>898.99</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	1576.67	2284.79	3183.78	<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%	-3.34%	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%	46.65%	52.15%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	108.76%	-1.87%	66.84%	65.74%
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	194.99	187.86	180.72	毛利率	93.95%	90.99%	85.43%	86.95%
无形资产和开发支出	21.75	17.76	13.77	9.78	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%	41.31%	42.74%
<b>资产总计</b>	<b>2147.68</b>	<b>2836.76</b>	<b>4051.91</b>	<b>5444.80</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%	56.85%	82.31%	107.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.88%	35.57%	38.35%	43.22%
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	90.00	90.00	90.00	固定资产周转率	13.66	18.96	32.62	54.02
资本公积	1237.59	1222.59	1222.59	1222.59	应收账款周转率	3.30	2.97	3.00	3.00
留存收益	676.85	1180.75	1922.29	3056.94	存货周转率	1.28	1.66	1.80	1.43
归属母公司股东权益	1974.43	2493.34	3234.88	4369.53	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>2493.34</b>	<b>3234.88</b>	<b>4369.53</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	2836.76	4051.91	5444.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.45	7.29	4.56	4.77
					速动比率	10.15	7.01	4.27	4.48
					股利支付率	0.00%	13.94%	13.64%	13.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	4.53	6.51	9.54	14.52
					每股净资产	21.94	27.70	35.94	48.55
					每股经营现金	4.11	5.46	8.98	11.65
					每股股利	0.00	0.91	1.30	1.91
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	486.89	477.77	797.10	1321.08					
PE	67.51	47.05	32.08	21.09					
PB	13.95	11.05	8.52	6.30					
PS	26.52	20.51	13.25	9.01					
EV/EBITDA	34.75	53.73	31.32	18.22					
股息率	0.00%	0.30%	0.43%	0.62%					

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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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