

# 康希诺（688185）：2021H1新冠疫苗推动扭亏，MCV4上市在即

2021年09月02日

推荐/维持

康希诺 公司报告

**事件：**公司公布2021年中报，报告期内实现营业总收入20.61亿元，同比增长51057.67%；归属于上市公司股东的净利润9.37亿元，同比扭亏为盈；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8.99亿元，同比扭亏为盈。

**2021H1业绩符合预期，新冠疫苗大幅贡献业绩推动扭亏。**2021H1公司新冠疫苗成功实现商业化，报告期内公司实现营业收入约20.61亿元，同比+51058%，实现归母净利润9.37亿元，同比扭亏。1) 2021H1公司于中国大陆地区收入约9.8亿人民币，海外地区收入约为10.8亿人民币，根据国内外采购单价，测算大陆地区确认收入约1200万剂，海外确认收入约850-1650万剂。2) 公司天津2-3亿年产能车间已于3月投产，上海2-3亿年产能车间已于6月投产，另有CMO1亿产能，结合产能爬坡时间，判断2021年底前年产能有望超5亿剂。

**新冠疫苗加强接种及吸入剂型可期。**1) 公司有望成为加强针市场重要参与者：当前我国全人口疫苗接种率已超70%，免后中和抗体水平跟踪以及真实世界保护率数据表明，加强接种需求存在。临床研究表明，双针灭活疫苗接种后加强接种公司Ad5载体疫苗，可获得更优免疫应答水平（相较灭活苗加强）；此外Ad5载体疫苗双针接种，亦大幅提升中和抗体水平；2) 公司吸入剂型Ad5载体疫苗当前处于临床II期阶段，有望9月获得II期数据，早期小规模临床研究表明安全性和免疫原性数据积极。吸入剂型有望，①产生体液免疫、细胞免疫、黏膜免疫三重保护；②提升接种依从性；③使用20%-40%肌注剂量，大幅提升总产能。吸入剂型的研发和商业化推进有望进一步提升公司产品市场竞争力。

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2.28	24.89	7,412.50	12,944.00	6,530.00
增长率(%)	-18.80%	990.06%	29680.54%	74.62%	-49.55%
归母净利润(百万元)	(156.78)	(396.64)	3,456.59	6,296.66	2,953.41
增长率(%)	13.39%	152.99%	-	82.16%	-53.10%
净资产收益率(%)	-10.66%	-6.53%	23.63%	30.24%	12.47%
每股收益(元)	(0.76)	(1.72)	13.97	25.45	11.94
PE	(514.46)	(227.32)	27.99	15.37	32.76
PB	59.20	15.94	6.61	4.65	4.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司专注于创新性疫苗领域，已建立4大疫苗研发技术平台，并在此基础上开展聚焦于3大核心领域的16项疫苗研究。在研产品均定位为更新换代疫苗产品、进口替代疫苗产品或全创新疫苗产品。当前3项已获得批准，1项已经提交NDA申请，6项处于临床研究阶段。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间(元)	777.8-259.0
总市值(亿元)	968
流通市值(亿元)	261
总股本/流通A股(万股)	24,745/6,682
流通B股/H股(万股)	/13,267
52周日均换手率	7.05

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

## 分析师：王敏杰

010-66554041

wangmj\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070006

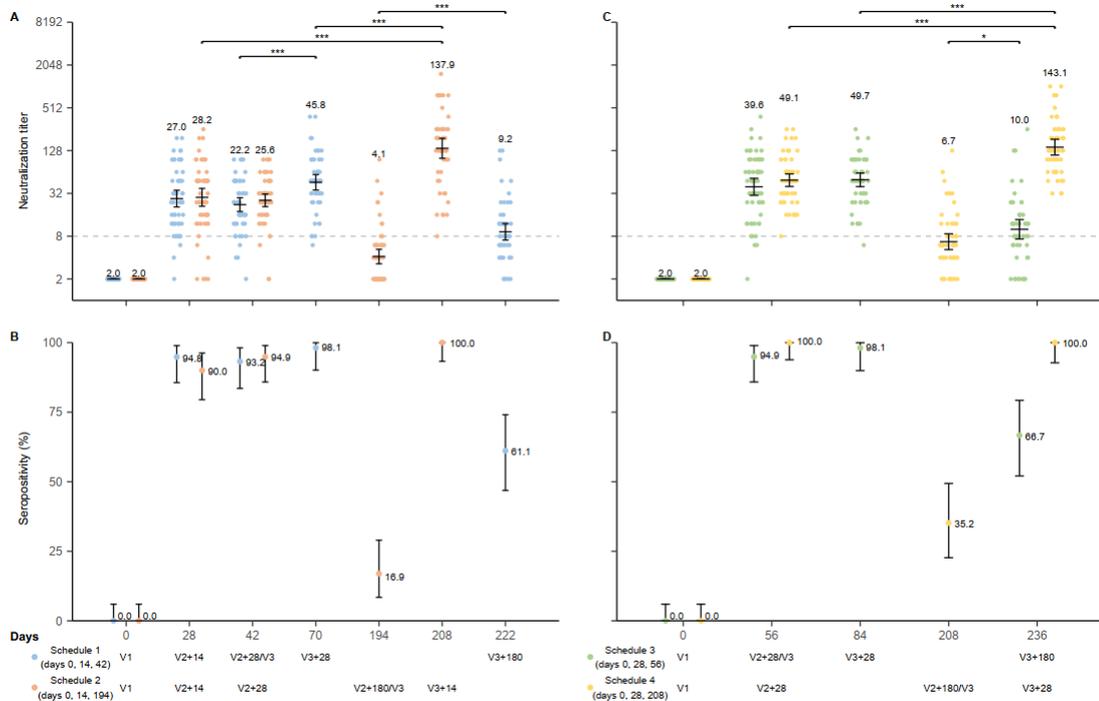
**MCV2 已获批, MCV4 有望年内获批。**2021-2022 年公司 MCV 系列产品将陆续实现上市销售。其中 MCV4 为国内首家申报, 判断 2-3 年内国内无同品种竞品上市; MCV2 当前已有 5 家产品获批, 后续存在纳入计免预期, 销售主力品种为 MCV4。假设新生儿人口约 1000 万/年, MCV4 单价参考香港、美国同品种价格 50%-60%, 假设为 450 元/剂, 取 3 针免疫程序, 若公司产品 22-23 年分别实现 6%/10% 新生儿渗透率, 营收贡献有望达 8.1/13.5 亿元。

**股权激励方案发布, 研发进度目标超预期。**公司发布限制性股票激励计划, 拟向激励对象授予 1100250 股限制性股票, 占公司总股本约 0.44%, 首次授予部分占 80%, 授予对象为公司 391 名员工, 授予价格 209.71 元/股。业绩考核目标分 A/B/C 三档, 21 年考核内容分别为: 21 年营收不低于 70/65/60 亿元, 21 年末前上市产品 3/3/2 个, 21 年临床推进 3/3/3 个; 22 年考核内容分别为: 21-22 累计营收不低于 200/185/170 亿, 22 年末前上市产品 4/3/3 个; 22 年新申报 IND 2/2/1 个。**A 档考核目标分解:** 1) 营收: 判断 21 年新冠营收有望达 70 亿元, 22 年新冠营收有望达 120-130 亿元; 2) 上市: 判断上市产品依次为肌注新冠、MCV2、MCV4, 吸入新冠或有望于 2022 正式获批上市; 3) 研发推进: 吸入新冠、PCV13 已于年内获临床推进, PBPV、婴幼儿百白破、加强百白破等有望后续获推进入下一临床阶段; 4) IND 申请: 带状疱疹疫苗、结核疫苗等潜力品种有望优先获临床推进。

**盈利预测及投资建议:** 公司成立以来专注于创新型疫苗产品研发, 为国内疫苗企业研发和国际化能力领先企业。报告期实现首次扭亏, 伴随 MCV2/4 等产品上市, 以及肺炎/百白破等产品研发/商业化的持续推进, 后续业绩可期。我们预计公司 2021 年至 2023 年实现营业收入分别为 74.13 亿元 129.44 亿、65.30 亿元; 归母净利润分别为 34.57 亿元、62.97 亿元和 29.53 亿元; EPS 分别为 13.97 元、25.45 元和 11.94 元, 对应 PE 分别为 27.99X、15.37X 和 32.76X, 维持“推荐”评级。

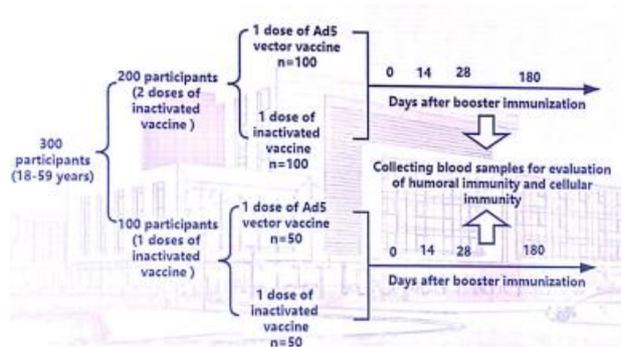
**风险提示:** 新品研发风险, 产品销售不达预期风险。

图1: 灭活新冠疫苗双针免后 6M 中和抗体 GMT 和转阳率跟踪



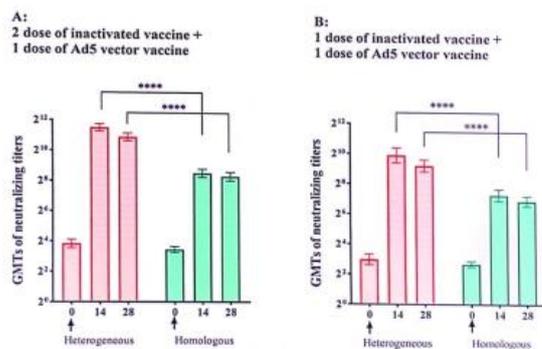
资料来源: medrxiv, 东兴证券研究所

图2: 灭活+Ad5 新冠疫苗序贯接种临床试验设计



资料来源: 2021 中国疫苗创新论坛, 东兴证券研究所

图3: Ad5 加强组中和抗体水平优于灭活加强组



资料来源: 2021 中国疫苗创新论坛, 东兴证券研究所

表1: 公司股权激励业绩考核目标

归属安排	考核年度	业绩考核目标A	业绩考核目标B	业绩考核目标C
		公司归属系数100%	公司归属系数85%	公司归属系数70%
第一个归属期	2021年	公司需同时满足以下条件: 1、2021年度, 公司营业收入不低于70亿元; 2、截止2021年年末, 至少拥有3个上市产品(不包括Ad5-EBOV); 3、2021年度, 新获得临床试验批准、已获得临床试验批准及进入临床试验的在研产品进入下一期临床试验, 不少于3个。	公司需同时满足以下条件: 1、2021年度, 公司营业收入不低于65亿元; 2、截止2021年年末, 至少拥有3个上市产品(不包括Ad5-EBOV); 3、2021年度, 新获得临床试验批准、已获得临床试验批准及进入临床试验的在研产品进入下一期临床试验, 不少于3个。	公司需同时满足以下条件: 1、2021年度, 公司营业收入不低于60亿元; 2、截止2021年年末, 至少拥有2个上市产品(不包括Ad5-EBOV); 3、2021年度, 新获得临床试验批准、已获得临床试验批准及进入临床试验的在研产品进入下一期临床试验, 不少于3个。
第二个归属期	2022年	公司需同时满足以下条件: 1、2021-2022年度, 公司累积营业收入不低于200亿元; 2、截止2022年年末, 至少拥有4个上市产品(不包括Ad5-EBOV); 3、2022年度, 新申报并获得受理的IND申请不少于2个。	公司需同时满足以下条件: 1、2021-2022年度, 公司累积营业收入不低于185亿元; 2、截止2022年年末, 至少拥有3个上市产品(不包括Ad5-EBOV); 3、2022年度, 新申报并获得受理的IND申请不少于2个。	公司需同时满足以下条件: 1、2021-2022年度, 公司累积营业收入不低于170亿元; 2、截止2022年年末, 至少拥有3个上市产品(不包括Ad5-EBOV); 3、2022年度, 新申报并获得受理的IND申请不少于1个。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	794	5421	14802	21359	23808	<b>营业收入</b>	2	25	7413	12944	6530
货币资金	643	4447	13455	19092	22607	<b>营业成本</b>	0	14	2224	3883	1959
应收账款	0	22	630	1099	555	营业税金及附加	3	4	445	777	392
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	5	17	148	129	196
预付款项	18	114	114	114	114	管理费用	60	79	222	388	196
存货	16	171	603	1053	531	财务费用	-43	-4	-83	-156	-202
其他流动资产	5	0	0	0	0	研发费用	152	428	1000	500	500
<b>非流动资产合计</b>	990	1327	914	908	902	资产减值损失	-0.24	-0.39	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.53	6.64	0.00	0.00	0.00
固定资产	82	105	97	88	80	投资净收益	3.39	32.04	0.00	0.00	0.00
无形资产	20	37	35	33	31	加:其他收益	8.46	77.05	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	343	373	0	0	0	<b>营业利润</b>	-162	-398	3457	7423	3490
<b>资产总计</b>	1784	6748	15716	22268	24710	营业外收入	5.31	1.35	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	116	409	824	1179	768	营业外支出	0.02	0.17	0.00	15.00	15.00
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	-157	-397	3457	7408	3475
应付账款	6	61	475	830	419	所得税	0	0	0	1111	521
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	-157	-397	3457	6297	2953
一年内到期的非流动负债	29	49	49	49	49	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	198	268	264	264	264	归属母公司净利润	-157	-397	3457	6297	2953
长期借款	130	90	90	90	90	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	314	677	1088	1443	1031	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-18.80	990.06%	29680.5	74.62%	-49.55%
实收资本(或股本)	223	247	247	247	247	营业利润增长	17.13%	145.46%	-968.88	114.74%	-52.99%
资本公积	1616	6588	11789	11789	11789	归属于母公司净利润增长	-971.4	82.16%	-971.47	82.16%	-53.10%
未分配利润	-368	-765	2592	8789	11642	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1471	6071	14628	20825	23678	毛利率(%)	93.54%	42.39%	70.00%	70.00%	70.00%
<b>负债和所有者权益</b>	1784	6748	15716	22268	24710	净利率(%)	-6866.	-1593.5	46.63%	48.65%	45.23%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元						总资产净利润(%)	-8.79%	-5.88%	21.99%	28.28%	11.95%
						ROE(%)	-10.66	-6.53%	23.63%	30.24%	12.47%
<b>经营活动现金流</b>	-154	-350	2760	5588	3420	<b>运营能力</b>					
净利润	-157	-397	3457	6297	2953	总资产周转率	0.00	0.01	0.66	0.68	0.28
折旧摊销	31.98	54.60	0.00	8.43	8.43	应收账款周转率	17	2	-	-	-
财务费用	-43	-4	-83	-156	-202	应付账款周转率	0.36	0.75	27.67	19.84	10.46
应收帐款减少	0	0	-607	-470	545	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.76	-1.72	13.97	25.45	11.94
<b>投资活动现金流</b>	-814	-320	1064	-7	-7	每股净现金流(最新摊薄)	0.55	17.26	36.40	22.78	14.21
公允价值变动收益	1	7	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.60	24.53	59.12	84.16	95.69
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	3	32	0	0	0	P/E	-514.4	-227.32	27.99	15.37	32.76
<b>筹资活动现金流</b>	1091	4941	5184	56	102	P/B	59.20	15.94	6.61	4.65	4.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	-498.7	-266.06	17.03	10.69	22.52
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	62	25	0	0	0						
资本公积增加	1063	4972	5201	0	0						
<b>现金净增加额</b>	123	4271	9008	5637	3515						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 胡博新

胡博新, 药学专业, 10 年证券行业医药研究经验, 曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

### 王敏杰

中央财经大学金融硕士, 中山大学医学学士。2019 年 7 月加入东兴证券, 从事医药行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526