

## MCV4 疫苗正式获批，未来放量可期

### 投资要点

- **事件:** 根据公司公告，公司 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 (CRM197 载体) 已于 2021 年 12 月 29 日获批，成为国内首款上市的四价脑膜炎结合疫苗，用于 3 月龄~3 周岁儿童的流行性脑膜炎预防。
- **公司脑膜炎疫苗管线正式形成，有望贡献 10 亿元收入体量。** 公司 MCV2 疫苗已于 2021M9 获批签发，MCV4 疫苗于 12 月 29 日获批。公司 MCV2 疫苗对比其他厂商安全性、免疫原性俱佳。MCV4 疫苗作为国内首个获批四价产品预计未来几年不会有同类产品上市，公司先发优势明显。公司 MCV 系列产品凭借辉瑞销售团队+自主销售的模式，明年作为第一个完整销售年，预计在新生儿市场占有率可达 10%，对应约 10 亿元收入体量。同时，公司凭借新冠疫苗获得的大量现金流对研发投入持续加码，21Q3 研发投入 1.1 亿元 (+58.2%)，公司在研管线重点布局重磅品种，如 13 价肺炎疫苗处于临床 III 期阶段，PBPV 疫苗处于 I a 期等均进展顺利，未来有望丰富公司产品品类。
- **序贯接种及海外出口保证新冠疫苗持续放量，上海基地获批产能无瓶颈。** 公司系国内除灭活疫苗以外唯一正式批准序贯接种的企业，目前国务院联防联控机制已经启动了优先重点人群的加强针接种工作，按照 6 个月的接种期限推算，预计重点人群将于 2021Q4-2022Q1 迎来加强针接种高峰。产能方面，上海厂房制剂线已经正式获批，天津、上海、江苏三地合计产能约 5 亿剂，各地厂房均处于正常稳定工作状态，供应端无限制制约。
- **针对变异株异源加强效果优秀，吸入剂型进展顺利。** 根据数据显示，接种 2 剂灭活疫苗后序贯加强 1 剂腺病毒载体新冠疫苗 (吸入剂型)，针对奥密克戎变异株假病毒的中和抗体滴度较原型株仅略有下降，较三针灭活疫苗接种后中和抗体滴度高 10 倍。公司正在积极申请 WHO 的 EUL 认证以及吸入剂型的国内紧急使用，公司有望凭借接种剂次和吸入剂型优势拓展国内外订单。
- **盈利预测与投资建议。** 公司 Q3 季度产能释放不及预期，结合公司股权激励指引，我们下调公司盈利预测，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 6.09 元、19.49 元、22.21 元 (原预测 EPS 为 9.93 元、21.92 元、23.39 元)。可比公司 2022 年平均估值为 37 倍，可比公司估值均不考虑新冠疫苗业绩预期。我们看好公司创新疫苗的平台价值，公司新冠疫苗业务收入占比较高，但目前 Omicron 突变株传染性可能较强，随之带来的疫苗接种需求持续性较高，但考虑到 2021 年公司业绩爆发主要由新冠疫苗贡献，而全球订单存在全部满足后大幅降价的风险，公司爆发式业绩有不持续的风险，因此给予公司 2022 年业绩 20 倍估值，对应目标价 389.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品上市销售有低于预期风险；研发低于预期或研发失败风险；新冠疫苗未来大幅降价的风险。

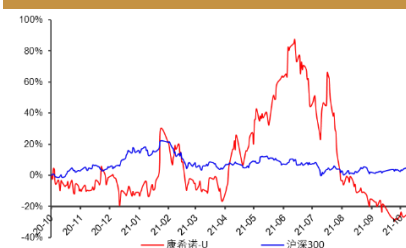
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24.89	4795.40	10382.96	12826.80
增长率	990.06%	19166.05%	116.52%	23.54%
归属母公司净利润 (百万元)	-396.64	1507.40	4823.77	5494.68
增长率	-352.99%	280.04%	220.01%	13.91%
每股收益 EPS (元)	-1.60	6.09	19.49	22.21
净资产收益率 ROE	-6.53%	19.89%	18.90%	30.70%
PE	-189	50	16	14
PB	12.34	9.89	6.04	4.19

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)	2.47
流通 A 股(亿股)	0.67
52 周内股价区间(元)	235.71-798.00
总市值(亿元)	749
总资产(亿元)	108.85
每股净资产(元)	29.98

### 相关研究

1. 康希诺-U (688185): 新冠疫苗持续放量, MCV 疫苗增长可期 (2021-10-29)
2. 康希诺-U (688185): 新冠疫苗快速放量, 股权激励彰显长期动力 (2021-08-31)

## 关键假设:

1) 新冠疫苗: 公司凭借剂型优势、效果优异, 国内加强针需求较多, 2021 年 Q4 至后续有望持续出口海外。2021~2023 年, 预计公司新冠疫苗销量分别为 5600、14600、20600 万支, 毛利率分别为 69%、70%、70%。

2) MCV2 疫苗: 公司产品 2021 年 9 月 30 首次获得批签发, 放量较少, 预计明年开始在辉瑞团队开展业务下快速放量, 预计 2021 年~2023 年 MCV2 疫苗销量约为 30、72、150 万支, 毛利率分别为 80%、85%、90%。

3) MCV4 疫苗: 预计 MCV4 疫苗将于 2021Q4 获批上市, 上市后将与 MCV2 疫苗形成产品矩阵合力放量, 2021~2023 年, 预计公司 MCV4 疫苗销量分别为 0、220、230 万支, 毛利率分别为 80%、85%、90%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分项业务收入拆分及预测**

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
新冠疫苗收入	---	4,745	9,382	11,609
yoy	---		98%	24%
毛利率	---	69%	70%	70%
MCV2 疫苗收入	---	50.4	120.96	252
yoy	---	---	140%	108%
毛利率	---	80%	85%	90%
MCV4 疫苗收入	---	0	880	966
yoy	---	---	---	5%
毛利率	---	80%	85%	90%
合计收入	24.89	4,795	10,383	12,827
yoy	990.06%	19166%	117%	24%
毛利率	42.39%	69.51%	71.04%	71.62%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 相对估值:

采用相对估值法, 选取康泰生物、智飞生物、沃森生物等三家疫苗上市公司, 可比公司 2022 年平均估值为 37 倍, 可比公司估值均不考虑新冠疫苗业绩预期。我们看好公司创新疫苗的平台价值, 但考虑到 2021 年公司业绩爆发主要由新冠疫苗贡献, 而全球订单存在全部满足后大幅降价的风险, 公司爆发式业绩有不持续的风险, 因此给予公司 2022 年业绩 20 倍估值, 对应目标价 389.8 元, 维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	股票简称	市值(亿元)	股价(元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300601.SZ	康泰生物	689	100.28	12	20	25	58	35	28
300122.SZ	智飞生物	2006	125.36	71	91	97	28	22	21
300142.SZ	沃森生物	910	57.21	12	17	22	75	54	42
平均值							54	37	30
688185.SH	康希诺	749	302.80	15	48	55	50	16	14

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)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	24.89	4795.40	10382.96	12826.80	净利润	-396.64	1507.40	4823.77	5494.68
营业成本	14.34	1462.18	3007.41	3640.71	折旧与摊销	26.14	20.30	20.30	20.30
营业税金及附加	4.01	7.19	15.57	19.24	财务费用	-4.22	-81.52	0.00	0.00
销售费用	16.56	153.69	738.18	810.41	资产减值损失	-0.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	78.87	260.26	978.60	1923.92	经营营运资本变动	12.20	1033.92	-1855.60	-2696.88
财务费用	-4.22	-81.52	0.00	0.00	其他	12.98	-16.86	-16.60	-16.62
资产减值损失	-0.39	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-349.93</b>	<b>2463.23</b>	<b>2971.86</b>	<b>2801.49</b>
投资收益	32.04	10.00	10.00	10.00	资本支出	-303.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.64	6.64	6.64	6.64	其他	-16.00	16.64	16.64	16.64
其他经营损益	0.00	14.00	14.00	14.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-319.69</b>	<b>16.64</b>	<b>16.64</b>	<b>16.64</b>
<b>营业利润</b>	<b>-397.82</b>	<b>1772.23</b>	<b>5673.84</b>	<b>6463.15</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.18	1.18	1.18	1.18	长期借款	-40.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-396.64</b>	<b>1773.41</b>	<b>5675.02</b>	<b>6464.33</b>	股权融资	4996.98	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	266.01	851.25	969.65	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-396.64	1507.40	4823.77	5494.68	其他	-15.94	32.78	0.00	0.00
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>4941.04</b>	<b>32.78</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
归属母公司股东净利润	-396.64	1507.40	4823.77	5494.68	<b>现金流量净额</b>	<b>4244.06</b>	<b>2512.65</b>	<b>2988.50</b>	<b>2818.13</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4447.03	6959.68	9948.18	12766.30	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	136.21	3088.92	7277.75	9438.96	销售收入增长率	990.06%	19166.05%	116.52%	23.54%
存货	170.51	730.87	1503.44	1820.08	营业利润增长率	-345.46%	345.49%	220.15%	13.91%
其他流动资产	666.89	666.64	666.64	666.64	净利润增长率	-352.99%	280.04%	220.01%	13.91%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-299.32%	355.17%	232.79%	13.86%
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	865.41	850.40	835.40	820.40	毛利率	42.39%	69.51%	71.04%	71.62%
无形资产和开发支出	72.30	67.80	63.30	58.80	三费率	366.44%	6.93%	16.53%	21.32%
其他非流动资产	389.73	388.93	388.13	387.34	净利率	-1593.54%	31.43%	46.46%	42.84%
<b>资产总计</b>	<b>6748.07</b>	<b>12753.24</b>	<b>20682.84</b>	<b>25958.50</b>	ROE	-6.53%	19.89%	38.90%	30.70%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-5.88%	11.82%	23.32%	21.17%
应付和预收款项	133.59	4176.14	6509.36	5973.69	ROIC	-65.15%	335.31%	360.47%	137.47%
长期借款	90.00	90.00	90.00	90.00	EBITDA/销售收入	-1510.24%	35.68%	54.84%	50.55%
其他负债	453.63	908.84	1681.45	1998.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>677.22</b>	<b>5174.98</b>	<b>8280.82</b>	<b>8061.80</b>	总资产周转率	0.01	0.49	0.62	0.55
股本	247.45	247.45	247.45	247.45	固定资产周转率	0.27	49.01	125.33	189.06
资本公积	6588.10	6588.10	6588.10	6588.10	应收账款周转率	2.25	4.29	2.70	2.02
留存收益	-764.69	742.71	5566.48	11061.16	存货周转率	0.15	3.24	2.69	2.19
归属母公司股东权益	6070.85	7578.25	12402.02	17896.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	20.62%	—	—	—
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>6070.85</b>	<b>7578.25</b>	<b>12402.02</b>	<b>17896.71</b>	资产负债率	10.04%	40.58%	40.04%	31.06%
负债和股东权益合计	6748.07	12753.24	20682.84	25958.50	带息债务/总负债	13.29%	1.74%	1.09%	1.12%
					流动比率	13.24	2.33	2.42	3.17
					速动比率	12.82	2.18	2.23	2.93
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-1.60	6.09	19.49	22.21
					每股净资产	24.53	30.63	50.12	72.32
					每股经营现金	-1.41	9.95	12.01	11.32
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	-375.90	1711.01	5694.14	6483.45					
PE	-188.91	49.71	15.53	13.64					
PB	12.34	9.89	6.04	4.19					
PS	3010.31	15.62	7.22	5.84					
EV/EBITDA	-185.08	39.16	11.24	9.44					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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	zfy@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
	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn