

2022年01月24日

证券研究报告·2021年业绩预告点评

康华生物 (300841) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 217.32 元

目标价: 295.80 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

产能释放带动销量快速提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年业绩预告, 预计实现归母净利润 8.08 亿元~8.4 亿元, 同比增长 98%~106%。剔除公司 2021 年投资收益 2.7 亿元后, 预计实现扣非归母净利润 5.38 亿元~5.7 亿元, 同比增长 33.5%~41.5%, 业绩略超市场预期。
- **人二倍体狂犬产能释放, 带动销量增加。**分季度看, 预计公司 Q4 季度实现扣非归母净利润 1.95 亿元~2.27 亿元, 同比增长 225%~278%。Q4 季度业绩快速增长主要系公司人二倍体狂犬二车间新增 200 万支产能逐步释放, 二倍体狂犬需求仍然旺盛, 销量快速增加。全年来看, 预计公司人二倍体狂犬实现销量 500 万支, 价格端单针在 285 元左右, 量价齐升带动公司业绩快速增长。
- **国内独家人二倍体狂犬产能扩张可期。**人二倍体细胞狂犬病疫苗安全性更好, 免疫原性更高, 随着需求升级, 未来增长空间大。公司人二倍体狂犬病疫苗于 2014 年上市销售, 目前仍是国内独家。公司作为国内首家生产企业, 生产工艺成熟、产品质量稳定, 具有产品和销售端的先发优势, 已覆盖全国疾控中心约 1500 家。公司募投产能预计在 2023~2024 年投产, 从 500 万支/年增长至 1100 万支/年, 产能翻倍, 收入有望同步增长, 同时预计销售费用率逐渐降低, 盈利质量稳定提升。
- **宠物疫苗带来公司新增长点。**公司和杭州佑本合作的宠物疫苗产品目前已有产品报送批签发, 预计 2022 年可作为完整销售年开始上市销售, 目前全国已有 2000 多家宠物医院报名预定公司兽用疫苗产品。我国目前宠物数量在 1 亿只左右, 预计将以 7% 的速度增加, 目前国内市场仍以海外厂商疫苗为主, 公司有望凭借产品质量优势以及性价比优势快速拓宽市场份额。
- **研发管线重点布局多价疫苗, 创新属性突出。**截至目前公司共有 10 项在研项目。在疫苗研发方面拥有前瞻视野, 着重解决当前疫苗行业国内的未满足需求, 通过多技术平台如重组蛋白平台, 投资 mRNA 技术等提高公司研发能力, 布局多价疫苗, 如六价诺如病毒疫苗、四价流脑结合疫苗、四价鼻喷流感疫苗等, 未来有望给公司贡献业绩的新增量。
- **盈利预测与投资建议。**公司人二倍体产能释放带来销量快速增加, 由此我们上调公司盈利预测。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 8.1 亿元、8.9 亿元及 12.5 亿元, 未来三年归母净利润 CAGR 为 45%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 人二倍体细胞狂犬病疫苗新增产能节奏不及预期; 公司存货不足以满足销售的季节性波动风险; 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	1473.01	2163.01	2703.22
增长率	87.26%	41.82%	46.84%	24.97%
归属母公司净利润 (百万元)	408.05	809.87	887.84	1245.48
增长率	118.57%	98.48%	9.63%	40.28%
每股收益 EPS (元)	4.53	9.00	9.86	13.84
净资产收益率 ROE	20.67%	29.80%	27.61%	27.61%
PE	48	24	22	16
PB	9.91	7.20	5.68	4.34

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.90
流通 A 股(亿股)	0.61
52 周内股价区间(元)	156.12-517.51
总市值(亿元)	195.59
总资产(亿元)	26.35
每股净资产(元)	27.51

相关研究

1. 康华生物 (300841): 人二倍体狂犬苗保持较快增长 (2021-08-03)
2. 康华生物 (300841): 产能扩建落地, 助力业绩加速增长 (2021-06-06)
3. 康华生物 (300841): Q1 业绩超预期, 股权激励锁定高增长 (2021-04-21)

关键假设：

假设 1：人二倍体狂犬疫苗方面，2022 年产能达到 500 万支/年，随募投项目建设完成获批生产，预计最晚 2024 年新增 600 万支至 1100 万支/年，假设产能逐渐爬坡，2021-2023 年销量增速预计为 40%、30%、22%。

假设 2：在 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗方面，保持稳定态势，预计 2021-2023 年产量增速分别为 24%、0%及 0%；毛利率分别为 74.3%、74.4%及 74.5%。

假设 3：公司宠物疫苗预计于 2022 年开始销售，2022-2023 年对应销量分别为 51 万支/101 万支。

表 1：分业务收入及毛利率

	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
收入（百万元）	1039	1473	2163	2703
增速	87%	42%	47%	25%
毛利率	94%	94%	92%	91%
人二倍体狂苗				
收入（百万元）	1,000	1425	2015	2455
增速	86%	43%	41%	22%
毛利率	94.3%	94.4%	94.5%	94.6%
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗				
收入（百万元）	38.69	48	48	48
增速	130%	24%	0%	0%
毛利率	74.2%	74.3%	74.4%	74.5%
宠物疫苗				
收入（百万元）	—	—	100	200
增速	—	—	—	100%
毛利率	—	—	50%	50%

数据来源：wind、西南证券

相对估值：

我们选取智飞生物（人二倍体细胞狂犬病疫苗处于临床 III 期，ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗为公司主营业务）、康泰生物（人二倍体细胞狂犬病疫苗约于 2022 年上市）等 3 家可比公司。在动物源细胞基质狂犬病疫苗过渡至人源细胞狂犬病疫苗的发展趋势下，考虑到公司人二倍体细胞狂犬病疫苗优势明显，未来三年业绩有望保持较快增长，我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标价为 295.8 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值指标

证券代码	证券名称	股价	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300122.SZ	智飞生物	105.55	1689	7082	9078	9679	24	19	17
300601.SZ	康泰生物	84.98	584	1195	1969	1969	49	30	30
603392.SH	万泰生物	240.22	1458	1564	2233	2994	93	65	49
平均值							55	38	32
300841.SZ	康华生物	217.32	195.59	810	888	1245	48	24	22

数据来源: wind, 西南证券整理; 注: 2022 年 1 月 24 日收盘价

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	1038.64	1473.01	2163.01	2703.22	净利润	408.05	809.87	887.84	1245.48
营业成本	62.84	92.85	174.12	246.05	折旧与摊销	13.98	13.64	13.64	13.64
营业税金及附加	6.70	8.53	12.78	16.11	财务费用	-12.15	0.05	0.06	0.08
销售费用	371.04	515.55	713.79	702.84	资产减值损失	0.03	200.00	150.00	100.00
管理费用	73.94	90.13	128.02	154.58	经营营运资本变动	-57.28	-191.31	-159.21	-106.68
财务费用	-12.15	0.05	0.06	0.08	其他	16.93	-470.00	-150.50	-106.00
资产减值损失	0.03	200.00	150.00	100.00	经营活动现金流净额	369.56	362.26	741.82	1146.52
投资收益	2.22	270.00	2.50	5.00	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	270.00	2.50	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-441.40	270.00	2.50	5.00
营业利润	485.06	732.79	824.51	1245.27	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
利润总额	483.94	952.79	1044.51	1465.27	股权融资	991.74	15.00	0.00	0.00
所得税	75.89	142.92	156.68	219.79	支付股利	0.00	-81.61	-161.97	-177.57
净利润	408.05	809.87	887.84	1245.48	其他	-5.98	-0.05	-0.06	-0.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	975.75	-66.66	-162.03	-177.65
归属母公司股东净利润	408.05	809.87	887.84	1245.48	现金流量净额	903.86	565.60	582.29	973.87
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	1145.49	1711.09	2293.38	3267.26	成长能力				
应收和预付款项	384.10	645.59	946.88	1174.58	销售收入增长率	87.26%	41.82%	46.84%	24.97%
存货	49.92	73.75	136.30	194.44	营业利润增长率	117.12%	51.07%	12.52%	51.03%
其他流动资产	200.00	208.36	221.65	232.05	净利润增长率	118.57%	98.48%	9.63%	40.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	108.76%	53.32%	12.29%	50.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	202.13	194.99	187.86	180.72	毛利率	93.95%	93.70%	91.95%	90.90%
无形资产和开发支出	21.75	17.76	13.77	9.78	三费率	41.67%	41.12%	38.92%	31.72%
其他非流动资产	144.28	141.77	139.26	136.75	净利率	39.29%	54.98%	41.05%	46.07%
资产总计	2147.68	2993.32	3939.11	5195.57	ROE	20.67%	29.80%	25.78%	27.61%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.00%	27.06%	22.54%	23.97%
应付和预收款项	42.55	83.91	138.58	180.89	ROIC	77.56%	83.56%	72.65%	92.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.88%	50.68%	38.75%	46.57%
其他负债	130.70	191.71	356.97	503.22	营运能力				
负债合计	173.24	275.63	495.55	684.11	总资产周转率	0.73	0.57	0.62	0.59
股本	60.00	90.00	90.00	90.00	固定资产周转率	13.66	20.79	33.94	47.77
资本公积	1237.59	1222.59	1222.59	1222.59	应收账款周转率	3.30	3.08	2.94	2.79
留存收益	676.85	1405.11	2130.97	3198.88	存货周转率	1.28	1.50	1.64	1.47
归属母公司股东权益	1974.43	2717.70	3443.56	4511.47	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	资本结构				
股东权益合计	1974.43	2717.70	3443.56	4511.47	资产负债率	8.07%	9.21%	12.58%	13.17%
负债和股东权益合计	2147.68	2993.32	3939.11	5195.57	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.45	9.68	7.30	7.15
					速动比率	10.15	9.41	7.03	6.86
					股利支付率	0.00%	10.08%	18.24%	14.26%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	486.89	746.48	838.21	1258.99	每股收益	4.53	9.00	9.86	13.84
PE	47.93	24.15	22.03	15.70	每股净资产	21.94	30.20	38.26	50.13
PB	9.91	7.20	5.68	4.34	每股经营现金	4.11	4.03	8.24	12.74
PS	18.83	13.28	9.04	7.24	每股股利	0.00	0.91	1.80	1.97
EV/EBITDA	23.81	23.51	20.24	12.70					
股息率	0.00%	0.42%	0.83%	0.91%					

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	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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