

## 新冠疫苗助力业绩放量，MCV产品矩阵带来新增长点

### 投资要点

- 事件：**公司发布2021年度报告，2021年全年实现营业收入43亿元，同比上升17175%；实现归母净利润19.1亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润18亿元，同比扭亏为盈；实现经营活动现金流净额20.5亿元，同比扭亏为盈。
- 新冠疫苗助力公司实现业绩快速放量，打开国际化大门。**1)分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为4.7/16/10/12.1亿元(+11483%/-/+62200%/+6217%)，单季度归母净利润分别为-0.1/9.5/4/5.8亿元(+39%/+1303%/+468%/+278%)。公司业绩除Q3季度因上游供应链厂商问题导致公司新冠疫苗产能有所影响以外，均处于持续增长之中。2022年2月公司新冠疫苗获批用于国内市场的序贯接种，根据国务院联防联控机制公开数据估计，目前国内加强针市场约有5亿剂，预计公司2022年在国内市场有望抢占加强针市场份额，同时，公司疫苗目前已在海外多国获批出口使用，有望持续贡献业绩增量。2)从盈利能力来看，2021年公司毛利率为70%(+27.5pp)，销售费用率为2.46%，管理费用率为5.2%，研发费用率为20.4%，财务费用率为-0.6%，销售净利率为44.4%，由于营业收入显著增加，公司各项费用率水平有较大幅度的下降。
- 公司脑膜炎疫苗管线正式形成，有望成为业绩新增长点。**公司MCV2疫苗已于2021M9获批签发，MCV4疫苗于2021年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MCV4疫苗凭借辉瑞销售团队+自主销售的模式，2022年作为第一个完整销售年，有望实现快速放量。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，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Ia期等均进展顺利，未来有望丰富公司产品品类。
- 盈利预测与投资建议。**公司作为国内疫苗领域创新型研发企业，通过新冠疫苗逐渐打开国内外市场，未来有望凭借丰富产品矩阵持续贡献业绩增量。我们结合股权激励指引，预计2022-2024年EPS分别为11.75元、19.64元、23.29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。

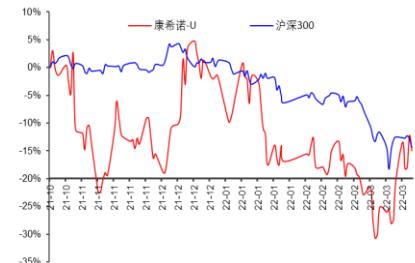
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4299.70	6968.16	9704.48	11628.40
增长率	17174.53%	62.06%	39.27%	19.83%
归属母公司净利润(百万元)	1914.39	2908.65	4860.06	5762.71
增长率	382.65%	51.94%	67.09%	18.57%
每股收益EPS(元)	7.74	11.75	19.64	23.29
净资产收益率ROE	22.31%	25.32%	29.73%	26.06%
PE	34	22	13	11
PB	7.58	5.66	3.98	2.94

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)	1.99
52周内股价区间(元)	202.12-798.00
总市值(亿元)	648
总资产(亿元)	118.74
每股净资产(元)	32.31

### 相关研究

- 康希诺-U(688185)：业绩符合预期，海外出口快速放量(2022-01-31)
- 康希诺-U(688185)：MCV4疫苗正式获批，未来放量可期(2021-12-29)
- 康希诺-U(688185)：新冠疫苗持续放量，MCV疫苗增长可期(2021-10-29)
- 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)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4299.70	6968.16	9704.48	11628.40	净利润	1907.09	2897.55	4841.52	5740.73
营业成本	1296.49	1901.77	2529.82	2922.99	折旧与摊销	80.29	125.88	125.88	125.88
营业税金及附加	10.49	10.45	14.56	17.44	财务费用	-25.18	-118.46	0.00	0.00
销售费用	105.82	515.09	728.19	902.89	资产减值损失	-1.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	221.33	409.45	827.09	1122.36	经营营运资本变动	196.92	1439.33	-1532.84	-996.66
财务费用	-25.18	-118.46	0.00	0.00	其他	-107.85	-80.94	-81.09	-81.12
资产减值损失	-1.28	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2050.00	4263.36	3353.47	4788.83
投资收益	45.77	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1117.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	71.09	71.09	71.09	71.09	其他	-1443.00	356.29	81.09	81.09
其他经营损益	0.00	14.00	14.00	14.00	投资活动现金流净额	-2560.41	356.29	81.09	81.09
<b>营业利润</b>	<b>1940.80</b>	<b>3412.89</b>	<b>5699.91</b>	<b>6757.80</b>	短期借款	990.68	-990.68	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.01	-4.01	-4.01	-4.01	长期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1936.79</b>	<b>3408.89</b>	<b>5695.91</b>	<b>6753.80</b>	股权融资	9.80	0.00	0.00	0.00
所得税	29.70	511.33	854.39	1013.07	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>1907.09</b>	<b>2897.55</b>	<b>4841.52</b>	<b>5740.73</b>	其他	603.14	-2.83	0.00	0.00
少数股东损益	-7.30	-11.10	-18.54	-21.99	筹资活动现金流净额	1553.62	-993.51	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1914.39	2908.65	4860.06	5762.71	<b>现金流量净额</b>	1009.43	3626.15	3434.56	4869.93
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
货币资金	5645.03	9271.18	12705.74	17575.66	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
应收和预付款项	536.48	3335.40	4603.64	4894.36	<b>成长能力</b>				
存货	875.62	950.73	1264.76	1461.37	销售收入增长率	17174.53%	62.06%	39.27%	19.83%
其他流动资产	2232.72	1985.08	2033.25	2067.12	营业利润增长率	387.86%	75.85%	67.01%	18.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	380.81%	51.94%	67.09%	18.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	430.96%	71.37%	70.33%	18.16%
固定资产和在建工程	1973.73	1864.20	1754.67	1645.14	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	198.31	181.95	165.60	149.25	毛利率	69.85%	72.71%	73.93%	74.86%
其他非流动资产	412.31	412.31	412.31	412.31	三费率	7.02%	11.57%	16.03%	17.42%
<b>资产总计</b>	<b>11874.19</b>	<b>18000.86</b>	<b>22939.97</b>	<b>28205.22</b>	净利润率	44.35%	41.58%	49.89%	49.37%
短期借款	990.68	0.00	0.00	0.00	ROE	22.31%	25.32%	29.73%	26.06%
应付和预收款项	1099.82	5139.65	4923.22	4251.15	ROA	16.06%	16.10%	21.11%	20.35%
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	ROIC	142.28%	217.82%	328.10%	201.65%
其他负债	1195.80	1375.77	1689.80	1886.38	EBITDA/销售收入	46.42%	49.08%	60.03%	59.20%
<b>负债合计</b>	<b>3326.30</b>	<b>6555.42</b>	<b>6653.01</b>	<b>6177.53</b>	<b>营运能力</b>				
股本	247.45	247.45	247.45	247.45	总资产周转率	0.46	0.47	0.47	0.45
资本公积	6597.90	6597.90	6597.90	6597.90	固定资产周转率	6.83	6.35	9.82	13.23
留存收益	1149.70	4058.35	8918.41	14681.12	应收账款周转率	47.76	5.92	3.68	3.74
归属母公司股东权益	7995.05	10903.70	15763.76	21526.47	存货周转率	2.48	2.08	2.28	2.14
少数股东权益	552.84	541.74	523.20	501.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.31%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>8547.88</b>	<b>11445.44</b>	<b>16286.96</b>	<b>22027.68</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	11874.19	18000.86	22939.97	28205.22	资产负债率	28.01%	36.42%	29.00%	21.90%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	带息债务/总负债	30.99%	0.61%	0.60%	0.65%
EBITDA	1995.91	3420.31	5825.79	6883.68	流动比率	3.25	2.55	3.33	4.55
PE	33.85	22.28	13.33	11.24	速动比率	2.94	2.40	3.13	4.30
PB	7.58	5.66	3.98	2.94	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	15.07	9.30	6.68	5.57	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA	29.07	15.58	8.56	6.54	每股收益	7.74	11.75	19.64	23.29
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股净资产	34.54	46.25	65.82	89.02
					每股经营现金	8.28	17.23	13.55	19.35
					每股股利	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

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

### 行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	郑龑	广州销售负责人 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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn