



新冠疫苗增速放缓，期待新品种放量

投资要点

- 事件：**公司发布2022年一季度报告，2022年一季度实现营业收入5亿元，同比上升7%；实现归母净利润1.2亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润0.8亿元，同比扭亏为盈；实现经营活动现金流净额-6亿元。
- 新冠疫苗价格下降，增速有所放缓。**公司收入增速放缓主要系国内市场新冠疫苗价格下降，序贯接种进度较慢，叠加海外市场供给端竞争格局激烈，需求端有所下滑。从盈利能力来看，公司毛利率为70.3%(+18pp)，主要系公司新冠疫苗产品产线成熟，规模效应显现。销售费用率为6.9%(+5.3pp)，管理费用率为12.8%(+10pp)，主要系公司在新冠疫苗国内序贯接种获批以及MCV2/4疫苗上市后，销售推广投入增加所致；研发费用率为31.5%(-26pp)，主要系公司重组新型冠状病毒疫苗(5型腺病毒载体)于2021年实现商业化；且在研产品的研发进展、研发阶段不同导致研发投入减少。财务费用率为1.8%(+8pp)，主要系利息收入减少所致。销售净利率为23%，较21年有所下降主要系产品价格有所下降，且费用投放增加所致。
- 新冠疫苗序贯接种仍需加大推广力度，海外市场WHO获批在即。**从产品端来看，公司新冠疫苗仍然占比较大，国内市场收入占比略多于海外市场。根据国务院联防联控机制发布会的数据，截至4月27日，全国累计报告接种新冠疫苗33亿3855.5万剂次，覆盖人数和全程接种人数分别占全国总人口的91.12%、88.62%。完成加强免疫接种7亿4859.6万人，其中序贯加强免疫接种2955.8万人。序贯接种占加强针的比例为4%，低于我们预期。展望全年，新冠国内接种仍需进一步推广。海外市场方面，全球新冠疫苗产能目前已较为充足，且针对于低收入国家市场的价格普遍较低，对于公司业绩放量节奏可能有所影响。
- 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。**短期内，新冠疫苗由于产品降价，竞争格局激烈等因素放量下降，我们下调公司盈利预测，预计2022-2024年EPS分别为1.83元、3.75元、4.62元。但长期看，公司已经成功验证其商业化平台的能力，且在研管线丰富，创新品种多样，未来有望成为疫苗行业龙头厂商，建议关注。
- 风险提示：**MCV系列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	2577.46	2713.10	3583.00
增长率	17174.53%	-40.05%	5.26%	32.06%
归属母公司净利润(百万元)	1914.39	451.93	926.74	1143.24
增长率	382.65%	-76.39%	105.06%	23.36%
每股收益EPS(元)	7.74	1.83	3.75	4.62
净资产收益率ROE	22.31%	5.00%	9.31%	10.30%
PE	19	80	39	32
PB	4.24	4.03	3.66	3.28

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

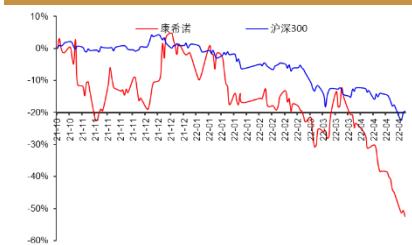
分析师：杜向阳

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)	141-798
总市值(亿元)	255
总资产(亿元)	119.34
每股净资产(元)	32.47

相关研究

1. 康希诺-U(688185)：新冠疫苗助力业绩放量，MCV产品矩阵带来新增长点 (2022-03-28)
2. 康希诺-U(688185)：业绩符合预期，海外出口快速放量 (2022-01-31)
3. 康希诺-U(688185)：MCV4疫苗正式获批，未来放量可期 (2021-12-29)
4. 康希诺-U(688185)：新冠疫苗持续放量，MCV疫苗增长可期 (2021-10-29)
5. 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：新冠疫苗价格预计会有所下降，国内市场目前序贯接种比例仅为 4%左右，国内加强针市场仍需公司进一步加大推广力度，同时海外市场方面，全球新冠疫苗产能充足，与 2021 年供不应求的状态不同，竞争格局更加激烈，且公司未来预计将通过 WHO 的 PQ 认证，加入 COVAX 后的产品价格也会下降。由此，出于谨慎性考虑，我们预计 2022~2024 年，预计公司新冠疫苗销量分别为 5100、5100、4600 万支，毛利率分别为 70%、71%、71%。

2) MCV2 疫苗：公司产品 2021 年 9 月 30 首次获得批签发，放量较少，预计今年开始在辉瑞团队开展业务下快速放量，预计 2022 年~2024 年 MCV2 疫苗销量约为 72、150、300 万支，毛利率分别为 85%、90%、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，MCV4 产品上半年以市场准入为主，预计 22H2 放量提速。2022~2024 年，预计公司 MCV4 疫苗销量分别为 130、230、380 万支，毛利率分别为 85%、90%、90%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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	2021A	2022E	2023E	2024E
新冠疫苗收入	4,300	1,937	1,541	1,483
yoY		-55%	-20%	-4%
毛利率	70%	70%	71%	71%
MCV2 疫苗收入	50.4	120.96	252	504
yoY		140%	108%	100%
毛利率	80%	85%	90%	90%
MCV4 疫苗收入	0	520	920	1596
yoY			77%	65%
毛利率	80%	85%	90%	90%
合计收入	4,299.70	2,577	2,713	3,583
yoY	17174.53%	-40%	5%	32.06%
毛利率	69.85%	74.01%	79.01%	82.28%

数据来源：公司公告，西南证券

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	2577.46	2713.10	3583.00	净利润	1907.09	450.21	923.20	1138.87
营业成本	1296.49	669.89	569.57	635.01	折旧与摊销	80.29	137.78	137.78	137.78
营业税金及附加	10.49	3.87	4.07	5.37	财务费用	-25.18	-43.82	0.00	0.00
销售费用	105.82	267.03	673.44	928.98	资产减值损失	-1.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	221.33	309.86	470.98	764.87	经营营运资本变动	196.92	315.99	-681.90	-323.56
财务费用	-25.18	-43.82	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	经营活动现金流量净额	2050.00	779.21	297.99	871.98
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	投资活动现金流量净额	-2560.41	356.29	81.09	81.09
营业利润	1940.80	533.66	1090.13	1343.86	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
利润总额	1936.79	529.66	1086.12	1339.85	股权融资	9.80	0.00	0.00	0.00
所得税	29.70	79.45	162.92	200.98	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1907.09	450.21	923.20	1138.87	其他	603.14	-77.47	0.00	0.00
少数股东损益	-7.30	-1.72	-3.54	-4.36	筹资活动现金流量净额	1553.62	-1068.15	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1914.39	451.93	926.74	1143.24	现金流量净额	1009.43	67.35	379.08	953.07
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E					
货币资金	5645.03	5712.38	6091.47	7044.53	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
应收和预付款项	536.48	1213.60	1204.43	1348.69	成长能力				
存货	875.62	334.80	284.63	317.38	销售收入增长率	17174.53%	-40.05%	5.26%	32.06%
其他流动资产	2232.72	1907.79	1910.18	1925.49	营业利润增长率	387.86%	-72.50%	104.27%	23.27%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	380.81%	-76.39%	105.06%	23.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	430.96%	-68.55%	95.64%	20.66%
固定资产和在建工程	1973.73	1853.80	1733.87	1613.94	获利能力				
无形资产和开发支出	198.31	180.46	162.62	144.77	毛利率	69.85%	74.01%	79.01%	82.28%
其他非流动资产	412.31	412.31	412.31	412.31	三费率	7.02%	20.68%	42.18%	47.27%
资产总计	11874.19	11615.14	11799.50	12807.12	净利润率	44.35%	17.47%	34.03%	31.79%
短期借款	990.68	0.00	0.00	0.00	ROE	22.31%	5.00%	9.31%	10.30%
应付和预收款项	1099.82	1817.22	1128.53	964.56	ROA	16.06%	3.88%	7.82%	8.89%
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	ROIC	142.28%	25.67%	58.37%	57.03%
其他负债	1195.80	759.83	709.67	742.39	EBITDA/销售收入	46.42%	24.35%	45.26%	41.35%
负债合计	3326.30	2617.05	1878.20	1746.95	营运能力				
股本	247.45	247.45	247.45	247.45	总资产周转率	0.46	0.22	0.23	0.29
资本公积	6597.90	6597.90	6597.90	6597.90	固定资产周转率	6.83	2.36	2.79	4.20
留存收益	1149.70	1601.63	2528.37	3671.61	应收账款周转率	47.76	5.32	3.24	3.92
归属母公司股东权益	7995.05	8446.98	9373.72	10516.95	存货周转率	2.48	1.11	1.84	2.11
少数股东权益	552.84	551.11	547.58	543.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.31%	—	—	—
股东权益合计	8547.88	8998.09	9921.30	11060.17	资本结构				
负债和股东权益合计	11874.19	11615.14	11799.50	12807.12	资产负债率	28.01%	22.53%	15.92%	13.64%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	带息债务/总负债	30.99%	1.53%	2.13%	2.29%
EBITDA	1995.91	627.62	1227.91	1481.63	流动比率	3.25	4.26	6.72	8.30
PE	18.95	80.27	39.15	31.73	速动比率	2.94	4.10	6.51	8.05
PB	4.24	4.03	3.66	3.28	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	8.44	14.08	13.37	10.13	每股指标				
EV/EBITDA	14.79	45.14	22.76	18.22	每股收益	7.74	1.83	3.75	4.62
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股净资产	34.54	36.36	40.09	44.70
					每股经营现金	8.28	3.15	1.20	3.52
					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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	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
	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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	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