

人用狂犬苗产能释放，领先布局犬用狂犬苗

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-07-22

收盘价（元） 97.72

近 12 个月最高/最低
（元） 172.18/83.58

总股本（百万股） 135

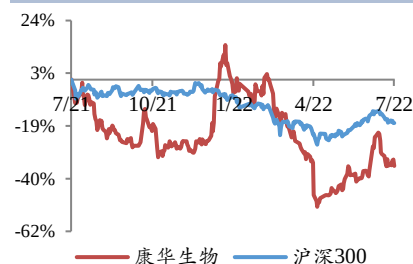
流通股本（百万股） 92

流通股比例（%） 67.96

总市值（亿元） 132

流通市值（亿元） 89

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任雯莹

执业证书号：S0010121080050

邮箱：renwx@hazq.com

主要观点：

● 人用狂犬苗+犬用狂犬苗双赛道布局拉动公司业绩高速增长。

公司是国内首家生产人二倍体细胞狂犬病疫苗的综合疫苗研发、生产、销售企业。目前公司主营的产品包括冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）和 4 价流脑多糖疫苗。其中冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）为公司核心产品，为国内首个上市销售的人二倍体细胞狂犬病疫苗，具有低杂质、安全性高、免疫原性好、保护持续时间长等优势。此外，公司还通过成立子公司康华动保领先布局国产宠物疫苗行业。公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）快速放量，2021 年批签发量 479.50 万支，同比增幅 29.47%，拉动营收净利双增长。

● 人二倍体狂犬苗销量快速增长，产能释放进一步深化市场渗透。

公司产品人二倍体细胞基质培养的狂犬病疫苗目前是国内独家产品，工艺技术以及技术壁垒减少了潜在竞争对手。目前公司是国内首家人二倍体狂犬病疫苗获批签发企业。公司 2018~2021 年二倍体狂犬苗的批签发量分别为 223.2/ 237.8/ 370.4/ 479.5 万支，相应同比增速为 123.32%/ 6.54%/ 55.83%/ 29.47%。2021 年，人二倍体狂犬苗营收达 12.64 亿元，占总营收的 97.85%。公司募投项目积极推进中，预计在 2023 年完工，完成后将新增冻干二倍体狂犬苗年产能 600 万支，总产能达 1100 万支。预计公司的人用狂犬苗（人二倍体）销售额将在 2025 年超过 30 亿元。

此外，公司 4 价流脑多糖疫苗原液车间处于技术改造阶段。

● 成立康华动保开启宠物疫苗国产替代新征程。

在单身经济、居民收入增加和资本的共同推动下，2021 年我国宠物市场规模已达 3942 亿元，同比增长 33.5%。我国宠物疫苗市场渗透率不足 3%，行业处于初期水平，且进口疫苗占比高达九成。最近 5 年，已经有 5 家本土动物疫苗企业开始布局宠物疫苗。2021 年 9 月，康华生物旗下全资子公司康华动保在成都举办开业典礼，正式布局高端宠物狂犬病疫苗领域。结合宠物行业的发展速度、国产宠物疫苗对进口产品的深化替代等因素，估算到 2025 年公司宠物疫苗产品销售额将达到近 4 亿元。

● 投资建议

公司 2022 年人二倍体狂犬苗持续放量，叠加新增宠物疫苗业务贡献收入，我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 18.63/ 25.46/ 31.37 亿元，同比增长 44.1%/ 36.7%/ 23.2%；归母净利润分别为 8.47/ 12.09/ 15.46 亿元，同比增长 2.1%/ 42.8%/ 27.8%；公司 2022~2024 年 PE 分别为：10X/ 7X/ 6X，低于可比公司平均水平。结合国内新型高价疫苗行业的高增速，以及公司对国产宠物疫苗的布局，我们首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

市场推广不及预期的风险、临床试验进展不及预期的风险、国产替代进程不及预期风险、其他可能影响公司正常生产经营的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1292	1863	2546	3137
收入同比（%）	24.4%	44.1%	36.7%	23.2%
归属母公司净利润	829	847	1209	1546
净利润同比（%）	103.3%	2.1%	42.8%	27.8%
毛利率（%）	93.5%	93.7%	93.0%	92.3%
ROE（%）	31.1%	24.1%	25.6%	24.6%
每股收益（元）	9.22	9.41	13.44	17.18
P/E	23.08	10.39	7.27	5.69
P/B	7.17	2.50	1.86	1.40
EV/EBITDA	28.36	6.82	4.12	2.48

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 人二倍体细胞拉动公司业绩高速增长	5
1.1 国内首家人二倍体细胞狂犬厂商	5
1.2 股权结构稳健，子公司布局动保赛道	5
1.3 深入推广带动产品快速放量，营收高速增长	6
2 推广深化产品渗透，产能提升支撑业绩再爬坡	8
2.1 独家人二倍体狂犬销量快速增长，产能释放进一步深化市场渗透	8
2.2 四价流脑多糖疫苗原液车间技改	13
3 成立康华动保开启宠物疫苗国产替代新征程	16
3.1 国内宠物行业市场正处于快速增长期	16
3.2 国内宠物疫苗市场渗透率低、进口产品为主、国产产品规范化程度低	17
3.3 包括康华动保在内的本土企业开始进军宠物疫苗市场	18
4 业绩预测及投资建议	19
4.1 业绩拆分与估值对比	19
4.2 投资建议	21
风险提示:	21
财务报表与盈利预测	23

图表目录

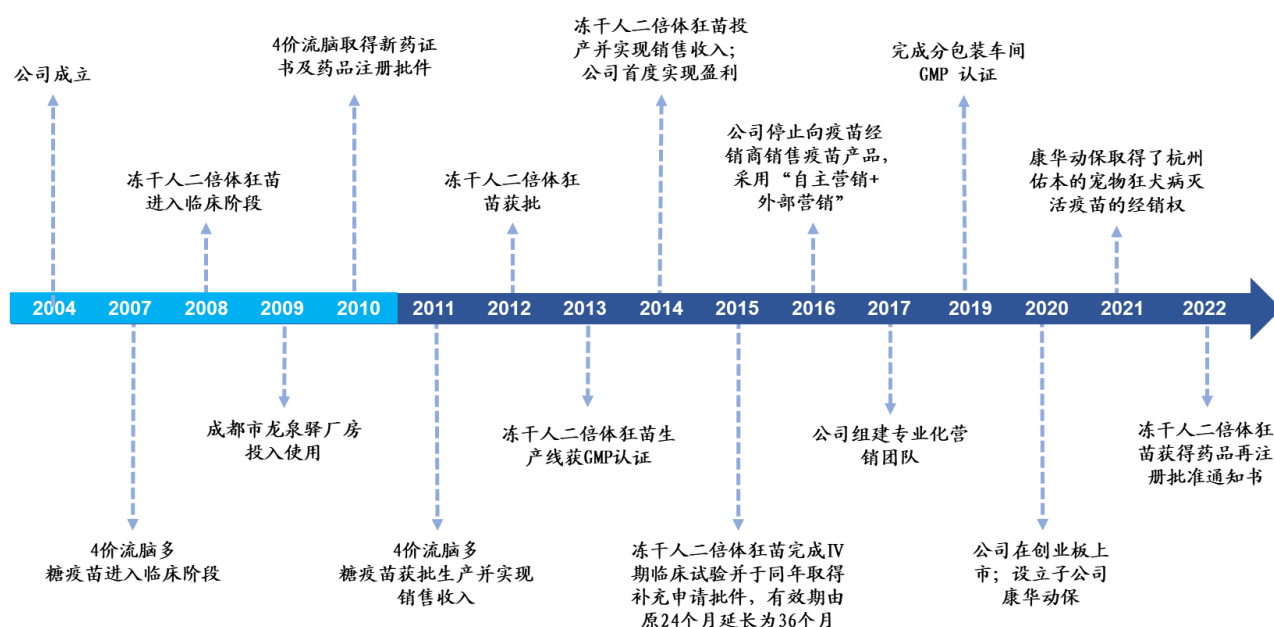
图表 1 公司历史沿革	5
图表 2 公司股权结构（截至一季报）	6
图表 3 公司人二倍体狂犬收入（亿元）及同比增速	7
图表 4 公司营业收入、归母净利（亿元）及同比增速	8
图表 5 公司各费用支出率（%）及毛利率、净利率（%）	8
图表 6 常用细胞培养狂犬病疫苗比较	9
图表 7 2014~2020 年中国人用狂犬病疫苗批签发量	9
图表 8 我国已上市的人用狂犬病疫苗产品主要厂商及批签发情况	10
图表 9 2020 年中国狂犬病疫苗批签发量产品类型分布情况	10
图表 10 国内处于临床阶段的人用狂犬（人二倍体）管线	11
图表 11 公司人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）批签发量产品类型分布情况	12
图表 12 公司人用狂犬（人二倍体）销售额预测（2020~2025E）	12
图表 13 2015-2020 脑膜炎球菌疫苗批签发情况（万支）	13
图表 14 国内获批上市的脑膜炎球菌疫苗	13
图表 15 2017~2020 年 ACYW135 群多糖疫苗批签发量（万支）	15
图表 16 国内在研的脑膜炎球菌疫苗	15
图表 17 2018~2021 年中国城镇犬猫数量（万只）	16
图表 18 2018~2021 年中国城镇犬猫消费市场规模（亿元）	16
图表 19 2018~2021 年中国养宠人数数量（万人）	17
图表 20 2021 年宠物疫苗接种情况	17
图表 21 2021 年宠物疫苗接种情况	18
图表 22 2021-2024E 公司营业收入预测（百万元）	19
图表 23 2022E-2024E 公司部分财务指标（百万元）	20
图表 24 可比公司市值、归母净利以及 PE（WIND 一致预期）情况（截至 2022/7/21）	20

1 人二倍体细胞拉动公司业绩高速增长

1.1 国内首家人二倍体细胞狂犬疫苗厂商

公司是国内首家生产人二倍体细胞狂犬病疫苗的综合疫苗研发、生产、销售企业。目前公司主营产品包括冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）和 4 价流脑多糖疫苗。其中冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）为公司核心产品，采用国内领先的“100L 大体积生物反应器微载体规模化培养、扩增人二倍体细胞技术”，经层析纯化，为国内首个上市销售的人二倍体细胞狂犬病疫苗，打破了国内狂犬病疫苗一直沿用动物细胞制备的局限，具有“无引入动物源细胞残留 DNA 和动物源细胞蛋白”、安全性高、免疫原性好、保护持续时间长等优势。此外，公司还通过成立子公司康华动保领先布局国产宠物疫苗行业。

图表 1 公司历史沿革



资料来源：Wind，华安证券研究所

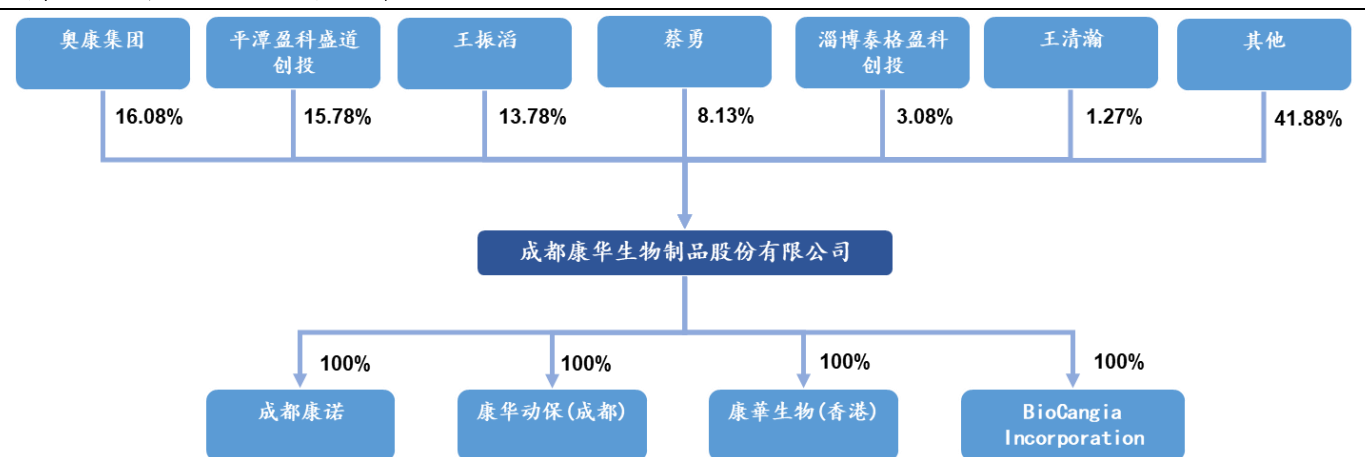
公司持续推进多平台、多形式的产品研发。公司持续引进病毒纯化、细胞培养、工艺开发等方面的研发人才，截止 2021 年年报，公司研发人员达 107 人。公司与信然博创就基于 mRNA 技术平台研究开发带状疱疹疫苗、肺结核疫苗和狂犬疫苗达成合作，有利于公司建立 mRNA 疫苗技术平台；同时公司持续推进与中国科学院、香港大学、四川大学、天津医科大学、药明生物、和元生物的合作研发。公司重视在重组蛋白疫苗、重组腺病毒疫苗、核酸疫苗等新型疫苗产品和创新技术方面的投入，2021 年，公司研发投入 7,887.55 万元，同比增长 35.40%。

1.2 股权结构稳健，子公司布局动保赛道

高管集中持股为公司稳健经营保驾护航，子公司孵化全新赛道。王振滔，现任康华生物董事长；截至 2022 年一季报，王振滔直接持有公司 13.78% 的股份，通过奥康集团间接持有公司 11.13% 的股份。王清瀚，现任康华生物董事、总经理；截至 2022 年一季报，王清瀚直接持有公司 1.27% 的股份，并通过平潭盈科间接持有公司

3.3%的股份。公司高管集中持股，有利于经营的稳定。子公司“康华动保”在2021年取得了杭州佑本的宠物狂犬病灭活疫苗在中国大陆及澳门、香港和台湾地区政府采购和宠物医院线上线下全渠道的经销权。康华动保大力引进高素质营销人员，扩大宠物疫苗销售和市场团队，加速拓展经销商渠道，开展市场品牌建设及产品推广工作，打造行业品牌影响力。2021年12月5日，康华动保发起《希利斯守护计划》，2022年1月底该计划招募突破3,000家宠物医院。

图表 2 公司股权结构（截至一季报）



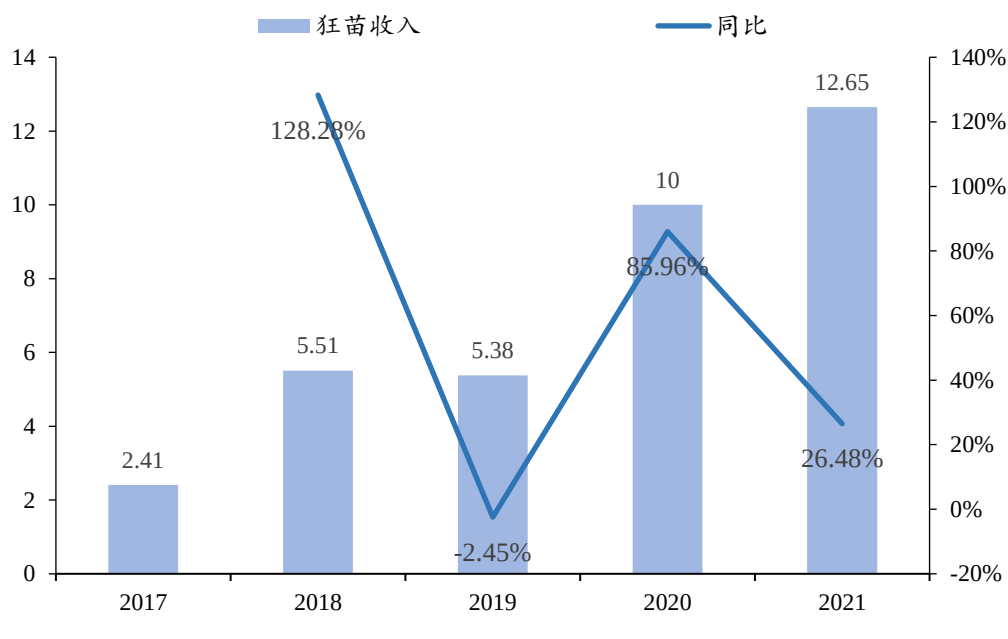
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 深入推广带动产品快速放量，营收高速增长

公司不断优化市场营销体系、丰富品牌内涵，深化产品推广。公司通过爱分享（Ishare）、金盾学院等平台的互动、参加各类行业展会、论坛、自媒体平台运维等积极推进品牌建设。公司坚持以市场和患者需求为导向开展市场营销工作，注重公众教育，公司依靠线上平台、线下参展多种方式对高风险患病人群进行预防接种宣教，提高终端群众对公司产品的认识。公司持续加强营销团队建设，运用先进的信息管理系统不断地提高营销效率和执行力；持续整合内外部营销资源，实行差异化的市场营销策略；加强专业化学术推广力度，并不断升级打造专业的学术营销队伍，提高市场覆盖率，截至2021年底，公司实现业务覆盖疾控中心1,956个。

公司产品快速放量，拉动营收净利双增长。公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）2021年批签发量479.50万支，同比增幅29.47%。公司2020年营业总收入为10.39亿元，同比增长87.3%，2021年营业总收入为12.92亿元，同比增长24.4%，2022年Q1实现营业收入2.67亿元，同比增长12.5%，近三年营业总收入上升较快。2020年净利润为4.03亿元，同比增长119.5%，2021年扣非归母净利润为5.55亿元，同比增长37.8%，2022年Q1实现扣非归母净利润1.24亿元，同比增长24.6%。

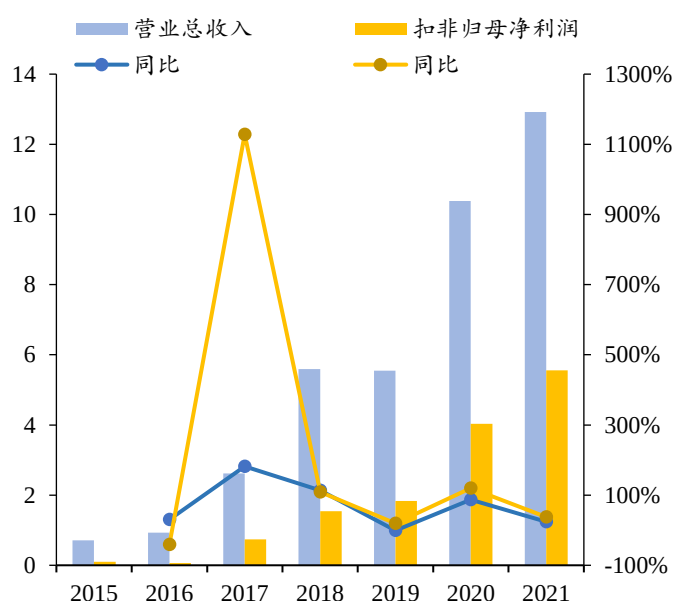
图表 3 公司人二倍体狂苗收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华安证券研究所

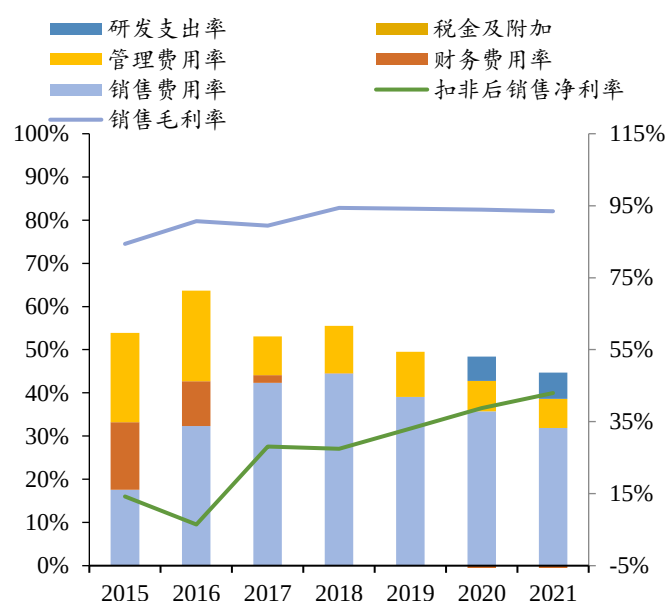
公司费用结构逐渐完善，净利润增长迅速。公司的主要费用产生于销售费用、研发费用以及管理费用，其中销售费用率先上升后下降，从2018年后开始下降，其中2020年销售费用率为35.7%，2021年销售费用率为31.9%，2022年Q1已下降至25.7%。研发支出率在2020和2021迅速上升至5.6%和6.1%。管理费用率在2017年迅速下降至9.0%，2018年后继续下降，下降幅度有所减缓，其中2020年管理费用率为7.1%，2021年管理费用率为6.7%，2022年Q1上升5pct，达到7.2%。财务费用率从2015年开始不断下降，到2020年实现利息收入，占营业收入1.2%，2021年利息收入占营业收入的1.6%，2022年Q1继续上升占比达到2.0%。销售毛利率从2015年的84.4%，上升到2018年的94.4%，此后开始小幅度下滑，2020年毛利率为93.9%，2021年为93.5%，2022年Q1销售毛利率上升回94.2%，整体上具有高而稳定的毛利。扣非后销售净利率从2018年始不断上升，其中2020年实现扣非后销售净利率38.8%，2021年上升至43.0%，2022年Q1的扣非后销售净利率为46.3%。

图表 4 公司营业收入、归母净利（亿元）及同比增速



资料来源: choice, 华安证券研究所

图表 5 公司各费用支出率(%)及毛利率、净利率(%)



资料来源: choice, 华安证券研究所

2 推广深化产品渗透，产能提升支撑业绩再爬坡

公司目前已上市冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗。公司研发管线的布局以疫苗研发平台建设为核心，已布局 mRNA 疫苗平台、重组蛋白 VLP 疫苗平台、重组腺病毒疫苗平台、多糖蛋白结合疫苗平台、减毒活疫苗平台、灭活疫苗平台、新型疫苗佐剂平台等多个创新疫苗平台。同时也在开展六价诺如病毒疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗、四价鼻喷流感疫苗等新疫苗的研发。

2.1 独家人二倍体狂苗销量快速增长，产能释放进一步深化市场渗透

狂犬病是世界上病死率最高的疾病，一旦发病，病死率接近 100%，至今尚无特效治疗方法。狂犬病是一种危害较大的病毒性人畜共患病，许多食肉动物和蝙蝠为本病的自然宿主，病死率极高，人感染后一旦出现临床症状，几乎百分之百致命。WHO 公布的数据显示，全球 99% 的狂犬病死亡是由于患狂犬病的家养犬咬伤所致，有 33 亿多人居住在狂犬病地方性流行区。根据中国疾控中心统计数据显示，中国 2019 年狂犬病发病人数为 290 例，死亡人数为 276 人，病死率较高。

实验室动物研究和人体临床评估已经证明了细胞培养狂犬疫苗的免疫原性和效力，在用于暴露前和暴露后预防时，对 99% 以上的受接种者均可诱导出抗体反应。在 10 年以前接受过细胞培养狂犬疫苗暴露前全程免疫接种、免疫接种一年后给予一剂次加强接种的人群中，有 96% 以上的人仍然可以检测到 NVA。

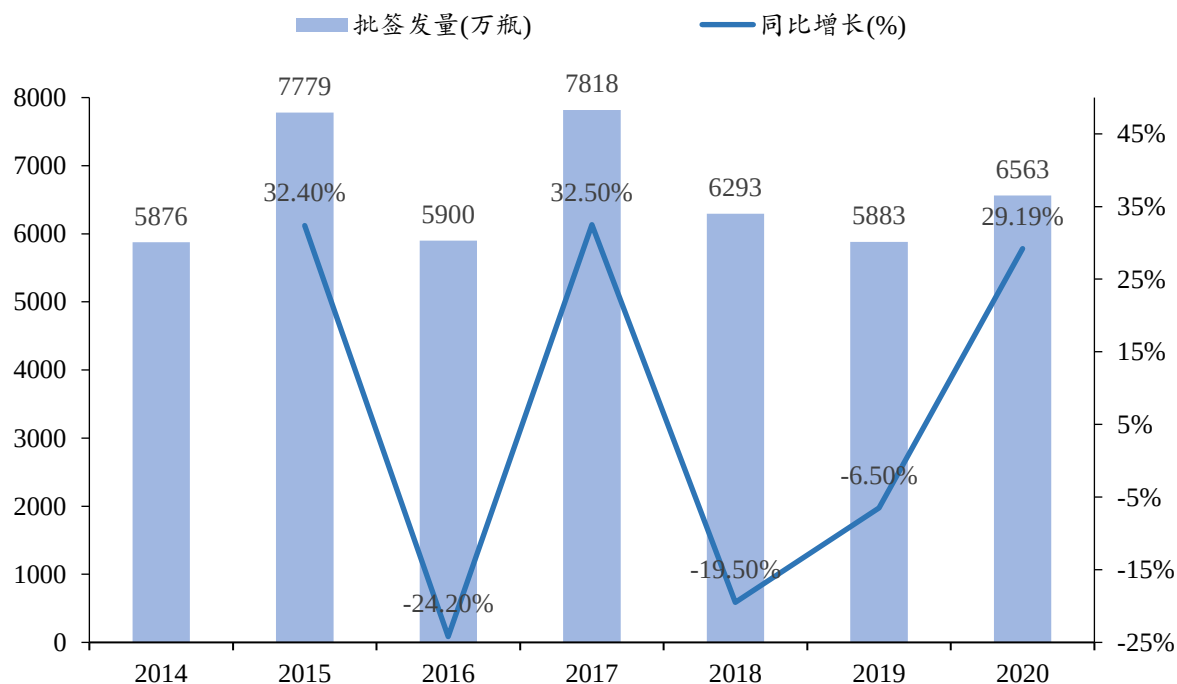
图6 常用细胞培养狂犬病疫苗比较

常用狂犬病疫苗比较				
	动物细胞狂犬病疫苗			人源细胞狂犬病疫苗
	地鼠肾细胞	鸡胚细胞	Vero 细胞	人二倍体细胞
优点	免疫效果好，安全性好		来源方便，容易建立细胞库和保存，可连续传代，生长速度快；遗传性状稳定，恶性化概率小，无外源性污染，具有良好的生物安全特性；对多种病毒敏感，生产病毒滴度高；对培养条件要求不高，易于大规模生产	免疫原性好，过敏等不良反应较少，抗体诱导效率高，无致肿瘤性
缺点	培养条件苛刻，易发生病毒污染，难以大规模生产		动物源细胞 DNA 残留和蛋白残留导致的潜在风险	
生产企业	河南远大、中科生物、亚泰生物、艾美生物等	Chiron Behring	广州诺诚、吉林迈丰、辽宁成大、百克生物、宁波荣安、长春卓谊、大连雅立峰等	康华生物
平均中标价	50~70 元/支	200 元/支	50~300 元/支	300 元/支

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

国内狂犬病疫苗属于刚性疫苗，近年来，国内人用狂犬病疫苗每年的批签发总数量维持在 6,000-8,000 万支，即 1,200-1,600 万人份，整体批签发量基数较大。同时，随着人们饲养宠物习惯的逐渐兴起，我国宠物数量呈逐年增长趋势，根据中国产业信息网数据，2017 年度，我国宠物数量由 2010 年的 9,691 万只大幅增加至 1.68 亿只，未来随宠物市场规模的扩大、暴露前免疫知识的普及，人用狂犬病疫苗仍有需求增长的空间。

图7 2014~2020 年中国人用狂犬病疫苗批签发量



资料来源：中检所，华安证券研究所

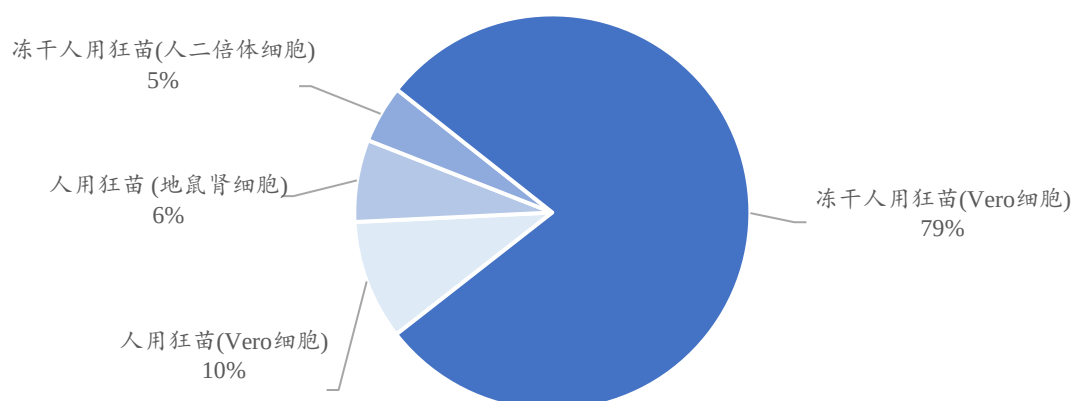
图表 8 我国已上市的人用狂犬病疫苗产品主要厂商及批签发情况

公司名称	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	批签发量 (万人份)	占比	批签发量 (万人份)	占比	批签发量 (万人份)	占比
成大生物	1034.79	55.19%	1008.445	72.95%	567.75	43.85%
宁波荣安	390.39	20.82%	84.72	6.13%	175.70	13.57%
长春卓谊	99.47	5.31%	40.47	2.93%	53.94	4.17%
广东诺诚	-	-	94.47	6.83%	209.92	16.21%
百克生物	-	-	4.85	0.35%	63.34	4.89%
成都康华 (人二倍体细胞)	74.07	3.95%	47.55	3.44%	44.64	3.45%
河南远大 (地鼠肾细胞)	62.75	3.35%	49.68	3.59%	30.73	2.37%
中科生物 (地鼠肾细胞)	42.74	2.28%	22.47	1.63%	76.01	5.87%
其他	170.69	9.10%	29.75	2.15%	72.6	5.61%
合计	1874.91		1382.41		1294.62	

资料来源：百克生物招股书，华安证券研究所

在各类细胞培养的狂犬病疫苗中，人二倍体细胞基质培养的狂犬病疫苗正在逐步崛起。按照培养基质分品种进行统计，目前 Vero 细胞狂犬病疫苗是市场上的主流产品。2020 年，冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)的批签发量为 6193 万支，市占率为 79%；公司人二倍体细胞狂犬病疫苗的批签发量为 370.36 万支，市占率约 5%。在人用狂犬疫苗市场整体批签发量基本保持稳定的前提下，康华的人二倍体细胞基质培养的狂犬病疫苗 2021 年批签发量上升至 479.5 万支，同比增速为 29.47%。

图表 9 2020 年中国狂犬病疫苗批签发量产品类型分布情况



资料来源：中检所，华安证券研究所

人二倍体狂犬疫苗相比于传统狂犬疫苗体现出的差异化优势将推动其未来在狂犬疫苗市场的市占率不断提升。人二倍体狂犬疫苗相较于 Vero 细胞狂犬疫苗而言，具有“无引入动物源细胞残留 DNA 和动物源细胞蛋白”、安全性高、免疫原性好、保护持续时间长等优势，是 WHO 认定的狂犬病黄金疫苗，是目前国内传统狂犬病疫苗的有力补充，尤其适用于过敏体质者、老人及儿童等免疫力偏低的人群，同时，动物源细胞基质狂犬病疫苗至人源细胞狂犬病疫苗是狂犬病疫苗行业发展的趋势之一，因而人二倍体细胞狂犬病疫苗具有广阔的市场前景。未来 3~5 年，人二倍体细胞基质培养的狂犬病疫苗将持续在提高渗透率、创造增量市场，以及替代 Vero 细胞狂犬病疫苗、扩大存量市场两个方向共同获得销量高增速。

公司产品人二倍体细胞基质培养的狂犬病疫苗目前是国内独家产品，工艺技术以及技术壁垒减少了潜在竞争对手。人二倍体细胞前期培养到后期大罐培养的放大工艺控制及相关技术难度极大，在 pH 值、搅拌转速、溶氧等方面存在极高控制难度；同时，人二倍体细胞对狂犬病病毒的敏感性不强，病毒表达水平较温和，细胞感染病毒后易发生细胞脱落。2014 年度，公司自主研发人二倍体细胞狂犬病疫苗采用大体积生物反应器微载体规模化培养、扩增人二倍体细胞技术，克服以上技术壁垒，打破了国内狂犬病疫苗一直采用动物细胞制备狂犬病疫苗的技术局限，为目前国内唯一经中检院批签发上市的人二倍体狂犬病疫苗。

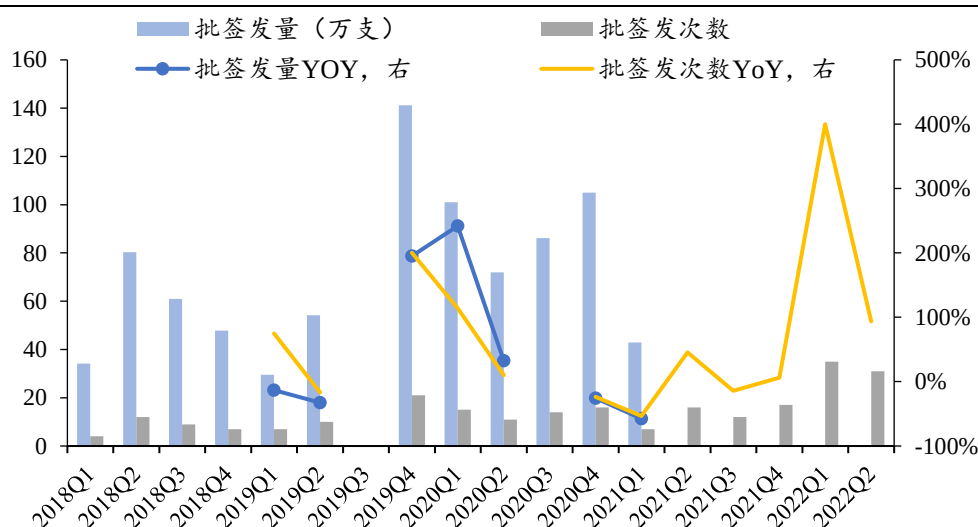
图表 10 国内处于临床阶段的人用狂犬（人二倍体）管线

登记号	药品名称	试验阶段	试验状态	申办人	首次公示日期
CTR20211392	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	III 期	进行中	辽宁成大生物股份有限公司	2021/6/18
CTR20221775	冻干人用狂犬病疫苗（2BS 细胞）	III 期	进行中	成都所	2022/7/14
CTR20170963	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	III 期	已完成	北京民海生物科技有限公司	2017/8/23
CTR20181701	冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）	III 期	进行中	安徽智飞龙科马生物制药有限公司	2019/9/4

资料来源：国家食药监局，华安证券研究所

多年深化市场教育助力公司产品迎来快速放量期，产能释放支撑公司业绩进一步增长。根据公司年报显示，公司业务覆盖疾控中心由 2020 年底的 1667 个，迅速增长到 2021 年底的 1956 个，覆盖的接种点由 2020 年底的 3400 个，迅速增长到估算 2022 年超过 4000 个。公司二倍体狂犬的批签发量也在同步迅速增长，2019~2021 年分别为 237.8/ 370.4/ 479.5 万支，相应同比增速为 6.54%/ 55.83%/ 29.47%。2021 年，公司人二倍体狂犬营收达 12.64 亿元，占总营收的 97.85%。中检所公布的批签发量数据显示，进入 2022 年后，公司人二倍体狂犬的批签发仍然在以超高速增长（2022 年 Q1、Q2 批签发次数同比增幅均超过 90%）。为配合迅速增长的销售量，公司不断扩展以对业绩增长形成强力支撑。公司病毒性疫苗二车间于 2021 年 6 月投产后，公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）环评产能为 500 万剂/年。同时，募集资金投资的“康华生物疫苗生产扩建项目”处于建设安装阶段，规划年产能 500 万支，预计在 2023 年完工，投产后将新增冻干二倍体狂犬年产能 600 万支，总产能达 1100 万支。

图表 11 公司人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）批签发量产品类型分布情况



资料来源：中检所，华安证券研究所

公司人用狂犬（人二倍体细胞）销量预测：

假设 1：假设国内狂犬病疫苗刚性批签发总数量维持在 6,000-8,000 万支，即 1,200-1,600 万人份，同时，随着我国宠物数量呈逐年增长趋势，人用狂犬病疫苗每年有 500 万支的需求增长的空间。

假设 2：假设 2020~2025 年人用狂犬（人二倍体）的渗透率分别为 4.5%/ 5.3%/ 6.8%/ 11%/ 15.5%/ 21%。并假设由于康泰生物的竞品上市，公司人用狂犬（人二倍体）产品 2023 年~2025 年市占率分别为 80%/ 65%/ 50%。

假设 3：根据公司人用狂犬（人二倍体）最新中标价 310 元，假设产品 2022 年~2025 年中标价分别为 310 /302 /299 /296 元。

综上，预计公司的人用狂犬（人二倍体）在 2022 年~2025 年销售额分别为 17.9/ 23.9/ 28.6/ 31.1 亿元。

图表 12 公司人用狂犬（人二倍体）销售额预测（2020~2025E）

人二倍体狂犬苗市场空间测算						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
传统狂犬疫苗市场（万支）	7000	7000	7000	7000	7000	7000
宠物增加带来的增量市场（万支）	500	500	500	500	500	500
人用狂犬疫苗市场空间	7500	8000	8500	9000	9500	10000
人二倍体狂犬苗渗透率	4.5%	5.3%	6.8%	11.0%	15.5%	21.0%
人二倍体狂犬苗销量（万支）	337.5	424.0	578.0	990.0	1472.5	2100.0
公司人二倍体狂犬苗市占率	100%	100%	100%	80%	65%	50%
公司人二倍体狂犬苗销量（万支）	337.5	424.0	578.0	792.0	957.1	1050.0
人二倍体狂犬苗单支价格（元）	295	302	310	302	299	296
公司人二倍体狂犬苗市场规模（亿元）	10.0	12.8	17.9	23.9	28.6	31.1
YoY		29%	40%	33%	20%	9%

资料来源：中检所，国家统计局，华安证券研究所

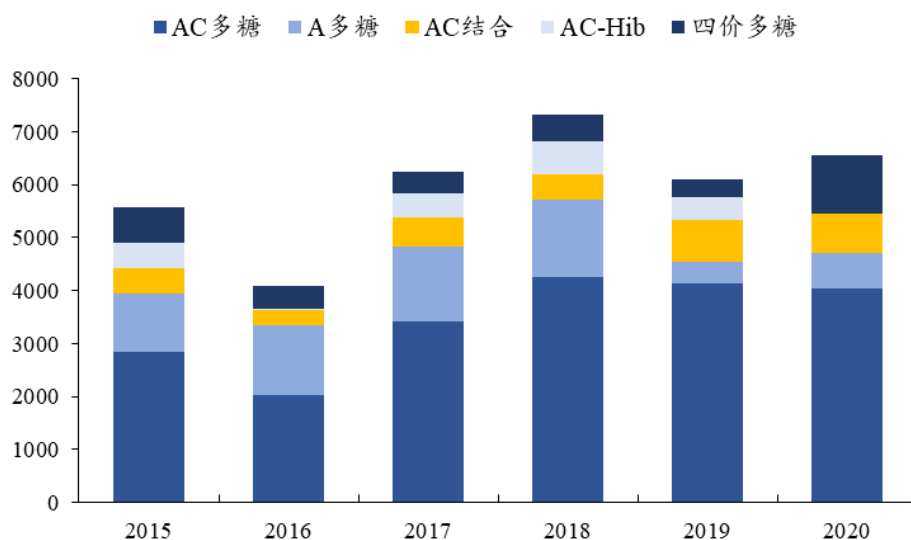
2.2 四价流脑多糖疫苗原液车间技改

脑膜炎球菌疫苗主要针对儿童，老品种批签发量较稳定

流行性脑脊髓膜炎疫苗帮助儿童预防脑膜炎球菌感染，在我国分为多糖疫苗和结合疫苗两类。脑膜炎球菌病是主要由脑膜炎奈瑟球菌引起的严重传染病，发病率在 12 月龄以下的婴幼儿中最高，症状与流感相似，在早期很难被发现。死亡率约为 20% 至 35%。罹患脑膜炎还可能导致永久性残疾等后遗症。依据表面特异性多糖抗原分为多个血清群，其中，A、B、C、W135、Y 群是目前全球主要流行的致病菌群，中国以 A、B、C 群为主，W135 群发病率逐渐上升。目前，我国已上市的流行性脑脊髓膜炎疫苗主要分为多糖疫苗和结合疫苗两类，包含 5 种品种：A 群多糖疫苗（MenA）、AC 多糖疫苗、AC 结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗（MPSV4）和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗（MCV4）。

目前主流接种品种为老品种多糖疫苗，结合疫苗占比逐渐上升。国内脑膜炎球菌疫苗在 2 岁以下儿童中的疫苗接种率高，2016 年已达到约 99.5%。从数量来看，属于免疫规划疫苗的 A 群多糖疫苗和 AC 多糖疫苗批签发占大部分，主要针对 2 岁以上的儿童。AC 结合疫苗以及 ACYW135 结合疫苗主要针对 2 岁以下儿童，免疫的有效性更强、保护期限更长、保护范围更广，批签发占比逐渐增加。

图表 13 2015-2020 脑膜炎球菌疫苗批签发情况（万支）



资料来源：欧林生物招股书，华安证券研究所

我国脑膜炎球菌疫苗市场接种率高、发病率低、获批企业多。我国流行性脑膜炎年新发病例数长期保持在 100-200 人左右；新生儿脑膜炎球菌疫苗的整体接种率在 99.7% 左右。2019 年中国的脑膜炎球菌疫苗批签发数量合计为 6104 万支，其中根据批签发数据计算，一价和二价脑膜炎球菌疫苗的接种率约 89%，四价脑膜炎球菌疫苗的接种率约 11%。

图表 14 国内获批上市的脑膜炎球菌疫苗

药品名称	企业名称	批准日期	入围目录
MenA	上海所	2010-09-03	-
	成都所	2020-02-25	-
	浙江天元生物	2012-08-16	国家基本药物目录

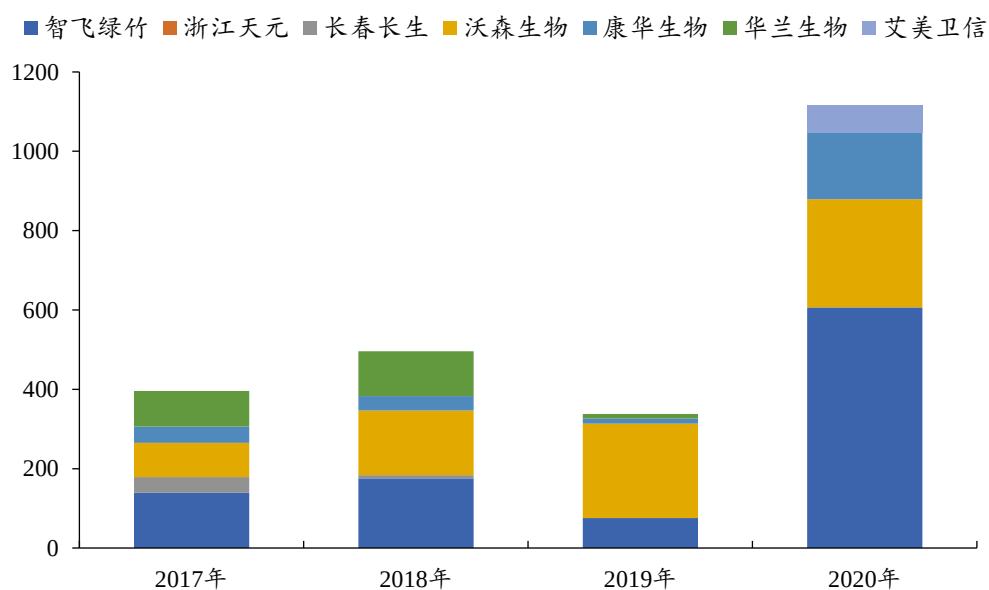
	长春所	2010-09-02	国家基本药物目录
	武汉所	2020-08-31	国家基本药物目录
	上海所	2010-08-25	国家基本药物目录
	兰州所	2020-04-22	国家基本药物目录
	成都所	2020-02-25	国家基本药物目录
	北京所	2020-08-18	国家基本药物目录
MPSV2	浙江天元生物	2017-08-21	国家基本药物目录
	长春长生	2011-10-21	国家基本药物目录
	沃森生物	2017-03-22	国家基本药物目录
	兰州所	2020-04-22	国家基本药物目录
	兰州所	2020-04-22	国家基本药物目录
	华兰生物	2018-03-12	国家基本药物目录
	智飞生物	2021-09-06	国家基本药物目录
	Sanofi Pasteur SA	2014-12-23	国家基本药物目录
MCV2	康希诺	2021-06-22	国家基本药物目录
	沃森生物	2018-12-13	国家基本药物目录
	罗益(无锡)生物	2017-10-13	国家基本药物目录
	欧林生物	2020-09-30	国家基本药物目录
	智飞生物	2018-01-03	国家基本药物目录
MPSV4	祥瑞生物	2017-12-08	国家基本药物目录
	天元生物	2017-08-21	-
	长春长生	2013-10-24	-
	沃森生物	2017-03-22	-
	华兰生物	2019-03-26	-
	康华生物	2020-01-19	-
	艾美卫信	2018-10-15	-
	智飞生物	2017-09-06	-

资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所

公司产品为 4 价流脑多糖疫苗

公司 4 价流脑多糖疫苗原液车间处于技改阶段。公司 2018~2021 年 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的批签发量分别为 37.0 万支、13.1 万支、167.4 万支、38.4 万支，相应同比增速为-10.11%、-64.59%、1177.86%、-77.06%。2021 年疫苗原液车间处于技改中，因此靠 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗所获得的营收仅为 2765.9 万元，占总营收的 2.14%。公司将在稳固市场份额的同时，根据市场情况及产能情况，进一步开拓市场。但考虑到多糖疫苗逐渐被结合疫苗替代的大趋势，未来公司 4 价流脑疫苗的销售额有逐步下降的风险。

图表 15 2017~2020 年 ACYW135 群多糖疫苗批签发量（万支）



资料来源：欧林生物招股书，华安证券研究所

目前国内有多款结合疫苗在研。目前发达国家广泛使用以防范脑膜炎球菌的疫苗为 4 价脑膜炎结合疫苗产品，即 MCV4，具体包括葛兰素史克的 Menveoll、赛诺菲巴斯德的 MenactraII 和辉瑞的 NimenrixII，前述三款产品均未在国内申请注册。国内目前共有包括民海生物、智飞生物、兰州生物制品研究所、沃森生物的 MCV4 产品处于临床试验阶段。

图表 16 国内在研的脑膜炎球菌疫苗

药物名称	登记号	申办人	最新公告日期	试验阶段
MCV2	CTR20181556	华兰生物	2018-09-25	III 期
	CTR20140065	武汉所	2020-01-03	III 期
	CTR20170710	成都所	2018-05-22	II 期
	CTR20192131	成大生物	2021-03-15	
三联苗	CTR20191736	欧林生物	2020-01-08	III 期
	CTR20210071	罗益生物	2021-11-29	其它
	CTR20191760	智飞	2021-10-22	III 期
	CTR20130162	民海生物	2016-01-22	III 期
MCV4	CTR20212286	智飞	2021-11-29	III 期
	CTR20202577	沃森生物	2020-12-15	III 期
	CTR20201077	兰州所	2020-12-03	III 期
	CXSL2101323	艾美卫信	2021-09-13	获批临床

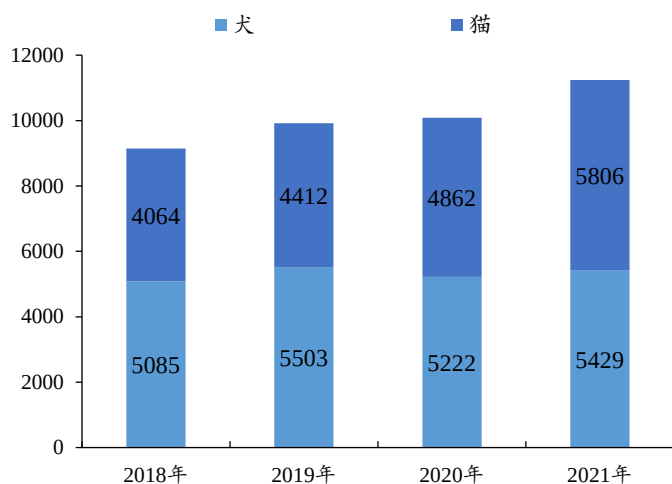
资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所

3 成立康华动保开启宠物疫苗国产替代新征程

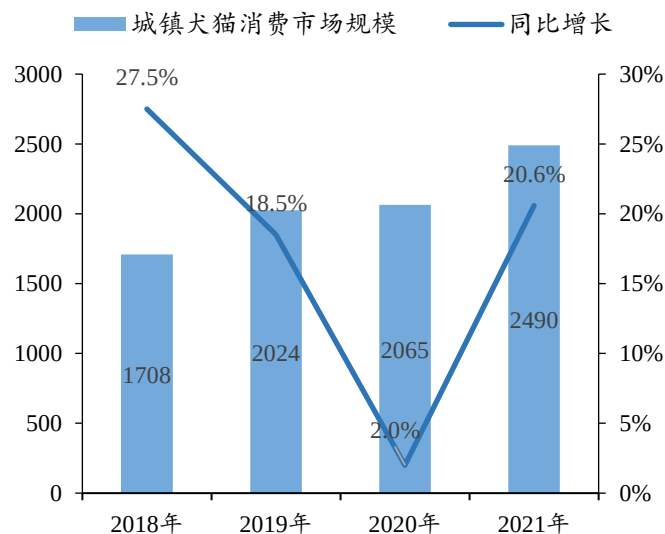
3.1 国内宠物行业市场正处于快速增长期

在单身经济、居民收入增加和资本的共同推动下，2021 年我国宠物市场规模已达 3942 亿元，同比增长 33.5%。《2021 年宠物行业白皮书》显示，我国宠物市场规模持续扩张，其中城镇犬猫市场的规模达到 2490 亿元，同比增长 20.6%，城镇犬猫数量合计 11235 万只，其中猫 5806 万只，犬 5429 万只。据中商产业研究院预测，2022 年中国宠物数量可达 2.2 亿只，宠物行业市场规模将达到 2700 亿元。我国城镇宠物(犬猫)主达到 6844 万多人，“90 后”成为宠物主的主力军，占比达到 46.3%。宠物主中年轻人、高学历、高收入人群不断增加，东部发达地区和一线及省会城市养宠物人群多。年轻人和已婚人士养宠消费能力最强，现在“00 后”也逐渐成为宠物消费的主力军。数据显示，宠物主在宠物的消费上，单只犬年均消费 2634 元，单只猫年均消费 1826 元。全年前往宠物医院 1-2 次的宠物主占比为 21.7%，频次在 3-5 次的为 37.1%，5-10 次的为 23.1%，还有 18.1%的宠物主全年前往医院的次数在 10 次以上。由此可见，宠物主对于宠物的健康情况十分看重，愿意在宠物医疗方面消费支出。但从技术、人才、设备和服务等整体状况来讲，我国宠物医疗水平还有待提高，宠物制药处于起步阶段。

图表 17 2018~2021 年中国城镇犬猫数量（万只）



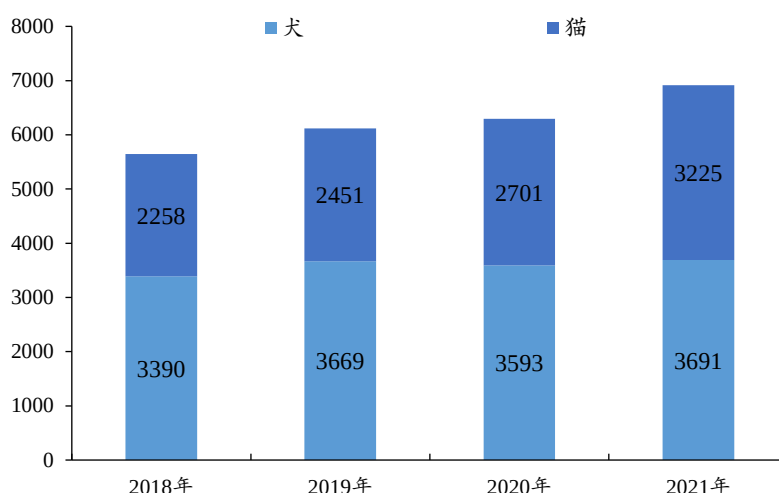
图表 18 2018~2021 年中国城镇犬猫消费市场规模(亿元)



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，华安证券研究所

资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，华安证券研究所

图表 19 2018~2021 年中国养宠人数数量（万人）



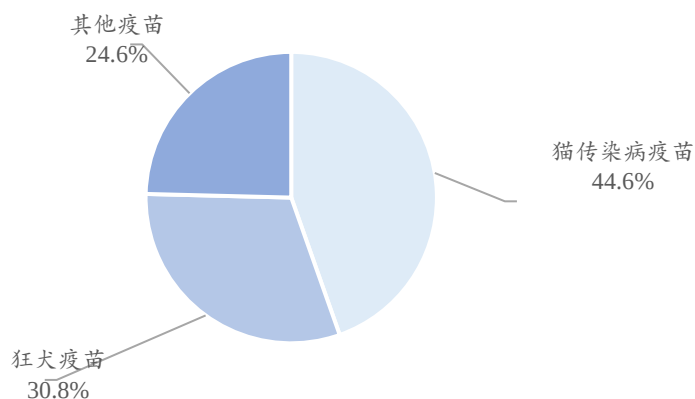
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，华安证券研究所

目前，我国的宠物医院仅有 2.28 万家，存在较大的缺口。专业宠物医生的数量并不能满足日益发展的宠物医院需求。由此可见，宠物经济已经成为拉动消费的强劲力量，还有很大的发展前景。

3.2 国内宠物疫苗市场渗透率低、进口产品为主、国产产品规范化程度低

我国宠物疫苗市场渗透率不足 3%，行业处于初期水平，且进口疫苗占比高达九成。虽然我国宠物数量基数大，但是宠物疫苗市场渗透率不足 3%，与国外发达国家 40% 的水平还有很大差距，行业整体处于培育阶段。疫苗接种一直是宠物医疗中占比很大的一块，《2021 年中国宠物医疗白皮书》（消费报告）指出，国内宠物主带宠物光临宠物医院目的排位中，第一位就是疫苗接种，占比 70.3%。90% 以上的宠物主都知道需要给宠物定期接种疫苗，67.2% 的宠物主每年定期给宠物接种狂犬疫苗，74.1% 的宠物主每年定期给宠物接种传染病疫苗，并且，猫传染病疫苗在疫苗接种量中的占比 44.6%，位居第一；狂犬疫苗的接种量占比 30.8%。由此可见，宠物疫苗的接种需求在国内不断上升。

图表 20 2021 年宠物疫苗接种情况



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，华安证券研究所

与日益增长的消费需求相比，国内从事宠物疫苗开发的企业较少。长期以来，国产动物疫苗专注于大型动物和肉用动物领域，宠物疫苗的研发起步则相对较晚，直到 2000 年才由夏咸柱院士及其团队成员研制的犬五联苗。由此，国内宠物疫苗市场亦由进口产品所主导，硕腾、梅里亚、英特威、法国维克、勃林格殷格翰和海博莱的市场份额近九成。市场上常见的国产苗主要是吉林五星动物保健药厂生产的百思特疫苗，能有效预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬传染性肝炎、犬副流感、狂犬病等五种疾病。而进口疫苗主要是荷兰英特威疫苗，美国富道公司的疫苗，法国维克公司的维克疫苗，法国梅里亚公司梅里亚疫苗。目前市场上常见的疫苗主要为二联、四联、六联和狂犬疫苗，用于预防犬瘟热、犬细小病毒、犬副流感、传染性肝炎和钩端螺旋体。

3.3 包括康华动保在内的本土企业开始进军宠物疫苗市场

最近 5 年，已经有 5 家本土动物疫苗企业开始布局宠物疫苗。其中，上市公司金宇生物技术股份有限公司布局较早。该公司在 2018 年就宣布加大对宠物疫苗的投入力度。公司 2020 年年报显示，其犬四联、犬三联疫苗处在临床申报阶段；猫四联处在中试阶段；已上市的狂犬疫苗年内销售量 190 万头份。除了金宇生物技术股份有限公司，2020 年，中国工程院院士陈焕春持股的科创板上市公司科前生物以犬四联和狂犬病疫苗为主，均是获批产品。此外，普莱柯在 2020 年年报中宣告其年内已经着手组建宠物产品事业部，目前狂犬疫苗获批，犬二联已进入临床试验阶段，犬四联、猫三联项目在推进中。

2021 年 9 月，康华生物旗下全资子公司康华动保在成都举办开业典礼，正式布局高端宠物狂犬病疫苗领域。2021 年，康华动保取得了杭州佑本的宠物狂犬病灭活疫苗在中国大陆及澳门、香港和台湾地区政府采购和宠物医院线上线下全渠道的经销权。康华动保大力引进高素质营销人员，扩大宠物疫苗销售和市场团队，加速拓展经销商渠道，开展市场品牌建设及产品推广工作，打造行业品牌影响力，上半年成功销售数万支。2021 年 12 月 5 日，康华动保发起《希利斯守护计划》，2022 年 1 月底，该计划招募突破 3,000 家宠物医院。

结合宠物行业的发展速度、国产宠物疫苗对进口产品的深化替代等因素，估算 2022~2025 年公司宠物疫苗产品销售额分别为 0.4/ 1.2/ 2.3/ 3.6 亿元。

图表 21 2021 年宠物疫苗接种情况

人二倍体狂苗市场空间测算						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城镇宠物数量（万只）	11235	16235	21235	26235	31235	36235
宠物疫苗市场空间（亿元）	2809	4059	5309	6559	7809	9059
国产犬用狂苗渗透率	3.0%	5.0%	10.0%	16.0%	21.0%	25.0%
国产犬用狂苗销量（万支）	84.3	202.9	530.9	1049.4	1639.8	2264.7
公司犬用狂苗市占率			4%	6%	7%	8%
公司犬用狂苗销量（万支）			21.2	57.7	114.8	181.2
公司犬用狂苗单支价格（元）			198	200	202	200

公司犬用狂苗市场规模（亿元）			0.4	1.2	2.3	3.6
YoY				175%	101%	56%

资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，华安证券研究所

4 业绩预测及投资建议

4.1 业绩拆分与估值对比

1.假设国内狂犬病疫苗刚性批签发总数量维持在 6,000-8,000 万支，即 1,200-1,600 万人份，同时，随着我国宠物数量呈逐年增长趋势，人用狂犬病疫苗每年有 500 万支的需求增长的空间。预计公司的人用狂苗（人二倍体）在 2022 年~2025 年销售额分别为 17.9/ 23.9/ 28.6/ 31.1 亿元。

2.长期看，多糖流脑疫苗有被流脑结合疫苗替代的风险，因此公司四价流脑多糖疫苗有销售额下降的风险。但在未来 2~3 年内，由于四价苗相比二价苗存在的竞争优势，公司产品仍将保持一定的销量。

3.康华动保发起《希利斯守护计划》，2022 年 1 月底，计划招募突破 3,000 家宠物医院。结合宠物行业的发展速度、国产宠物疫苗对进口产品的深化替代等因素，估算 2022~2025 年公司宠物疫苗产品销售额分别为 0.4/ 1.2/ 2.3/ 3.6 亿元。

图表 22 2021-2024E 公司营业收入预测（百万元）

报告期	2021E	2022E	2023E	2024E
主营营业总收入	1,292.40	1,862.65	2,545.67	3,136.88
主营营业总成本	74.50	90.00	107.00	124.00
1. 人二倍体狂苗				
营收占比	97.86%	96.20%	93.96%	91.23%
收入	1,264.70	1,791.80	2,391.84	2,861.80
YOY		41.68%	33.49%	19.65%
成本	68.00	80.00	90.00	100.00
毛利	1,196.70	1,711.80	2,301.84	2,761.80
毛利率	94.62%	95.54%	96.24%	96.51%
净利率	64.18%	51.46%	53.47%	55.03%
净利润	811.68	921.99	1278.83	1574.89
2. 4 价流脑多糖疫苗				
营收占比	2.14%	1.55%	1.51%	1.38%
收入	27.70	28.80	38.40	43.20
YOY		3.97%	33.33%	12.50%
成本	6.50	8.00	11.00	9.00
毛利	21.20	20.80	27.40	34.20
毛利率	76.53%	72.22%	71.35%	79.17%
净利率	64.18%	51.46%	53.47%	55.03%
净利润	17.78	14.82	20.53	23.77

3 宠物狂犬病灭活疫苗			
营收占比	2.26%	4.53%	7.39%
收入	42.05	115.43	231.87
YOY		174.55%	100.87%
成本	2.00	6.00	15.00
毛利	40.05	109.43	216.87
毛利率	95.24%	94.80%	93.53%
净利率	51.46%	53.47%	55.03%
净利润	21.63	61.72	127.60

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 23 2022E-2024E 公司部分财务指标（百万元）

	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	1,862.65	2,545.67	3,136.88
YOY		36.67%	23.22%
成本（百万元）	117	178	242
毛利（百万元）	1,746.15	2,367.37	2,894.88
毛利率	93.75%	93.00%	92.29%
净利润(百万元)	846.85	1,209.33	1,545.85
净利率	45.5%	47.5%	49.3%
YoY		42.8%	27.8%

资料来源：Wind，华安证券研究所

公司 2022 年人二倍体狂苗持续放量，叠加新增宠物疫苗业务贡献收入。选取与公司产品结构相似的疫苗上市公司进行估值比较，包括万泰生物（首个国产 HPV 疫苗）、沃森生物（首个国产 13 价肺炎结合疫苗）、百克生物（独家鼻喷流感减毒活疫苗）。截至 2022 年 7 月 21 日，可比公司平均 2022~2024 年 PE 分别为 48X/ 33X/ 26X，公司 2022~2024 年 PE 分别为：11X/ 9X/ 8X，远低于可比公司平均水平。

图表 24 可比公司市值、归母净利以及 PE（Wind 一致预期）情况（截至 2022/7/21）

编号	证券代码	证券简称	市值（亿元）	2021 净利润（亿元）	归母净利润（亿元）			净利润增长率			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	688276	百克生物	246.0	2.4	4.6	6.8	9.1	88.6%	48.5%	33.4%	53.6	36.1	27.1
2	603392	万泰生物	1327.8	20.8	41.4	55.4	68.0	99.1%	33.7%	22.8%	32.1	24.0	19.5
3	300142	沃森生物	712.7	6.0	12.4	18.9	23.6	106.6%	51.9%	24.9%	57.4	37.8	30.2
平均			762.2	9.7							47.7	32.6	25.6

4	300841	康华生物	136.8	8.3	8.5	10.2	12.1	2.5%	19.8%	18.7%	10.8	9.0	7.6
---	--------	------	-------	-----	-----	------	------	------	-------	-------	------	-----	-----

资料来源：Wind，华安证券研究所

注：2022~2024 年可比公司业绩为 wind 一致性预测，康华生物 2022~2024 年业绩为我们预测的数据。

4.2 投资建议

人用狂苗+犬用狂苗双赛道布局拉动公司业绩高速增长。公司是国内首家生产人二倍体细胞狂犬病疫苗的综合疫苗研发、生产、销售企业。目前公司主营的产品包括冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）和 4 价流脑多糖疫苗。其中冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）为公司核心产品，为国内首个上市销售的人二倍体细胞狂犬病疫苗，具有低杂质、安全性高、免疫原性好、保护持续时间长等优势。此外，公司还通过成立子公司康华动保领先布局国产宠物疫苗行业。公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）快速放量，2021 年批签发量 479.50 万支，同比增幅 29.47%，拉动营收净利双增长。

人二倍体狂苗销量快速增长，产能释放进一步深化市场渗透。公司核心产品人二倍体细胞基质培养的狂犬病疫苗目前是国内独家产品，工艺技术以及技术壁垒减少了潜在竞争对手。目前公司是国内首家人二倍体狂犬病疫苗获批签发企业。公司 2018~2021 年二倍体狂苗的批签发量分别为 223.2/237.8/370.4/479.5 万支，相应同比增速为 123.32%/6.54%/55.83%/29.47%。2021 年，人二倍体狂苗营收达 12.64 亿元，占总营收的 97.85%。公司募投项目积极推进中，预计在 2023 年完工，完成后将新增冻干二倍体狂苗年产能 600 万支，总产能达 1100 万支。预计公司的人用狂苗（人二倍体）销售额将在 2025 年超过 30 亿元。

此外，公司 4 价流脑多糖疫苗原液车间处于技改阶段。

成立康华动保开启宠物疫苗国产替代新征程。在单身经济、居民收入增加和资本的共同推动下，2021 年我国宠物市场规模已达 3942 亿元，同比增长 33.5%。我国宠物疫苗市场渗透率不足 3%，行业处于初期水平，且进口疫苗占比高达九成。最近 5 年，已经有 5 家本土动物疫苗企业开始布局宠物疫苗。2021 年 9 月，康华生物旗下全资子公司康华动保在成都举办开业典礼，正式布局高端宠物狂犬病疫苗领域。结合宠物行业的发展速度、国产宠物疫苗对进口产品的深化替代等因素，估算到 2025 年公司宠物疫苗产品销售额将达到近 4 亿元。

投资建议：首次覆盖，给予公司“买入”评级。公司 2022 年人二倍体狂苗持续放量，叠加新增宠物疫苗业务贡献收入，我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 18.63/25.46/31.37 亿元，同比增长 44.1%/36.7%/23.2%；归母净利润分别为 8.47/12.09/15.46 亿元，同比增长 2.1%/42.8%/27.8%；公司 2022~2024 年 PE 分别为：10X/7X/6X，低于可比公司平均水平。结合国内新型高价疫苗行业的高增速，以及公司对国产宠物疫苗的布局，我们首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：

市场推广不及预期的风险：公司产品较为单一，营业收入以人二倍体狂苗为主，因此该产品的推广决定了市场渗透率的提升速度，对公司业绩有较为显著的影响。

临床试验进展不及预期的风险：公司目前有多款产品处于临床研发阶段，若临床试验进展不及预期甚至临床试验失败，都有可能影响到公司后续的业绩增长。

国产替代进程不及预期风险：目前国产宠物疫苗行业规范程度较低，公司是引领宠物疫苗国产替代进程的企业之一，但也可能承受国产替代不及预期的推广受阻风险。

其他可能影响公司正常生产经营的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E					
流动资产	1943	2219	3202	4525					
现金	927	2219	3201	4525					
应收账款	837	0	0	0					
其他应收款	3	0	0	0					
预付账款	0	0	0	0					
存货	105	0	0	0					
其他流动资产	70	0	0	0					
非流动资产	1075	1307	1534	1756					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	249	380	509	634					
无形资产	19	26	33	40					
其他非流动资产	808	901	993	1083					
资产总计	3018	3527	4736	6282					
流动负债	339	1	1	1					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	6	0	0	0					
其他流动负债	333	1	1	1					
非流动负债	9	9	9	9					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	348	9	9	9					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	90	90	90	90					
资本公积	1220	1220	1220	1220					
留存收益	1360	2207	3417	4962					
归属母公司股东权	2670	3517	4726	6272					
负债和股东权益	3018	3527	4736	6282					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	130	1548	1236	1576					
净利润	829	847	1209	1546					
折旧摊销	22	29	34	39					
财务费用	0	0	0	0					
投资损失	-5	-6	-8	-9					
营运资金变动	-456	677	0	0					
其他经营现金流	1025	170	1210	1546					
投资活动现金流	-202	-256	-254	-252					
资本支出	-315	-262	-262	-262					
长期投资	109	0	0	0					
其他投资现金流	5	6	8	9					
筹资活动现金流	-147	0	0	0					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	30	0	0	0					
资本公积增加	-18	0	0	0					
其他筹资现金流	-160	0	0	0					
现金净增加额	-219	1292	982	1324					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	1292	1863	2546	3137					
营业成本	84	117	178	242					
营业税金及附加	7	10	14	17					
销售费用	412	559	713	816					
管理费用	86	121	153	173					
财务费用	-21	-14	-33	-48					
资产减值损失	-2	0	0	0					
公允价值变动收益	269	0	0	0					
投资净收益	5	6	8	9					
营业利润	916	963	1375	1757					
营业外收入	0	1	1	1					
营业外支出	1	1	1	1					
利润总额	916	962	1374	1757					
所得税	86	115	165	211					
净利润	829	847	1209	1546					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	829	847	1209	1546					
EBITDA	642	964	1356	1725					
EPS（元）	9.22	9.41	13.44	17.18					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	24.4%	44.1%	36.7%	23.2%
营业利润	88.8%	5.1%	42.8%	27.8%
归属于母公司净利	103.3%	2.1%	42.8%	27.8%
获利能力				
毛利率（%）	93.5%	93.7%	93.0%	92.3%
净利率（%）	64.2%	45.5%	47.5%	49.3%
ROE（%）	31.1%	24.1%	25.6%	24.6%
ROIC（%）	21.0%	23.4%	24.6%	23.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	11.5%	0.3%	0.2%	0.1%
净负债比率（%）	13.0%	0.3%	0.2%	0.1%
流动比率	5.73	3735.32	5388.74	7616.89
速动比率	5.42	3735.32	5388.74	7616.89
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.53	0.54	0.50
应收账款周转率	1.54	—	—	—
应付账款周转率	13.82	—	—	—
每股指标（元）				
每股收益	9.22	9.41	13.44	17.18
每股经营现金流	1.45	17.20	13.74	17.51
每股净资产	29.67	39.08	52.52	69.69
估值比率				
P/E	23.08	10.39	7.27	5.69
P/B	7.17	2.50	1.86	1.40
EV/EBITDA	28.36	6.82	4.12	2.48

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	130	1548	1236	1576
净利润	829	847	1209	1546
折旧摊销	22	29	34	39
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-5	-6	-8	-9
营运资金变动	-456	677	0	0
其他经营现金流	1025	170	1210	1546
投资活动现金流	-202	-256	-254	-252
资本支出	-315	-262	-262	-262
长期投资	109	0	0	0
其他投资现金流	5	6	8	9
筹资活动现金流	-147	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增加	-18	0	0	0
其他筹资现金流	-160	0	0	0
现金净增加额	-219	1292	982	1324

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	24.4%	44.1%	36.7%	23.2%
营业利润	88.8%	5.1%	42.8%	27.8%
归属于母公司净利	103.3%	2.1%	42.8%	27.8%
获利能力				
毛利率 (%)	93.5%	93.7%	93.0%	92.3%
净利率 (%)	64.2%	45.5%	47.5%	49.3%
ROE (%)	31.1%	24.1%	25.6%	24.6%
ROIC (%)	21.0%	23.4%	24.6%	23.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.5%	0.3%	0.2%	0.1%
净负债比率 (%)	13.0%	0.3%	0.2%	0.1%
流动比率	5.73	3735.32	5388.74	7616.89
速动比率	5.42	3735.32	5388.74	7616.89
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.53	0.54	0.50
应收账款周转率	1.54	—	—	—
应付账款周转率	13.82	—	—	—
每股指标 (元)				
每股收益	9.22	9.41	13.44	17.18
每股经营现金流	1.45	17.20	13.74	17.51
每股净资产	29.67	39.08	52.52	69.69
估值比率				
P/E	23.08	10.39	7.27	5.69
P/B	7.17	2.50	1.86	1.40
EV/EBITDA	28.36	6.82	4.12	2.48

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：任雯萱，研究助理，主要负责生物制品（疫苗+血液制品）行业研究。上海财经大学金融硕士。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。