

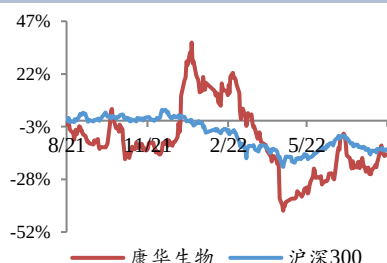
业绩符合预期，疫情影响下人二倍体狂犬苗销售稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-22

收盘价(元) **105.97**
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) **143**
流通市值(亿元) **97**

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

相关报告

1. 【华安医药】公司深度康华生物 (300841)：人用狂犬苗产能释放，领先布局犬用狂犬苗 2022-07-22

主要观点：

● 事件

8月22日，公司发布2022半年报业绩公告，公告显示2022年上半年，公司实现营业收入6.6亿元，同比+17.53%；扣非归母净利润3亿元，同比+23.6%。

● 事件点评

主营收入稳定增长，研发投入大幅增加。

受益于主营产品人二倍体狂犬苗及四价流脑多糖疫苗销量增加、销售价格提升，公司业绩同步稳定增长。此外，上半年公司研发投入6819万元，同比增长98.05%。

分季度看，Q2公司营业收入3.9亿元，同比+22%，净利润1.9亿元，同比+19%。Q2净利润增速环比下降，据分析可能是研发费用大幅增加（4718万元，同比+167%）所致。

疫情影响下，产品销售工作稳步推进

上半年，公司人二倍体狂犬苗共实现批签发389.77万支，同比+151.11%，接近公司2021年全年销量。根据收入情况估算，公司上半年实际销售约220万支。受疫情影响，公司一季度实际销售量约95万支，销售收入增速不高（+12.48%），系上海、深圳、西安、苏州等地封控，影响了物流配送，使得订单无法送达疾控仓库，从而无法确认收入。应对物流问题，公司的解决方案是增加和国药物流的合作力度，同时优化各地的分仓安排；二季度实际销售量约130万支，收入端同比增速回升（同比+22%），二季度销售工作依旧受到管控对推广工作限制的影响，同时封控区人员流动少可能减少了病患。

人二倍体狂犬苗竞争格局良好，未来深入推广+产能释放持续拉动业绩高速增长

国内狂犬市场规模稳定在约8000万支/年，其中人二倍体细胞狂犬苗市占率较低（当前市占率不到5%），但未来有望逐年上升，我们预计公司的人二倍体狂犬苗在2025年销售额有望超过30亿元：1）从市场空间角度看，未来3~5年，人二倍体细胞狂犬苗将持续在替代Vero细胞狂犬苗以及创造增量市场两个方向共同获得销量高增速：人二倍体细胞狂犬苗相比于传统狂犬疫苗具有差异化优势，且目前市占率相对较低，因此有望通过替代Vero细胞提高销量；且宠物数量增长拉动人用狂犬疫苗整体市场空间不断扩大。2）从竞争格局角度看，人二倍体细胞狂犬苗的工艺技术以及技术壁垒减少了潜在竞争对手，目前除康华的产品获批上市销售外，仅有康泰生物的冻干人二倍体细胞狂犬苗正在审评审批，或将于2022年年底/2023年年初上市销售；另有成大生物、成都所、智飞生物的研发处于临床三期。3）从产能角度看，产能逐步释放支撑公司业绩进一步增长。公司病毒性疫苗二车间投产后冻干人二倍体细胞狂犬苗环评产能达到500万剂/年。2023年募投项目或将新增年产能600万支，总产能

达 1100 万支。

通过子公司康华动保领先开启宠物疫苗国产替代征程，有望在未来 3~5 年贡献业绩增速

国内宠物疫苗处于发展初期、渗透率低、市场增速快、受政策支持，且公司产品具有差异化优势，因此公司布局宠物疫苗市场有望获得收入新增量。我们预计 2025 年公司宠物疫苗产品销售额或可接近 3 亿元：1）国内宠物疫苗行业现状：在单身经济、居民收入增加和资本的共同推动下，我国宠物消费市场规模快速增长，我们估算当前的每年狂犬疫苗增量市场约 23 亿元。在这样体量的宠物疫苗市场中，进口疫苗占比高达九成；2）政策支持宠物疫苗接种：2021 版新修订《中华人民共和国动物防疫法》规定犬只定期免疫接种狂犬病疫苗。3）康华动保代理产品具有差异化优势：代理疫苗相比进口产品有经过层析、注射痛感轻等优势。

研发工作持续推进

公司布局多个创新疫苗平台，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，开展六价诺如病毒疫苗（已进完成临床前研究）、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。公司与信然博创达成合作，推动建立 mRNA 疫苗技术平台；通过康华动保获得杭州佑本宠物狂犬病灭活疫苗总经销商。此外，公司还计划未来通过 BD 进入动物药品、动物诊断试剂等赛道。

● 投资建议

我们维持对公司的盈利预测，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：16.85X/ 11.80X/ 9.23X，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，我们维持“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	6.29	8.98	11.48
P/E	23.08	16.85	11.80	9.23
P/B	7.17	4.06	3.02	2.27
EV/EBITDA	28.36	12.50	8.16	5.65

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1943	2219	3202	4525	营业收入	1292	1863	2546	3137
现金	927	2219	3201	4525	营业成本	84	117	178	242
应收账款	837	0	0	0	营业税金及附加	7	10	14	17
其他应收款	3	0	0	0	销售费用	412	559	713	816
预付账款	0	0	0	0	管理费用	86	121	153	173
存货	105	0	0	0	财务费用	-21	-14	-33	-48
其他流动资产	70	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	1075	1307	1534	1756	公允价值变动收益	269	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	6	8	9
固定资产	249	380	509	634	营业利润	916	963	1375	1757
无形资产	19	26	33	40	营业外收入	0	1	1	1
其他非流动资产	808	901	993	1083	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3018	3527	4736	6282	利润总额	916	962	1374	1757
流动负债	339	1	1	1	所得税	86	115	165	211
短期借款	0	0	0	0	净利润	829	847	1209	1546
应付账款	6	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	333	1	1	1	归属母公司净利润	829	847	1209	1546
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	642	964	1356	1725
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	9.22	6.29	8.98	11.48
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					
归属母公司股东权益	2670	3517	4726	6272					
负债和股东权益	3018	3527	4736	6282					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	130	1548	1236	1576	成长能力				
净利润	829	847	1209	1546	营业收入	24.4%	44.1%	36.7%	23.2%
折旧摊销	22	29	34	39	营业利润	88.8%	5.1%	42.8%	27.8%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	103.3%	2.1%	42.8%	27.8%
投资损失	-5	-6	-8	-9	获利能力				
营运资金变动	-456	677	0	0	毛利率 (%)	93.5%	93.7%	93.0%	92.3%
其他经营现金流	1025	170	1210	1546	净利率 (%)	64.2%	45.5%	47.5%	49.3%
投资活动现金流	-202	-256	-254	-252	ROE (%)	31.1%	24.1%	25.6%	24.6%
资本支出	-315	-262	-262	-262	ROIC (%)	21.0%	23.4%	24.6%	23.6%
长期投资	109	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	5	6	8	9	资产负债率 (%)	11.5%	0.3%	0.2%	0.1%
筹资活动现金流	-147	0	0	0	净负债比率 (%)	13.0%	0.3%	0.2%	0.1%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	5.73	3735.32	5388.74	7616.89
长期借款	0	0	0	0	速动比率	5.42	3735.32	5388.74	7616.89
普通股增加	30	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-18	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.53	0.54	0.50
其他筹资现金流	-160	0	0	0	应收账款周转率	1.54	—	—	—
现金净增加额	-219	1292	982	1324	应付账款周转率	13.82	—	—	—

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	9.22	6.29	8.98	11.48	P/E	23.08	16.85	11.80	9.23
每股经营现金流薄)	1.45	11.50	9.18	11.70	P/B	7.17	4.06	3.02	2.27
每股净资产	29.67	26.12	35.10	46.58	EV/EBITDA	28.36	12.50	8.16	5.65

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。