

2023年08月10日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

mRNA技术获国际知名药企认可合作，非新冠疫苗管线全面启航

—康希诺(688185.SH)公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：吴景欢 S1050523070004

✉ wujh2@cfsc.com.cn

分析师：胡博新 S1050522120002

✉ hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2023-08-10

当前股价(元)	92.5
总市值(亿元)	229
总股本(百万股)	247
流通股本(百万股)	115
52周价格范围(元)	76.58-258
日均成交额(百万元)	455.13

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 1、《康希诺(688185)：创新研发布局广，雾化疫苗扛大旗》2022-11-07

康希诺发布公告：公司于2023年8月7日，与阿斯利康签署了《产品供应合作框架协议》，公司将向阿斯利康提供合同开发和生产服务以支持其mRNA疫苗项目，生产和供应特定产品，并提供相关特定服务。双方履约内容为：公司应根据（1）框架协议；（2）每一适用的产品供应计划；（3）每一适用的产品供应计划下的采购订单；及（4）质量保证协议，为每种该等产品提供供应服务。阿斯利康应根据框架协议及每份产品供应计划的规定支付价款和应自费全权负责该等产品的安全评估。此框架协议的期限自2023年8月7日起至（1）十周年整后对应日或（2）届时有效的产品供应计划的届满日。

投资要点

■ 研发技术创新强劲，mRNA技术获国际知名药企认可合作

公司为创新型疫苗企业，自主研发能力强大。公司建立的mRNA技术平台拥有自主设计、开发的序列优化软件，可得到影响稳定性的关键位点及有效提高抗原表达量的最优序列，CMC (Chemistry, Manufacturing and Controls) 工艺简练，可以缩短产品开发时间，快速实现科研成果产业化。公司已初步完成mRNA疫苗生产基地一期项目，以支持基于mRNA平台产品的研发及商业化。mRNA产能充沛，首期规划产能为1亿剂。此次与阿斯利康的签约合作，是公司技术能力被国际医药公司认可的重要标志，肯定了公司在mRNA技术平台方面的研发实力及竞争优势，有利于公司mRNA生产平台的进一步拓展，符合公司未来发展的需要。

■ 已上市 MCV4 为全国独家重磅产品，商业化在稳步推进中，未来放量可期

公司已上市疫苗有新冠疫苗系列（注射型和吸入型）、流脑疫苗系列（MCV2和MCV4），其中MCV4疫苗为国内首个四价流脑结合疫苗，具备先发优势。MCV4的商业化进程正在稳步推进中。截至2023年6月末，除西藏外，MCV4完成了全部省级准入。MCV4未来放量可期，有望成为公司重要的业绩增长点。

■ 非新冠疫苗的管线布局丰富，2023年已全面启航

在研项目中，PCV13i 疫苗已开展 III 期临床试验，计划今年年底前启动 pre-NDA 申报工作；幼儿组分百白破疫苗 DTcP 正在进行三期临床启动前的准备工作。此外，公司四款产品有最新进展，2023 年 6 月，吸附无细胞百（组分）白破联合疫苗（6 岁及以上人群用）获得药物临床试验批准，预计于今年启动 I 期临床试验，明年启动 III 期临床试验；MCV4 获得在 7-59 周岁人群中扩展的临床试验批准；2023 年 7 月，重组带状疱疹疫苗（腺病毒载体）获得加拿大临床试验申请批准；公司吸附破伤风疫苗 CS-2047 获得药物临床试验批准。

■ 盈利预测

推荐逻辑：（1）公司拥有强劲的创新能力，新冠疫情后研发重点已从新冠疫苗转向非新冠疫苗；（2）公司从研发型企业逐步向产业化、商业化迈进；（3）公司持续加强对外合作，具备成为国际化疫苗企业的潜力。

由于新冠疫情和病毒变异的不确定性，全球疫情趋缓，新冠疫苗的需求端发生改变，公司新冠疫苗收入急剧减少，未来主要是非新冠疫苗产品如四价流脑结合疫苗、13 价肺炎疫苗等品种贡献业绩。因此，我们调整此前的盈利预测，具体调整如下：2023E-2025E 年收入分别为 6.73、10.10、16.69 亿元，归母净利润分别为 -5.75、-1.89、0.80 亿元，EPS 分别为 -2.32、-0.76、0.32 元，当前股价对应 PE 分别为 39.8、121.1、285.0 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

疫苗研发进度不及预期，销售推广不及预期，行业政策影响，新冠资产减值等风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,035	673	1,010	1,669
增长率（%）	-75.9%	-35.0%	50.1%	65.3%
归母净利润（百万元）	-909	-575	-189	80
增长率（%）	-147.5%	36.8%	67.1%	
摊薄每股收益（元）	-3.68	-2.32	-0.76	0.32
ROE（%）	-12.6%	-8.6%	-2.9%	1.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	1,035	673	1,010	1,669
现金及现金等价物	3,465	3,366	2,923	2,359	营业成本	416	137	204	335
应收款项	855	555	556	828	营业税金及附加	9	6	9	12
存货	678	219	291	416	销售费用	267	303	374	534
其他流动资产	2,732	2,684	2,735	2,732	管理费用	269	202	182	250
流动资产合计	7,730	6,824	6,504	6,334	财务费用	-185	0	13	30
非流动资产:					研发费用	778	605	455	417
金融类资产	2,482	2,482	2,482	2,482	费用合计	1,129	1,110	1,023	1,232
固定资产	1,502	1,602	1,695	1,782	资产减值损失	-802	-100	0	0
在建工程	1,342	1,442	1,542	1,642	公允价值变动	-4	0	0	0
无形资产	221	210	199	188	投资收益	96	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	营业利润	-1,181	-677	-222	94
其他非流动资产	670	670	670	670	加: 营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	3,739	3,928	4,110	4,286	减: 营业外支出	4	0	0	0
资产总计	11,469	10,752	10,614	10,621	利润总额	-1,184	-677	-222	94
流动负债:					所得税费用	-219	-102	-33	14
短期借款	1,530	1,532	1,534	1,536	净利润	-965	-575	-189	80
应付账款、票据	253	107	153	82	少数股东损益	-55	0	0	0
其他流动负债	1,140	1,140	1,140	1,140	归母净利润	-909	-575	-189	80
流动负债合计	2,925	2,781	2,830	2,762					
非流动负债:									
长期借款	878	880	882	884					
其他非流动负债	421	421	421	421					
非流动负债合计	1,299	1,301	1,303	1,305					
负债合计	4,223	4,082	4,132	4,067					
所有者权益									
股本	247	247	247	247					
股东权益	7,246	6,670	6,481	6,554					
负债和所有者权益	11,469	10,752	10,614	10,621					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	-965	-575	-189	80					
少数股东权益	-55	0	0	0					
折旧摊销	180	111	117	123					
公允价值变动	-4	0	0	0					
营运资金变动	-1008	662	-76	-464					
经营活动现金净流量	-1852	198	-148	-261					
投资活动现金净流量	-1228	-200	-193	-187					
筹资活动现金净流量	2981	4	4	-4					
现金流量净额	-98	2	-337	-452					
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
成长性									
营业收入增长率	-75.9%	-35.0%	50.1%	65.3%					
归母净利润增长率	-147.5%	36.8%	67.1%						
盈利能力									
毛利率	59.7%	79.6%	79.8%	79.9%					
四项费用/营收	109.1%	165.0%	101.3%	73.8%					
净利率	-93.2%	-85.5%	-18.7%	4.8%					
ROE	-12.6%	-8.6%	-2.9%	1.2%					
偿债能力									
资产负债率	36.8%	38.0%	38.9%	38.3%					
营运能力									
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2					
应收账款周转率	1.2	1.2	1.8	2.0					
存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.8					
每股数据(元/股)									
EPS	-3.68	-2.32	-0.76	0.32					
P/E	-25.2	-39.8	-121.1	285.0					
P/S	22.1	34.0	22.7	13.7					
P/B	3.4	3.7	3.8	3.8					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7年的生物类科研实体经验，3年医药行业研究经验。

谷文丽：中国农科院博士，2023年加入华鑫证券研究所。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

请阅读最后一页重要免责声明

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。