

康华生物(300841)/生物制品

证券研究报告/公司点评

2024年4月8日

评级：买入（维持）

市场价格：59.33

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：张楠

执业证书编号：S0740523070005

Email: zhangnan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	135
流通股本(百万股)	85
市价(元)	59.33
市值(百万元)	7,989
流通市值(百万元)	5,021

股价与行业-市场走势对比



相关报告

康华生物(300841)-2023Q3点评：人二倍体狂苗保持刚性，关注六价诺如进展-买入-20231024

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1446.72	1577.40	1893.58	2080.97	2365.97
增长率 yoy%	11.94%	9.03%	20.04%	9.90%	13.70%
净利润(百万元)	598.07	509.22	694.83	765.23	875.70
增长率 yoy%	-27.90%	-14.86%	36.45%	10.13%	14.44%
每股收益(元)	4.44	3.78	5.16	5.68	6.50
每股现金流量	4.84	7.72	12.63	14.80	17.73
净资产收益率	19%	14%	17%	16%	15%
P/E	13.36	15.69	11.50	10.44	9.12
PEG	-0.48	-1.06	0.32	1.03	0.63
P/B	2.60	2.27	1.92	1.64	1.40

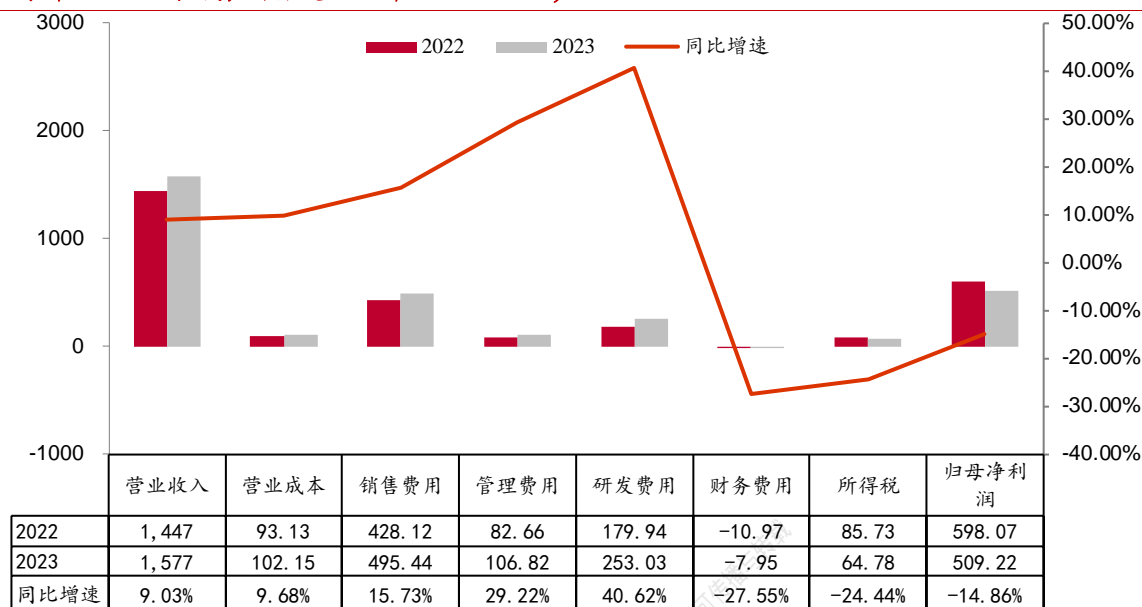
备注：数据截止 2024.4.3

投资要点

- 事件：公司发布 2023 年报，2023 年公司实现营业收入 15.77 亿元，同比增长 9.03%；实现归母净利润 5.09 亿元，同比下滑 14.86%；实现扣非净利润 5.43 亿元，同比下滑 0.38%。
- 收入保持稳健，利润有所波动。公司积极克服年初春节、疫情防控等不利因素，收入保持韧性，由于研发费用增加、公允价值波动等因素利润波动较大。分季度来看，23Q4 实现营业收入 5.87 亿元，同比增长 49.76%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 22.24%。
- 积极开拓终端接种，研发投入持续加大。2023 年公司销售费用 4.95 亿元(+15.73%)，销售费率 31.41%(+1.82pp)，公司积极开拓终端接种点，销售推广工作力度加大。管理费用 1.07 亿元(+29.22%)，管理费率 6.77%(+1.06pp)。研发费用 2.53 亿元(+40.62%)、研发费率 16.04%(+3.60pp)，研发费用率逐年提升，不断进行产品创新与新工艺创新。财务费率-0.5%(+0.25pp)。2023 年公司存货 1.74 亿元、占资产比重为 4.12%(-0.02pp)。应收账款及票据 14.11 亿元、占收入比重 89.42%(+0.46pp)。
- 六价诺如成功授权海外，在研管线布局丰富。重组六价诺如疫苗于 2023 年 2 月在澳大利亚获得 I 期临床试验许可，2024 年 1 月公司与 HilleVax 签署《独家许可协议》，公司授权 HilleVax 在除中国地区（包括中国大陆、香港、澳门、台湾）以外的全球范围内对重组六价诺如病毒疫苗及其衍生物进行开发、生产与商业化，协议首付款 1500 万美元，2024 年 3 月公司收到 HilleVax 向公司支付的 1500 万美元首付款，其中净收款额 1350 万美元。同时公司积极开发轮状病毒疫苗、流感疫苗、带状疱疹疫苗等品种，在研管线逐渐丰富。
- 盈利预测与投资建议：根据最新业绩及授权进展，预计 2024-2026 年公司营业收入为 18.94、20.81、23.66 亿元(24-25 年调整前值为 17.19、20.08 亿元)，同比增长 20.04%、9.90%、13.70%；归母净利润为 6.95、7.65、8.76 亿元(24-25 年调整前值为 6.52、7.84 亿元)，同比增长 36.45%、10.13%、14.44%。公司是国内人二倍体狂苗细分市场龙头，受益于产能释放预计未来 3 年将保持快速增长，维持“买入”评级。
- 风险提示：人二倍体细胞狂苗竞品上市销售及 Vero 细胞狂犬病疫苗的竞争风险，产品结构相对单一所形成的竞争风险，人二倍体狂苗市场空间不及预期的风险，疫苗不良反应事件个案风险，政策及监管风险。

- 2023 年公司实现营业收入 15.77 亿元，同比增长 9.03%；实现归母净利润 5.09 亿元，同比下滑 14.86%；实现扣非净利润 5.43 亿元，同比下滑 0.38%。

图表 1：康华生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）



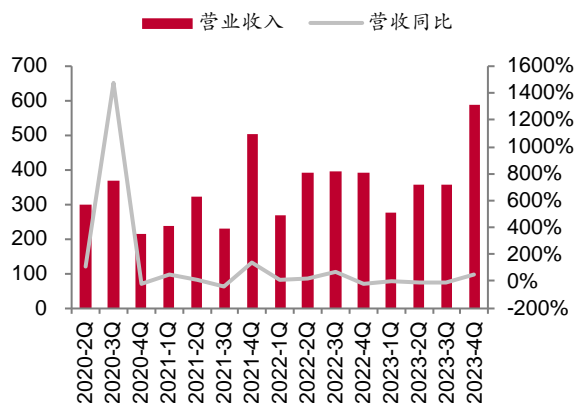
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分季度看，23Q4 实现营业收入 5.87 亿元，同比增长 49.76%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 22.24%。23Q4 公司积极开拓疫苗接种点，较好地完成终端覆盖任务。

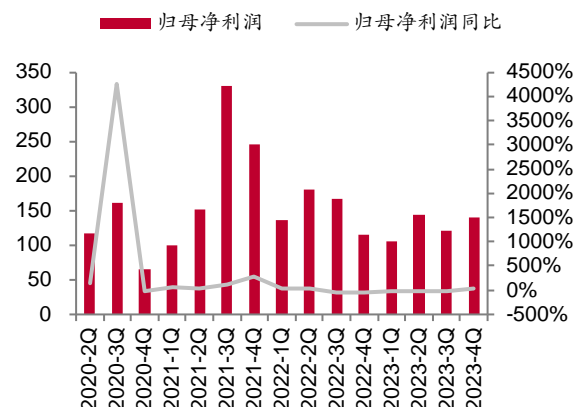
图表 2：康华生物分季度财务数据（单位：百万元，%）

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	157.1	297.82	370.12	213.60	237.15	323.26	228.25	503.79	266.74	393.03	394.78	392.18	278.11	356.33	355.62	587.34
营收同比	20.38%	112.21%	1479.68%	-17.96%	50.95%	8.54%	-38.33%	135.86%	12.48%	21.58%	72.96%	-22.15%	4.26%	-9.34%	-9.92%	49.76%
营收环比	-39.66%	89.57%	24.28%	-42.29%	11.03%	36.31%	-29.39%	120.72%	-47.05%	47.35%	0.44%	-0.66%	-29.09%	28.12%	-0.20%	65.16%
营业成本	6.36	14.49	17.92	24.08	15.81	27.79	16.62	23.53	15.51	24.64	26.67	26.32	17.96	23.16	22.64	38.39
毛利率	95.95%	95.13%	95.16%	88.73%	93.33%	91.40%	92.72%	95.33%	94.19%	93.73%	93.25%	93.29%	93.54%	93.50%	93.63%	93.46%
销售费用	58.83	102.73	132.46	77.02	64.67	89.97	63.47	193.95	68.68	84.68	104.15	170.60	78.39	96.72	95.15	225.18
管理费用	12.81	20.78	17.99	22.35	24	19.92	18.97	23.46	19.14	20.46	18.36	24.70	22.18	18.28	25.80	40.57
研发费用	2.56	18.01	16.8	20.89	16.75	17.68	11.34	33.10	21.01	47.18	59.54	52.21	48.66	57.16	80.11	67.10
财务费用	-0.47	-1.33	-4.93	-5.42	-5.5	-6.45	-4.4	-4.79	-5.29	-2.79	-1.74	-1.15	-1.72	-2.05	-2.10	-2.08
营业利润	77.24	139.02	190.53	-54.58	118.97	179.73	352.21	264.85	156.13	205.51	189.30	134.56	117.04	161.08	130.40	168.09
利润总额	77.18	139.01	190.12	77.62	118.96	179.26	352.54	264.82	156.13	204.38	189.36	133.92	116.89	161.01	130.13	165.96
所得税	12.31	21.2	29.15	13.24	18.46	27.59	21.34	18.70	20.86	23.98	21.72	19.16	11.70	17.99	9.40	25.68
归母净利润	64.88	117.82	160.97	64.38	100.50	151.67	331.19	246.12	135.28	180.40	167.63	114.75	105.19	143.01	120.73	140.28
归母净利润同比	82.61%	139.28%	4250.54%	-34.45%	54.90%	28.73%	105.75%	282.29%	34.61%	18.94%	-49.38%	-53.38%	-22.24%	-20.72%	-27.98%	22.24%
净利率	41.30%	39.56%	43.49%	30.14%	42.38%	46.92%	145.10%	48.85%	50.72%	45.90%	42.46%	29.26%	37.82%	40.14%	33.95%	23.88%
扣非归母净利润	64.58	117.69	160.51	60.18	99.20	144.28	99.93	211.88	123.60	177.35	163.45	80.73	94.00	139.51	126.76	182.78
扣非同比	82.22%	141.56%			53.61%	22.59%	-37.74%	252.08%	24.60%	22.92%	63.56%	-61.90%	-23.95%	-21.34%	-22.45%	126.40%

来源：Wind，中泰证券研究所

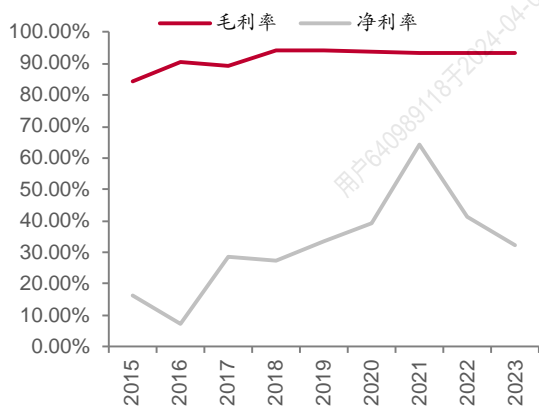
图表 3：康华生物分季度收入及增速（单位：百万元，%）


来源：Wind，中泰证券研究所

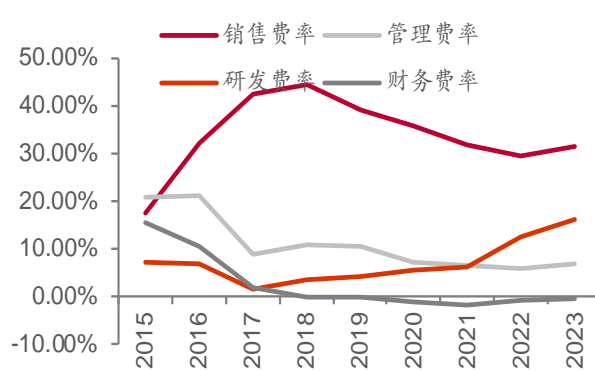
图表 4：康华生物分季度归母净利润及增速（单位：百万元，%）


来源：Wind，中泰证券研究所

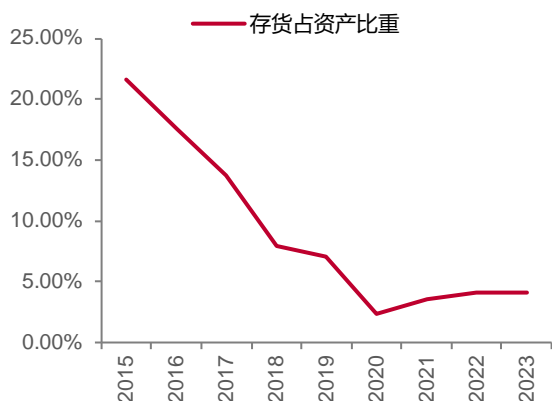
- **积极开拓终端接种，研发投入持续加大。**2023 年公司销售费用 4.95 亿元 (+15.73%)，销售费率 31.41% (+1.82pp)，公司积极开拓终端接种点，销售推广工作力度加大。管理费用 1.07 亿元 (+29.22%)，管理费率 6.77% (+1.06pp)。研发费用 2.53 亿元 (+40.62%)、研发费率 16.04% (+3.60pp)，研发费用率逐年提升，不断进行产品创新与新工艺创新。财务费率-0.5% (+0.25pp)。
- 2023 年公司存货 1.74 亿元、占资产比重为 4.12% (-0.02pp)。应收账款及票据 14.11 亿元、占收入比重 89.42% (+0.46pp)。

图表 5：康华生物盈利情况（单位：%）


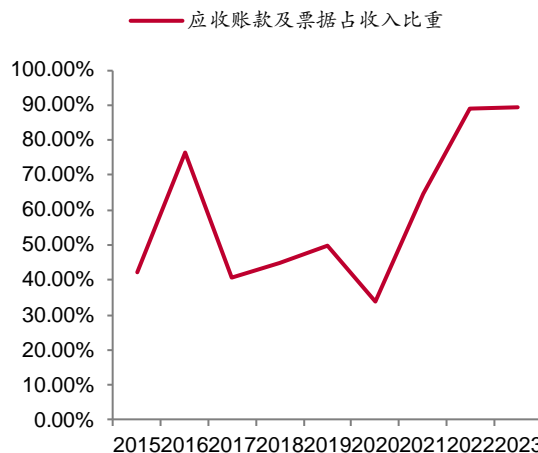
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：康华生物期间费用率情况（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

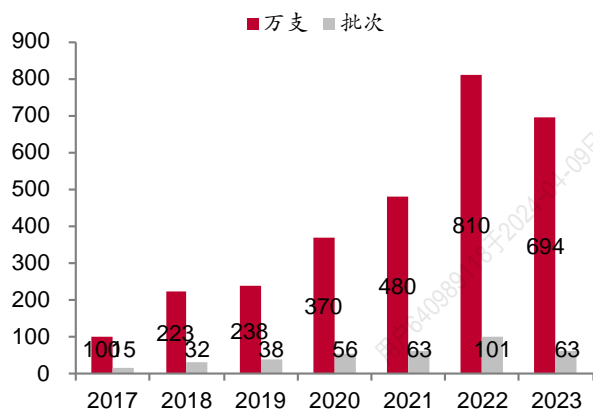
图表 7：康华生物存货情况（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

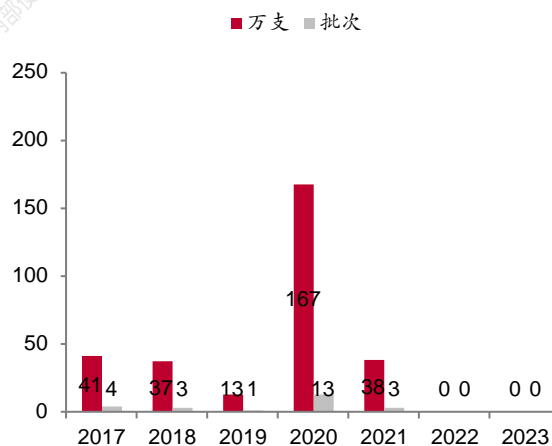
图表 8：康华生物应收账款及票据情况（单位：%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **二倍体狂苗批签发正常开展。**2023 年公司人二倍体狂苗 63 批次。由于车间正处于技术改造中，4 价流脑多糖疫苗 23 年尚无生产计划和批签发。

图表 9：康华生物二倍体狂苗批签发（单位：批次，万支）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：康华生物 4 价流脑多糖批签发（单位：批次，万支）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **六价诺如成功授权海外，在研管线布局丰富。**重组六价诺如疫苗于 2023 年 2 月在澳大利亚获得 I 期临床试验许可，2024 年 1 月公司与 HilleVax 签署《独家许可协议》，公司授权 HilleVax 在除中国地区（包括中国大陆、香港、澳门、台湾）以外的全球范围内对重组六价诺如病毒疫苗及其衍生物进行开发、生产与商业化，协议首付款 1500 万美元，2024 年 3 月公司收到 HilleVax 向公司支付的 1500 万美元首付款，其中净收款额 1350 万美元。同时公司积极开发轮状病毒疫苗、流感疫苗、带状疱疹疫苗等品种，在研管线逐渐丰富。

风险提示

- **人二倍体细胞狂犬疫苗竞品上市销售及 Vero 细胞狂犬病疫苗的竞争风险。**公司冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)为国内首个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。公司存在因其他疫苗企业成功研制人二倍体细胞狂犬病疫苗并实现上市销售形成的竞争风险。目前 Vero 细胞狂犬病疫苗为国内使用的主流狂犬病疫苗,人二倍体细胞狂犬病疫苗批签发占比相对于 Vero 细胞狂犬病疫苗仍处于较低水平,未来批签发占比能否持续提升存在一定不确定性,存在由 Vero 细胞狂犬病疫苗形成的竞争风险。
- **产品结构相对单一所形成的竞争风险。**公司主营业务产品包括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,冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)是公司的主要盈利来源。如果公司未来不能成功研发新产品、市场拓展情况不及预期或潜在竞争者成功研制人二倍体细胞狂犬病疫苗并实现上市销售,可能存在因产品结构相对不丰富而导致公司盈利水平下降的风险。
- **人二倍体疫苗市场空间不及预期的风险。**人二倍体疫苗未来潜在市场容量的预测是基于一定假设前提,存在假设前提达不到导致预测结果不及预期的风险。
- **疫苗不良反应事件个案风险。**一般疫苗预防接种不良反应都无严重后果,当受种者因其他原因导致接种者在接种后出现不良事件归结于疫苗质量问题时,国家监管部门可能会对疫苗质量及发生不良反应事件个案的原因进行调查,可能对公司疫苗产品销售造成影响。
- **政策及监管风险。**国家通过颁布一系列政策对疫苗质量、运输、流通等方面提出更高要求,但如果公司不能采取有效手段适应政策法规的变化及监管部门对疫苗行业监管力度的加大,则公司生产经营可能存在风险。

图表 11：康华生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,039	1,701	1,993	2,387	营业收入	1,577	1,894	2,081	2,366
应收票据	0	0	0	0	营业成本	102	108	125	142
应收账款	1,411	1,311	1,629	1,945	税金及附加	10	11	12	14
预付账款	17	27	25	35	销售费用	495	578	635	722
存货	174	146	187	220	管理费用	107	114	125	142
合同资产	0	0	0	0	研发费用	253	246	271	308
其他流动资产	16	31	38	53	财务费用	-8	-6	-6	-6
流动资产合计	2,657	3,216	3,872	4,640	信用减值损失	-10	-18	-21	-16
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-4	-5	-4
长期股权投资	7	7	7	7	公允价值变动收益	-32	-32	-32	-32
固定资产	849	1,009	1,157	1,292	投资收益	0	3	3	2
在建工程	112	112	112	112	其他收益	1	1	1	1
无形资产	15	16	17	17	营业利润	577	794	866	996
其他非流动资产	569	583	597	612	营业外收入	0	1	0	0
非流动资产合计	1,552	1,727	1,890	2,040	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	4,209	4,943	5,762	6,680	利润总额	574	792	863	993
短期借款	191	273	354	436	所得税	65	97	98	117
应付票据	4	6	9	13	净利润	509	695	765	876
应付账款	3	10	12	14	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	509	695	765	876
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	502	689	760	871
其他应付款	406	406	406	406	EPS (摊薄)	3.78	5.16	5.68	6.50
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	78	84	96	107					
流动负债合计	682	779	877	976	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	13	8	10	10	营业收入增长率	9.0%	20.0%	9.9%	13.7%
非流动负债合计	13	8	10	10	EBIT增长率	-15.9%	38.7%	9.2%	15.2%
负债合计	695	787	887	986	归母公司净利润增长率	-14.9%	36.5%	10.1%	14.4%
归属母公司所有者权益	3,514	4,156	4,875	5,694	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	93.5%	94.3%	94.0%	94.0%
所有者权益合计	3,514	4,156	4,875	5,694	净利率	32.3%	36.7%	36.8%	37.0%
负债和股东权益	4,209	4,943	5,762	6,680	ROE	14.5%	16.7%	15.7%	15.4%
					ROIC	14.9%	17.3%	16.0%	15.7%
					偿债能力				
					资产负债率	16.5%	15.9%	15.4%	14.8%
					债务权益比	5.8%	6.8%	7.5%	7.8%
					流动比率	3.9	4.1	4.4	4.8
					速动比率	3.6	3.9	4.2	4.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	308	259	254	272
					应付账款周转天数	34	22	31	32
					存货周转天数	577	532	478	514
					每股指标(元)				
					每股收益	3.78	5.16	5.68	6.50
					每股经营现金流	4.14	6.66	3.80	4.66
					每股净资产	26.10	30.87	36.20	42.29
					估值比率				
					P/E	16	11	10	9
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	6	4	4	3

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。