

康华生物(300841)/生物制品

证券研究报告/公司点评

2024年5月8日

评级：买入（维持）

市场价格：**62.70**

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: zhangnan03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

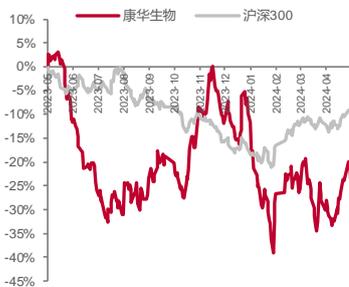
| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1446.72 | 1577.40 | 1893.58 | 2080.97 | 2365.97 |
| 增长率 yoy% | 11.94% | 9.03% | 20.04% | 9.90% | 13.70% |
| 净利润（百万元） | 598.07 | 509.22 | 694.83 | 765.23 | 875.70 |
| 增长率 yoy% | -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 | 14.12 | 16.58 | 12.15 | 11.03 | 9.64 |
| PEG | -0.51 | -1.12 | 0.33 | 1.09 | 0.67 |
| P/B | 2.74 | 2.40 | 2.03 | 1.73 | 1.48 |

备注：数据截止 2024.5.8

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 135 |
| 流通股本(百万股) | 81 |
| 市价(元) | 62.70 |
| 市值(百万元) | 8,443 |
| 流通市值(百万元) | 5,090 |

股价与行业-市场走势对比

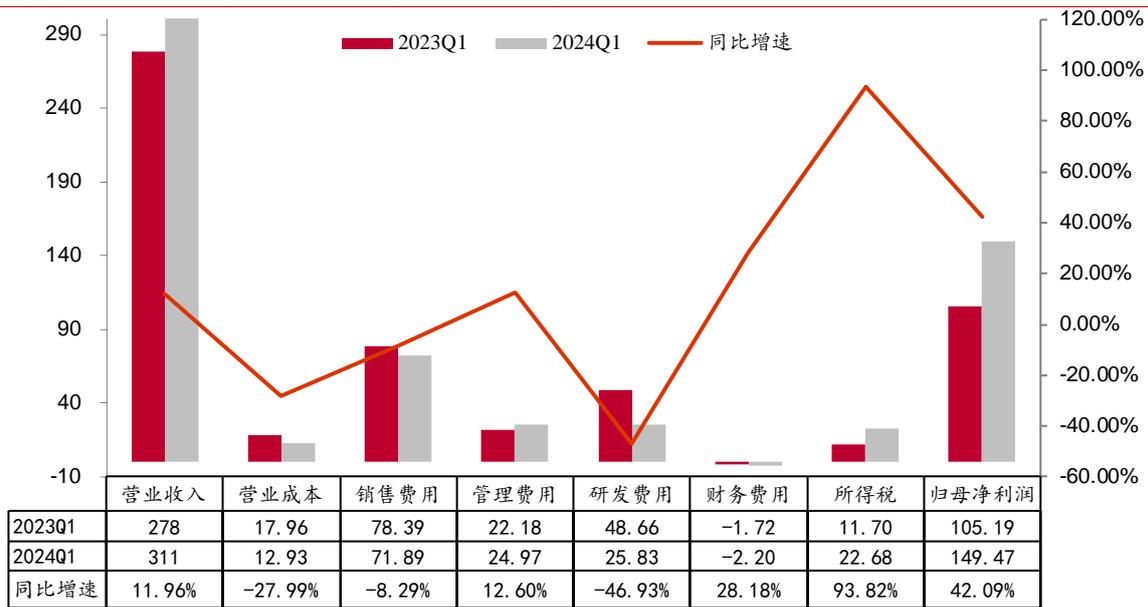


相关报告

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年一季报，2024 年一季度公司实现营业收入 3.11 亿元，同比增长 11.96%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 42.09%；实现扣非净利润 1.49 亿元，同比增长 58.02%。**
- **技术授权利润上扬，高端狂苗静待恢复。**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 24Q1 公司积极开拓疫苗接种点，较好地完成终端覆盖任务。
- **期间费率下滑，净利率上行。**2024Q1 公司销售费用 0.72 亿元 (-8.29%)、销售费率 23.09% (-5.10pp)。管理费用 0.25 亿元 (+12.60%)、管理费 8.02% (+0.05pp)。研发费用 0.26 亿元 (-46.93%)、研发费率 8.29% (-9.20pp)。财务费率 -0.71% (-0.09pp)。2024Q1 公司存货 1.89 亿元、占资产比重为 4.50% (-0.44pp)。
- **积极推进六价诺如，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。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：**预计 2024-2026 年公司营业收入为 18.94、20.81、23.66 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，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。

图表 1：康华生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）



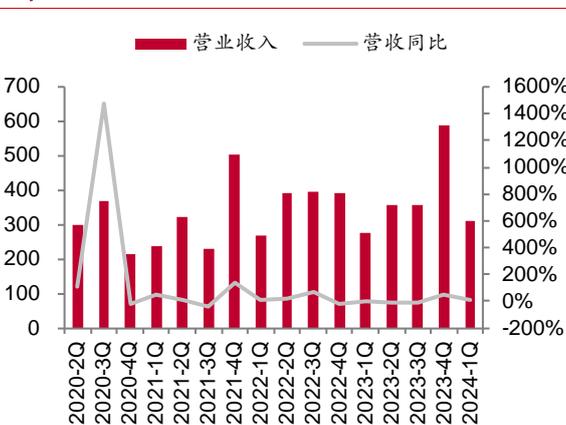
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：康华生物分季度财务数据（单位：百万元，%）

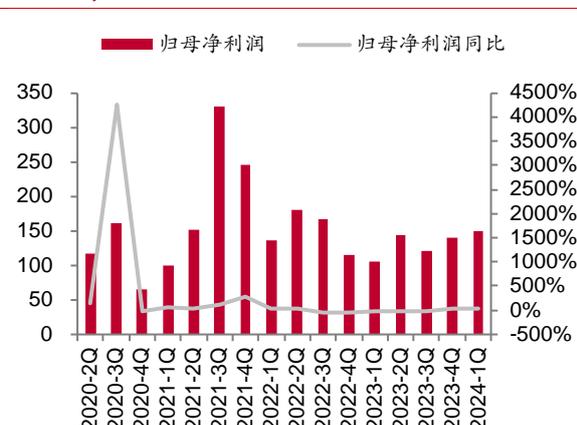
| 项目 | 2020-1Q | 2020-2Q | 2020-3Q | 2020-4Q | 2021-1Q | 2021-2Q | 2021-3Q | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q | 2022-3Q | 2022-4Q | 2023-1Q | 2023-2Q | 2023-3Q | 2023-4Q | 2024-1Q |
|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 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 | 311.37 |
| 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% | 11.96% |
| 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% | -46.99% |
| 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 | 12.93 |
| 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% | 95.85% |
| 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 | 71.89 |
| 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 | 24.97 |
| 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 | 25.83 |
| 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 | -2.20 |
| 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 | 172.15 |
| 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 | 172.14 |
| 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 | 22.68 |
| 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 | 149.47 |
| 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% | 42.09% |
| 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% | 48.00% |
| 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 | 148.54 |
| 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% | 58.02% |

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，%）



图表 4：康华生物分季度归母净利润及增速（单位：百万元，%）

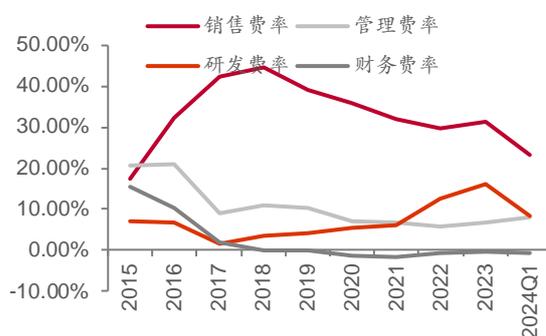
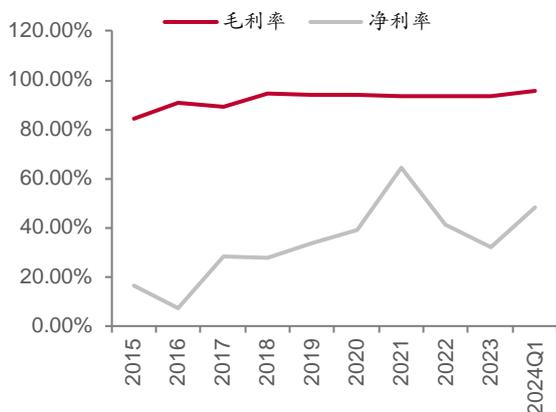


来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：康华生物盈利情况（单位：%）

图表 6：康华生物期间费用率情况（单位：%）

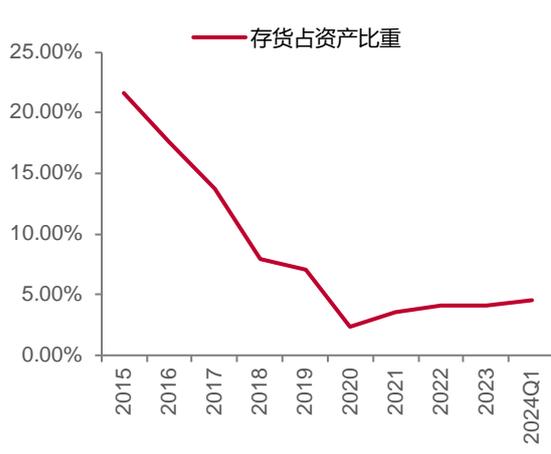
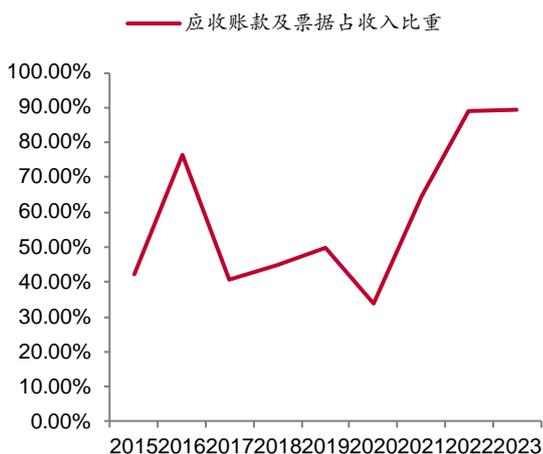


来源：公司公告，中泰证券研究所

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：%）

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

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：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 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 682 | 779 | 877 | 976 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 9.0% | 20.0% | 9.9% | 13.7% |
| 其他非流动负债 | 13 | 8 | 10 | 10 | EBIT增长率 | -15.9% | 38.7% | 9.2% | 15.2% |
| 非流动负债合计 | 13 | 8 | 10 | 10 | 归母公司净利润增长率 | -14.9% | 36.5% | 10.1% | 14.4% |
| 负债合计 | 695 | 787 | 887 | 986 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 3,514 | 4,156 | 4,875 | 5,694 | 毛利率 | 93.5% | 94.3% | 94.0% | 94.0% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 32.3% | 36.7% | 36.8% | 37.0% |
| 所有者权益合计 | 3,514 | 4,156 | 4,875 | 5,694 | ROE | 14.5% | 16.7% | 15.7% | 15.4% |
| 负债和股东权益 | 4,209 | 4,943 | 5,762 | 6,680 | ROIC | 14.9% | 17.3% | 16.0% | 15.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 资产负债率 | 16.5% | 15.9% | 15.4% | 14.8% |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 债务权益比 | 5.8% | 6.8% | 7.5% | 7.8% |
| 经营活动现金流 | 558 | 897 | 511 | 628 | 流动比率 | 3.9 | 4.1 | 4.4 | 4.8 |
| 现金收益 | 563 | 770 | 856 | 980 | 速动比率 | 3.6 | 3.9 | 4.2 | 4.5 |
| 存货影响 | -20 | 27 | -41 | -34 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -104 | 93 | -310 | -324 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 经营性应付影响 | -36 | 9 | 4 | 6 | 应收账款周转天数 | 308 | 259 | 254 | 272 |
| 其他影响 | 155 | -3 | 1 | -1 | 应付账款周转天数 | 34 | 22 | 31 | 32 |
| 投资活动现金流 | -163 | -255 | -260 | -261 | 存货周转天数 | 577 | 532 | 478 | 514 |
| 资本支出 | -36 | -242 | -245 | -246 | 每股指标 (元) | | | | |
| 股权投资 | -7 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 3.78 | 5.16 | 5.68 | 6.50 |
| 其他长期资产变化 | -120 | -13 | -15 | -15 | 每股经营现金流 | 4.14 | 6.66 | 3.80 | 4.66 |
| 融资活动现金流 | -7 | 20 | 41 | 27 | 每股净资产 | 26.10 | 30.87 | 36.20 | 42.29 |
| 借款增加 | 65 | 82 | 82 | 82 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -72 | -46 | -58 | -73 | P/E | 17 | 12 | 11 | 10 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 其他影响 | 0 | -16 | 17 | 18 | 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。