

2024年08月25日

# 人二倍体狂犬疫苗稳健增长，员工持股计划彰显发展信心

## —康华生物（300841.SZ）公司事件点评报告 买入（首次） 事件

分析师：胡博新 S1050522120002

✉ hubx@cfsc.com.cn

分析师：吴景欢 S1050523070004

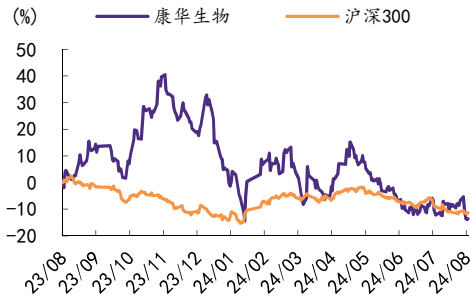
✉ wujh2@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-08-23

当前股价（元）	49.28
总市值（亿元）	66
总股本（百万股）	135
流通股本（百万股）	122
52周价格范围（元）	49.18-82.62
日均成交额（百万元）	122.64

### 市场表现



### 相关研究

康华生物股份发布 2024 年半年度报：2024 年上半年实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 16.81%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 23.51%；扣非归母净利润 3.09 亿元，同比增长 32.26%；经营活动现金流净额 1.76 亿元。

### 投资要点

#### ■ 人二倍体细胞狂犬疫苗和海外授权驱动公司营收和业绩增长

2024 年上半年，公司实现营业收入 7.4 亿元，同比增长 16.81%，归母净利润 3.07 亿元，同比增长 23.51%。营收主要来自冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）的销售和重组六价诺如病毒疫苗的海外许可授权。其中，核心产品冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）营收占比达到 85.68%。2024 年上半年，公司该疫苗的批签发数量为 104.30 万支，较上年同期下降 60.44%，主要系公司生产计划与批签发周期影响所致。

2024Q2，公司实现营业收入 4.30 亿元，同比增长 20.60%，环比增长 38.01%；归母净利润 1.57 亿元，同比增长 9.84%，环比增长 5.10%，提示二季度二倍体狂犬疫苗销售有放量的趋势。

#### ■ 推进创新研发，重组六价诺如病毒实现技术出海

公司持续推进在研产品、技术的研究开发，布局了重组六价诺如病毒、四价鼻喷流感疫苗等共计 7 个研发项目。2024 年上半年，公司研发投入 6452.68 万元，同比减少 39.02%，主要系研发项目阶段性投入减少所致。

2024 年 1 月 6 日，公司通过与 HilleVax 签署《独家许可协议》签署许可协议方式，实现技术出海，授权 HilleVax 在除中国（含港澳台）以外地区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，交易金额包括首付款 1500 万美元，最高 2.555 亿美元的开发里程碑和销售里程碑款项，以及实际年净销售额个位数百分比的特许权使用

费。公司已于 2024 年 3 月收到首付款 1500 万美元，并将持续推进许可协议的实施。

### ■ 发布员工持股计划，彰显公司长期发展信心

2024 年 8 月 16 日，公司发布员工持股计划，拟使用已回购股份 300 万股，占总股本的 2.23%，授予包括公司董事、高管和核心骨干等 66 人。此次受让价格为 30 元/股，存续期 36 个月。业绩考核均以 2023 年为基数，第一个解锁期的达成条件为 2024 年净利润增长不低于 20%或营收增长不低于 20%；第二个解锁期达成条件为 2025 年净利润增长不低于 30%或营业收入增长不低于 30%。此次员工持股计划的推行，有利于鼓励员工信心，彰显公司长期发展信心。

### ■ 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 18.79、20.94、24.14 亿元，归母净利润分别为 7.14 亿元、7.94 亿元和 9.08 亿元，EPS 分别为 5.30、5.89、6.74 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3、8.4、7.3 倍。公司为国内首家生产并销售人二倍体细胞狂犬疫苗的企业，先发优势明显，销售稳健增长；重组六价诺如病毒疫苗技术已成功出海，授权费用增厚公司营收和利润，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

产品销售推广不及预期；产品竞争加剧；研发进展不及预期；行业政策、集采等不确定性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,577	1,879	2,094	2,414
增长率（%）	9.0%	19.1%	11.4%	15.3%
归母净利润（百万元）	509	714	794	908
增长率（%）	-14.9%	40.2%	11.1%	14.4%
摊薄每股收益（元）	3.78	5.30	5.89	6.74
ROE（%）	14.5%	18.4%	18.6%	19.2%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,039	1,199	1,346	1,460
应收款	1,427	1,544	1,721	1,984
存货	174	211	243	280
其他流动资产	17	21	23	27
流动资产合计	2,657	2,975	3,333	3,751
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	849	860	889	925
在建工程	112	145	158	163
无形资产	15	12	9	7
长期股权投资	7	7	7	7
其他非流动资产	569	569	569	569
非流动资产合计	1,552	1,593	1,632	1,670
资产总计	4,209	4,568	4,966	5,421
<b>流动负债:</b>				
短期借款	191	191	191	191
应付账款、票据	7	9	10	12
其他流动负债	483	483	483	483
流动负债合计	682	683	684	686
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	13	13	13	13
非流动负债合计	13	13	13	13
负债合计	695	697	698	699
<b>所有者权益</b>				
股本	135	135	135	135
股东权益	3,514	3,871	4,268	4,722
负债和所有者权益	4,209	4,568	4,966	5,421

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	509	714	794	908
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	51	58	58	60
公允价值变动	-32	0	0	0
营运资金变动	45	-157	-210	-302
经营活动现金净流量	574	615	642	665
投资活动现金净流量	-163	-43	-43	-41
筹资活动现金净流量	-251	-357	-397	-454
现金流量净额	160	214	202	171

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,577</b>	<b>1,879</b>	<b>2,094</b>	<b>2,414</b>
营业成本	102	117	135	156
营业税金及附加	10	11	13	14
销售费用	495	582	649	758
管理费用	107	128	142	164
财务费用	-8	-23	-27	-29
研发费用	253	244	272	314
费用合计	847	931	1,037	1,207
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	-32	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>577</b>	<b>808</b>	<b>898</b>	<b>1,026</b>
加:营业外收入	0	0	0	0
减:营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>574</b>	<b>805</b>	<b>895</b>	<b>1,023</b>
所得税费用	65	91	101	116
<b>净利润</b>	<b>509</b>	<b>714</b>	<b>794</b>	<b>908</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>509</b>	<b>714</b>	<b>794</b>	<b>908</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.0%	19.1%	11.4%	15.3%
归母净利润增长率	-14.9%	40.2%	11.1%	14.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	93.5%	93.8%	93.5%	93.6%
四项费用/营收	53.7%	49.6%	49.5%	50.0%
净利率	32.3%	38.0%	37.9%	37.6%
ROE	14.5%	18.4%	18.6%	19.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.5%	15.3%	14.1%	12.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	3.78	5.30	5.89	6.74
P/E	13.0	9.3	8.4	7.3
P/S	4.2	3.5	3.2	2.7
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4

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。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

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。

## ■ 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收到任何形式的补偿。

## ■ 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。

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。