

## 公司研究

## 人二倍体狂苗维持高速增长，研发投入力度持续加大

## ——康华生物（300841.SZ）2022年三季度报点评

## 要点

**事件：**公司发布2022年三季度报，前三季度实现营业收入10.55亿元，同比+35.23%；归母净利润4.83亿元，同比-17.15%；扣非归母净利润4.64亿元，同比+35.23%；经营性净现金流0.20亿元，同比+62.06%；EPS 3.61元。业绩符合市场预期。

## 点评：

**人二倍体狂苗维持高速增长，公允价值变动影响表观业绩：**2022Q1~Q3，公司单季度营业收入分别为2.67/3.93/3.95亿元，同比+12.48%/24.84%/73.29%；归母净利润1.35/1.80/1.68亿元，同比+34.60%/+18.94%/-49.38%；扣非归母净利润1.24/1.77/1.63亿元，同比+24.60%/22.92%/63.56%。公司Q3收入和扣非归母净利润维持高速增长，主要是人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)等产品的销量增加、销售价格提升所致。Q3归母净利润负增长主要是由于参股公司公允价值变动较上年度减少所致。

**加大研发投入力度，扩充疫苗产品线：**公司2022Q1~Q3研发费用1.28亿元，同比+179.06%。公司研发投入力度持续增加，已布局mRNA疫苗平台、重组蛋白VLP疫苗平台、重组腺病毒疫苗平台、多糖蛋白结合疫苗平台、减毒活疫苗平台、灭活疫苗平台、新型疫苗佐剂平台等多个创新疫苗平台，当前共有包括六价诺如病毒疫苗、四价鼻喷流感疫苗、带状疱疹mRNA疫苗等9个在研项目陆续推进，为公司远期发展奠定坚实的基础。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到新冠疫情和公允价值变动对公司业绩造成较大影响，下调2022~2024年归母净利润预测为7.58/12.22/15.08亿元（原预测为8.44/13.07/15.95亿元，分别下调10%/7%/5%），同比-8.67%/+61.25%/+23.45%，现价对应PE为15/9/8倍，考虑到公司人二倍体狂苗、宠物狂苗未来市场空间巨大，维持“买入”评级。

**风险提示：**人二倍体狂苗竞争格局恶化的风险；在研项目进度低于预期的风险；宠物狂苗销售情况不达预期的风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,039	1,292	1,603	2,468	2,976
营业收入增长率	87.26%	24.44%	24.06%	53.95%	20.56%
净利润(百万元)	408	829	758	1,222	1,508
净利润增长率	118.57%	103.28%	-8.67%	61.25%	23.45%
EPS(元)	6.80	9.22	5.63	9.07	11.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.67%	31.06%	23.01%	27.65%	26.14%
P/E	12	9	15	9	8
P/B	2.6	2.8	3.4	2.6	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-25（注：2020年底公司总股本为60,000,000股，2021年因公积金转增股本导致总股本变更为90,000,000股，2022年因公积金转增股本、股权激励等因素导致总股本变更为134,650,449股）

## 买入（维持）

当前价：84.22元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

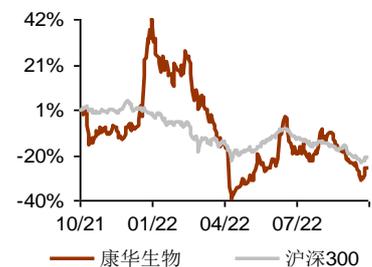
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.35
总市值(亿元)	113.40
一年最低/最高(元)	71.22/175.02
近3月换手率	47.50%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.40	-4.96	-26.71
绝对	-7.86	-18.86	-30.18

资料来源：Wind

## 相关研报

人二倍体狂苗销售持续增长，研发布局多种创新疫苗——康华生物（300841.SZ）2022年半年报点评（2022-08-26）  
产能扩建带动21Q4大幅增长，疫情影响22Q1销售——康华生物（300841.SZ）2021年报及2022年一季报点评（2022-04-22）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,039	1,292	1,603	2,468	2,976
营业成本	63	84	137	219	265
折旧和摊销	12	15	26	33	39
税金及附加	7	7	9	14	17
销售费用	371	412	466	649	758
管理费用	74	86	91	97	103
研发费用	58	79	139	195	220
财务费用	-12	-21	-27	-37	-50
投资收益	2	5	2	2	2
营业利润	485	916	891	1,436	1,773
利润总额	484	916	891	1,437	1,774
所得税	76	86	134	216	266
净利润	408	829	758	1,222	1,508
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	408	829	758	1,222	1,508
EPS (元)	6.80	9.22	5.63	9.07	11.20

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	370	130	516	911	1,450
净利润	408	829	758	1,222	1,508
折旧摊销	12	15	26	33	39
净营运资金增加	172	457	226	430	81
其他	-223	-1,171	-494	-774	-178
投资活动产生现金流	-441	-202	457	-12	-13
净资本支出	-136	-315	-104	-104	-105
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-306	113	561	92	92
融资活动现金流	976	-147	-108	-60	-106
股本变化	15	30	45	0	0
债务净变化	-10	1	0	0	0
无息负债变化	69	174	-103	64	31
净现金流	904	-219	865	839	1,332

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	93.9%	93.5%	91.4%	91.1%	91.1%
EBITDA 率	46.7%	50.6%	49.5%	54.3%	56.1%
EBIT 率	45.3%	49.0%	47.9%	53.0%	54.8%
税前净利润率	46.6%	70.8%	55.6%	58.2%	59.6%
归母净利润率	39.3%	64.2%	47.3%	49.5%	50.7%
ROA	19.0%	27.5%	21.4%	25.8%	24.7%
ROE (摊薄)	20.7%	31.1%	23.0%	27.7%	26.1%
经营性 ROIC	49.4%	35.8%	34.2%	46.2%	54.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	8%	12%	7%	7%	6%
流动比率	10.45	5.73	12.07	13.23	15.96
速动比率	10.15	5.42	11.48	12.64	15.44
归母权益/有息债务	-	4494.60	5542.54	7435.87	9711.61
有形资产/有息债务	-	4975.77	5847.04	7843.07	10166.24

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,148	3,018	3,538	4,727	6,110
货币资金	1,145	927	1,792	2,631	3,963
交易性金融资产	180	0	0	0	0
应收账款	353	837	832	1,026	991
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	3	4	5	7
存货	50	105	140	179	173
其他流动资产	20	70	86	129	155
流动资产合计	1,780	1,943	2,854	3,970	5,288
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	74	249	321	385	442
在建工程	128	239	232	226	222
无形资产	22	19	21	24	27
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	58	58	58	58
非流动资产合计	368	1,075	684	756	822
总负债	173	348	245	309	340
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	6	6	10	16	19
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	170	339	236	300	331
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	3	9	9	9	9
股东权益	1,974	2,670	3,293	4,418	5,770
股本	60	90	135	135	135
公积金	1,268	1,265	1,243	1,243	1,243
未分配利润	647	1,371	1,972	3,096	4,448
归属母公司权益	1,974	2,670	3,293	4,418	5,770
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	35.72%	31.88%	29.04%	26.29%	25.47%
管理费用率	7.12%	6.68%	5.70%	3.92%	3.45%
财务费用率	-1.17%	-1.64%	-1.67%	-1.50%	-1.70%
研发费用率	5.61%	6.10%	8.69%	7.89%	7.39%
所得税率	16%	9%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.50	1.50	0.72	1.16	1.43
每股经营现金流	6.16	1.45	3.83	6.77	10.77
每股净资产	32.91	29.67	24.46	32.81	42.85
每股销售收入	17.31	14.36	11.91	18.33	22.10

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	12	9	15	9	8
PB	2.6	2.8	3.4	2.6	2.0
EV/EBITDA	8.3	10.8	12.5	7.0	4.9
股息率	1.8%	1.8%	0.9%	1.4%	1.7%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE