

评级：买入（维持）

市场价格：91.20

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1038.64	1292.45	1574.00	2354.00	3288.00
增长率 yoy%	87.26%	24.44%	21.78%	49.56%	39.68%
净利润(百万元)	408.05	829.48	735.78	1051.25	1482.22
增长率 yoy%	118.57%	103.28%	-11.30%	42.88%	41.00%
每股收益(元)	6.80	9.22	8.18	11.68	16.47
每股现金流量	4.11	1.45	9.33	5.49	8.30
净资产收益率	20.67%	31.06%	22.42%	24.26%	25.49%
P/E	23.99	11.80	13.30	9.31	6.60
PEG	0.20	0.11	-1.18	0.22	0.16
P/B	4.96	3.67	2.98	2.26	1.68

备注：数据截止 2022.10.26

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年三季报，前三季度公司实现营业收入 10.55 亿元，同比增长 3 5.23%；实现归母净利润 4.83 亿元，同比下降 17.15%；实现扣非净利润 4.64 亿元，同比增长 35.23%。**
- **Q3 业绩符合预期，二倍体狂苗稳步放量。**单三季度公司实现营业收入 3.95 亿元，同比增长 73.29%；归母净利润 1.68 亿元，同比下降 49.38%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比增长 63.56%。其中 Q3 归母净利润同比下降，主要由于参股公司公允价值变动较上年度减少所致。公司在三季度疫情影响下仍然积极推进销售工作，二倍体狂苗实现稳步放量，叠加部分省份销售价格提升，推动业绩较快增长。
- **二倍体狂苗量价齐升，随产能释放仍有望保持快速增长。**中检院数据显示，2022 年 Q1-Q3 人二倍体狂苗合计签发 96 批次，同比增长 166.67%；2022 年 Q3 批签发 34 批次，同比增长 183.33%。参考批签发、市场及收入情况，我们测算单三季度确认约 120-130 万支。2021 年 5 月底公司公告病毒性疫苗二车间技改完成，人二倍体狂苗的产能从 300 万支扩充至 500 万支，预计随产能释放有望继续保持快速放量。长期来看，我们预计 2024-2026 年公司二倍体狂苗全部产能达产后总产能有望达到 1100 万支/年，公司峰值收入体量有望达到 30-33 亿元，利润体量有望达到 13.5-15 亿元。
- **费用率稳中有降，研发投入持续加大。**2022 前三季度公司销售费用 2.58 亿元，占收入比重下降至 24.42%，预计主要是由于疫情影响，销售推广工作无法正常开展，导致销售费用率降低。管理费用 5796 万元、费用率 5.49%；研发费用 1.28 亿，同比增长 179.06%，公司近年来在收入快速增长的前提下研发投入加速，研发费用率逐年提升，不断进行产品创新与新工艺创新，同时积极利用外部研发资源开展交流合作，在研轮状病毒疫苗和诺如病毒疫苗等，后续管线有望逐步丰富。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到新冠疫情影响和公允价值变动，我们对盈利预测略作调整，预计 2022-2024 年公司营业收入为 15.74、23.54、32.88 亿元，同比增长 21.78%、49.56%、39.68%；归母净利润为 7.36、10.51、14.82 亿元（调整前为 8.45、12.48、15.55 亿元），同比-11.30%、+42.88%、+41.00%。公司是国内人二倍体狂苗细分市场龙头，受益于产能释放未来 5 年保持快速增长、长期成长性强，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。

基本状况

总股本(百万股)	135
流通股本(百万股)	92
市价(元)	91.20
市值(亿元)	123
流通市值(亿元)	83

股价与行业-市场走势对比

相关报告

图表 1: 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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1943	2705	3704	5149	营业收入	1292	1574	2354	3288
现金	927	1726	2259	3075	营业成本	84	84	96	134
应收账款	837	827	1268	1821	营业税金及附加	7	9	14	19
其他应收款	3	3	5	7	营业费用	412	554	824	1134
预付账款	70	52	64	91	管理费用	86	157	169	230
存货	105	97	109	156	财务费用	-21	-55	-82	-110
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
非流动资产	1075	827	898	945	公允价值变动收益	269	110	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	3	3	4
固定资产	249	403	457	476	营业利润	916	866	1237	1744
无形资产	19	18	16	14	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	808	406	425	454	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3018	3532	4602	6094	利润总额	916	866	1237	1744
流动负债	339	246	266	275	所得税	86	130	186	262
短期借款	0	2	1	1	净利润	829	736	1051	1482
应付账款	6	7	8	11	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	333	238	257	263	归属母公司净利润	829	736	1051	1482
非流动负债	9	3	3	3	EBITDA	915	848	1205	1691
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	9.22	8.18	11.68	16.47
其他非流动负债	9	3	3	3					
负债合计	348	250	269	278	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	90	90	90	90	成长能力				
资本公积	1220	1175	1175	1175	营业收入	24.4%	21.8%	49.6%	39.7%
留存收益	1416	2017	3068	4551	营业利润	88.8%	-5.4%	42.9%	41.0%
归属母公司股东权益	2670	3282	4333	5815	归属于母公司净利润	103.3%	-11.3%	42.9%	41.0%
负债和股东权益	3018	3532	4602	6094	获利能力				
					毛利率(%)	93.5%	94.7%	95.9%	95.9%
					净利率(%)	64.2%	46.7%	44.7%	45.1%
					ROE(%)	31.1%	22.4%	24.3%	25.5%
					ROIC(%)	64.7%	50.2%	53.7%	56.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	11.5%	7.1%	5.8%	4.6%
					净负债比率(%)	0.17%	0.67%	0.31%	0.35%
					流动比率	5.73	10.98	13.94	18.73
					速动比率	5.42	10.59	13.53	18.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.48	0.58	0.61
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	14.05	12.67	12.75	14.23
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	9.22	8.18	11.68	16.47
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	9.33	5.49	8.30
					每股净资产(最新摊薄)	29.67	36.47	48.15	64.62
					估值比率				
					P/E	11.80	13.30	9.31	6.60
					P/B	3.67	2.98	2.26	1.68
					EV/EBITDA	15	16	11	8

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。