

康希诺(688185)

点评报告

公司研究——生物制品行业

证券研究报告

# 商业化搭建，新品种启航

——康希诺 2021 年报点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：联系人：毛雅婷  
✉️：maoyating@stocke.com.cn

## 报告导读

2021 年公司在国内外新冠疫苗销售驱动下，业绩大幅扭亏，我们认为 2022 年是公司疫苗商业化平台搭建过渡期，随着新冠疫苗利润贡献占比下降、MCV2 和 MCV4 占比提升，2023 年起盈利波动性有望明显下降。

## 投资要点

### □ 财务表现：同比大幅扭亏，研发及投资加速

2022 年 3 月 27 日，公司发布 2021 年年报，营业收入 43 亿元，同比增长 17175%；归母净利润 19.1 亿元、扣非后归母净利润 18 亿元，同比扭亏为盈。经营性现金流看，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额 20.5 亿元，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 12 亿元，同比 2020 年均大幅增长。单季度看，2021Q4 收入 12.1 亿元，环比增长 18.5%；2021Q4 归母净利润 5.8 亿元，环比增长 46.3%。我们认为，公司 2021 年收入和利润增速符合我们预期。

### □ 成长驱动：新冠疫苗拉动，2022-2023 年 MCV2 和 MCV4 新动能体现

分区域看，2021 年公司国外收入 30.6 亿元，同比增长 48074%，根据公司年报，国外收入增长“主要为报告期内向墨西哥、巴基斯坦等海外国家供应新冠疫苗所致”。国内收入 12.4 亿元，同比增长 6600.7%。2021 年 6 月美奈喜（A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗（CRM197 载体））获得药监局下发的《药品注册证书》，考虑到公司生产、批签发和销售渠道推广时间，我们预计 2021 年公司国内销售增长主要来自于新冠疫苗销售。展望 2022 年，分国内外看：

①国外：根据 COVID-19 Vaccine Tracker 和公司公告，公司在印度尼西亚、马来西亚等国获批新冠疫苗，其中公司在马来西亚获批加强针，印度尼西亚（接种率 55%左右）、巴基斯坦（接种率 45%左右）、吉尔吉斯斯坦（接种率 18%左右）仍有提升接种率的空间。但根据 Duke 等机构的估计，2022 年起全球新冠疫苗产能迅速释放：截至 2022 年 1 月底数据预计，全球 17 个新冠疫苗供应商 2021 年产能约 109.7 亿剂，2022 年产能约 233.8 亿剂；虽然全球仍有 14.5% 的低收入国家仍未接种新冠疫苗，但考虑到供给端竞争激烈化、新冠病毒较高变异性，我们从谨慎性的角度出发下调了对公司 2022 年新冠疫苗出口销售额预期，主要基于(1)潜在的降价风险、(2)获批国家初次免疫接种较高且加强针需求具有不确定性。

②国内：针对新冠疫苗，根据 2022 年 4 月 1 日国务院联防联控机制发布会信息，“截至 3 月 31 日，全国累计报告接种新冠疫苗 32 亿 7087.4 万剂次，接种总人数达 12 亿 7770.9 万，已完成全程接种 12 亿 4228.1 万人，覆盖人数占全国总人口的 90.63%，全程接种人数占全国总人口的 88.11%。完成加强免疫接种 6 亿 9493.6 万人，其中序贯加强免疫接种 1734.4 万人。60 岁以上老年人接种覆盖人数达 2 亿 2370.8 万人，完成全程接种 2 亿 1257.2 万人，完成加强免疫接种 1 亿 4363.7 万人”。根据最新统计数据，全国加强针接种率超出我们预期，但序贯加强免疫接种人数低于我们预期；我们认为，虽然从临床数据看异源加强提供了更安全有效的接种选择，但相比同源加强，异源加强更依赖市场推广

## 评级

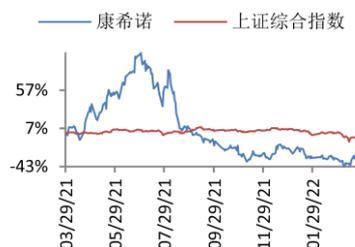
增持

上次评级 增持  
当前价格 ¥236.00

## 单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2021	1.60
2Q/2021	3.85
1Q/2021	-0.06
4Q/2020	-0.89



## 公司简介

公司是一家致力于研发、生产与销售创新型疫苗企业，研发管线涵盖预防脑膜炎、埃博拉病毒病、百白破、肺炎、结核病、带状疱疹等多个适应症的临床接种量较大的重磅疫苗。

## 相关报告

- 1 《康希诺 2021 年快报点评：从 1 到 N 的突破更值得期待》2022.02.26
- 2 《康希诺深度报告：从 1 到 N 的创新疫苗先锋》2022.02.23

和宣传，爬坡可能更慢，因此我们下调了对公司 2022 年国内新冠疫苗销售额的预期。针对 MCV2 和 MCV4，根据公司官网和中检院数据，2021 年 9 月起公司已有 MCV2 的批签发数据，我们预计 2022 年下半年开始 MCV4 有望支持收入增长。

#### □ 盈利能力：预计 2022-2023 年净利润率先降后升

2021 年公司综合毛利率 69.9%、净利润率 44.4%；期间费用率结构看，销售费用率 2.5%，研发费用率 20.4%。我们认为，相比于可比公司，康希诺销售费用率和毛利率相对较低，我们认为和公司新冠疫苗收入占比较高有关。展望 2022 年，从毛利率看，考虑到新冠疫苗的潜在降价风险，我们预计新冠疫苗毛利率有所下降，而 MCV2 和 MCV4 毛利率相对较高，我们预计随着 MCV2 和 MCV4 收入占比提升，2022-2024 年公司毛利率可能先降后升；同时，我们预计销售费用率也会有所升高。研发费用率看，根据 2021 年年报，公司处于临床期的疫苗品种包括吸入用 Ad5-nCoV 新冠疫苗、DTcP 百白破疫苗组合、PBPV 肺炎蛋白疫苗、PCV13i 肺炎结合疫苗、TB-结核病加强疫苗等，其中“公司的 PCV13i 属于非一类生物制品，于 2021 年 4 月进入 III 期临床试验，已满足研发费用资本化的相关条件”。我们预计 2022 年公司研发管线推进下，公司研发费用率有所提升，进而导致公司 2022 年净利率有所下降。

#### □ 观点：商业平台搭建过渡期，从 1 到 N 的变化更值得期待

我们认为 2021 年是公司搭建疫苗商业化平台的拐点，2021 年固定资产及在建工程的快速增长，从侧面体现出公司正处于从 Biotech 公司向 Biopharma 转变的过渡期。随着公司生产组织能力和商业化运维团队逐渐成熟，管线推进、收入增长有望逐步进入快车道。在谨慎性原则下，我们下调了对公司 2022 年的盈利预期，但我们也关注到公司在 2022 年的重要变化：WHO PQ 认证有望取得新进展，销售团队扩容下 MCV2 和 MCV4 商业化能力搭建并强化，mRNA 技术平台有望持续完善和验证。展望 2023 年，我们预计随着新冠疫苗收入占比进一步下降，公司整体盈利波动性有望下降，逐渐成为技术能力领先、产品管线丰富的创新疫苗先锋。

#### □ 盈利预测及估值

综合上文的分析，我们下调了公司 2022-2023 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.48、2.63、3.65 元/股，2022 年 4 月 1 日收盘价对应 2022 年 159 倍 PE。我们认为 2022 年是公司商业化平台搭建和验证过渡期，随着公司 MCV2 和 MCV4 收入占比提升、新冠疫苗收入占比下降，公司盈利波动性有望下降；中长期看，我们看好公司在蛋白结构设计和腺病毒载体平台领域的技术优势，同时看好公司借助新冠疫苗商业化机遇，快速推进销售团队搭建和国际研发合作，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

疫苗临床研发失败风险、新冠疫情反复风险、国内疫苗采购政策变动风险、产能释放低于预期的风险。

**财务摘要**

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	4300	2253	2456	2980
(+/-)	17174.53%	-47.59%	8.98%	21.36%
净利润	1914	367	651	903
(+/-)	-	-80.84%	77.49%	38.73%
每股收益(元)	7.74	1.48	2.63	3.65
P/E	30.50	159.24	89.72	64.67

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	9290	8428	8898	9865	<b>营业收入</b>	4300	2253	2456	2980
现金	5645	5402	5605	6079	营业成本	1296	1095	940	979
交易性金融资产	1862	1862	1862	1862	营业税金及附加	10	23	25	30
应收账款	158	296	633	1107	营业费用	106	79	98	134
其它应收款	0	5	5	6	管理费用	221	124	135	164
预付账款	379	164	141	147	研发费用	879	676	737	894
存货	876	329	282	294	财务费用	(25)	(3)	(19)	(15)
其他	370	370	370	370	资产减值损失	3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2584	2454	2721	2984	公允价值变动损益	71	71	71	71
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	46	27	35	36
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	15	15	15	15
固定资产	1153	1655	2041	2345	<b>营业利润</b>	1941	372	661	916
无形资产	172	221	285	366	营业外收支	(4)	(1)	(3)	(2)
在建工程	821	547	365	243	<b>利润总额</b>	1937	371	659	914
其他	438	32	31	30	所得税	30	6	10	14
<b>资产总计</b>	11874	10883	11619	12849	<b>净利润</b>	1907	365	648	900
<b>流动负债</b>	2861	1706	1742	2040	少数股东损益	(7)	(1)	(2)	(3)
短期借款	991	330	440	587	<b>归属母公司净利润</b>	1914	367	651	903
应付款项	843	657	564	588	<b>EBITDA</b>	2023	443	739	1020
预收账款	0	113	123	149	<b>EPS (最新摊薄)</b>	7.74	1.48	2.63	3.65
其他	1028	606	615	716	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	465	263	315	348		<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	40	40	40	40	<b>成长能力</b>				
其他	425	223	275	308	营业收入	17174.53%	-47.59%	8.98%	21.36%
<b>负债合计</b>	3326	1969	2058	2388	营业利润	587.86%	-80.81%	77.55%	38.47%
少数股东权益	553	551	549	546	归属母公司净利润	-	-80.84%	77.49%	38.73%
归属母公司股东权益	7995	8362	9013	9916	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	11874	10883	11619	12849	毛利率	69.85%	51.40%	61.73%	67.14%
					净利率	44.35%	16.21%	26.40%	30.18%
					ROE	26.19%	4.20%	7.05%	9.02%
					ROIC	20.42%	4.09%	6.51%	8.22%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	28.01%	18.10%	17.71%	18.58%
					净负债比率	34.63%	22.17%	27.17%	29.98%
					流动比率	3.25	4.94	5.11	4.84
					速动比率	2.94	4.75	4.95	4.69
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.20	0.22	0.24
					应收账款周转率	47.76	11.76	6.85	4.30
					应付账款周转率	2.87	1.46	1.54	1.70
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	7.74	1.48	2.63	3.65
					每股经营现金	8.28	3.23	1.59	2.63
					每股净资产	32.31	33.79	36.42	40.07
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.50	159.24	89.72	64.67
					P/B	7.30	6.98	6.48	5.89
					EV/EBITDA	23.90	117.91	70.57	50.85

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>