

康希诺(688185)

点评报告

# 从1到N的突破更值得期待

——康希诺2021年快报点评

公司研究  
— 生物制品行业 —

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

## 报告导读

我们认为，2021年的高增长是公司从0到1的蜕变，我们更看好公司从单一管线向综合疫苗平台转变的过程中，在国际化体系搭建、管理&销售效率提升的边际变化。

## 投资要点

### □ 业绩表现：Q4环比提速，全年高增长

公司发布2021年业绩快报，2021年收入43亿、归母净利润19.1亿、归母净利润率44.5%。分季度看，2021Q4收入环比增长18.5%、归母净利润环比增长46.2%。我们认为，公司2021年的业绩表现符合我们自己的预期。

### □ 商业化快速跃进元年，期待从1到N的突破

**新冠疫苗商业化元年，从单一管线向综合疫苗平台过渡。**根据公司业绩快报，2021年公司业绩大幅增长“主要系随着重组新型冠状病毒疫苗(5型腺病毒载体)(商品名称:克威莎®)获得境内外多个国家的附条件上市批准及紧急使用授权,该产品的商业化对公司的营业总收入及相关各项利润指标产生积极影响”。展望2022年,我们认为公司的增长驱动源于①国内外新冠疫苗加强针接种、②国外新冠疫苗初次接种、③国内MCV2及MCV4销售放量。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、收入增长有望进入快车道。

**序贯接种方案公布,关注国内加强针的潜在增量。**根据2022年2月19日国务院联防联控机制发布会,“智飞龙科马的重组蛋白疫苗或康希诺的腺病毒载体疫苗进行序贯加强免疫”;根据江苏省疾病预防控制中心朱凤才和陈薇等人的研究(2022年1月发表),从真病毒中和抗体水平看,2针灭活疫苗+1针Ad5载体疫苗>1针灭活疫苗+1针Ad5载体疫苗>3针新冠灭活疫苗>2针新冠灭活疫苗。我们关注序贯接种方案下,公司腺病毒载体新冠疫苗的潜在增量。

### □ 盈利预测及估值

我们预计2021-2023年公司EPS分别为7.74、12.55和17.77元/股,2022年2月25日收盘价对应2022年21倍PE。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化研发合作;随着公司MCV2、MCV4等产品陆续上市和创新疫苗如PCV13i、PBPV等临床推进,公司疫苗产品梯队有望持续丰富,维持“增持”评级。

## 评级

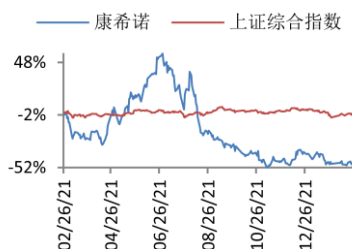
增持

上次评级 增持  
当前价格 ¥254.86

## 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临床接种量较大的重磅疫苗。

## 相关报告

1《康希诺深度报告:从1到N的创新疫苗先锋》2022.02.23

证券研究报告

**□ 风险提示**

疫苗临床研究失败风险、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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	25	4294	6885	9547
(+/-)	990.06%	17149.93%	60.36%	38.67%
净利润	-397	1915	3106	4398
(+/-)	-	-	62.18%	41.59%
每股收益(元)	(1.60)	7.74	12.55	17.77
P/E	(162.04)	33.56	20.69	14.61

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5421	8868	13905	18426
现金	4447	5634	8188	10075
交易性金融资产	667	2000	2000	2000
应收账款	22	865	2766	4791
其它应收款	0	9	14	19
预付账款	114	120	187	257
存货	171	240	749	1284
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1327	1955	2440	2899
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	105	695	1228	1716
无形资产	37	42	49	58
在建工程	760	1173	1116	1077
其他	425	45	47	48
<b>资产总计</b>	6748	10823	16344	21324
<b>流动负债</b>	409	2653	5049	5616
短期借款	0	0	0	0
应付款项	61	721	1124	1541
预收账款	0	429	688	955
其他	349	1502	3236	3121
<b>非流动负债</b>	268	185	203	219
长期借款	90	90	90	90
其他	178	95	113	129
<b>负债合计</b>	677	2838	5252	5835
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6071	7986	11092	15490
<b>负债和股东权益</b>	6748	10823	16344	21324
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	(350)	3516	3003	2316
净利润	(397)	1915	3106	4398
折旧摊销	26	21	49	76
财务费用	(4)	(39)	(58)	(80)
投资损失	(32)	(16)	(17)	(22)
营运资金变动	274	1332	437	(1513)
其它	(217)	303	(515)	(542)
<b>投资活动现金流</b>	(320)	(2346)	(515)	(512)
资本支出	(305)	(1024)	(524)	(524)
长期投资	0	0	0	0
其他	(15)	(1322)	8	12
<b>筹资活动现金流</b>	4941	17	67	82
短期借款	0	0	0	0
长期借款	(40)	0	0	0
其他	4981	17	67	82
<b>现金净增加额</b>	4271	1187	2554	1887

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	25	4294	6885	9547
营业成本	14	1202	1874	2568
营业税金及附加	4	64	103	143
营业费用	17	193	379	668
管理费用	79	236	379	525
研发费用	428	824	1205	1432
财务费用	(4)	(39)	(58)	(80)
资产减值损失	0	0	1	1
公允价值变动损益	7	7	7	7
投资净收益	32	16	17	22
其他经营收益	77	77	77	77
<b>营业利润</b>	(398)	1912	3104	4395
营业外收支	1	3	2	3
<b>利润总额</b>	(397)	1915	3106	4398
所得税	0	0	0	0
<b>净利润</b>	(397)	1915	3106	4398
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	(397)	1915	3106	4398
<b>EBITDA</b>	(408)	1897	3097	4393
<b>EPS (最新摊薄)</b>	(1.60)	7.74	12.55	17.77
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	990.06%	17149.93%	60.36%	38.67%
营业利润	-145.46%	580.59%	62.34%	41.61%
归属母公司净利润	-	-	62.18%	41.59%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.39%	72.00%	72.79%	73.10%
净利率	-1593.54%	44.60%	45.11%	46.07%
ROE	-10.52%	27.25%	32.56%	33.09%
ROIC	-6.98%	23.14%	27.16%	27.64%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	10.04%	26.22%	32.14%	27.36%
净负债比率	20.49%	4.09%	2.37%	2.17%
流动比率	13.24	3.34	2.75	3.28
速动比率	12.82	3.25	2.61	3.05
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.01	0.49	0.51	0.51
应收账款周转率	2.25	9.75	3.81	2.54
应付账款周转率	0.43	3.08	2.03	1.93
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	(1.60)	7.74	12.55	17.77
每股经营现金	(1.41)	14.21	12.13	9.36
每股净资产	24.53	32.27	44.83	62.60
<b>估值比率</b>				
P/E	(162.04)	33.56	20.69	14.61
P/B	10.59	8.05	5.79	4.15
EV/EBITDA	(141.44)	29.92	17.50	11.91

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>