

评级：买入（维持）

市场价格：92.60

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

联系人：张楠

Email: zhangnan03@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

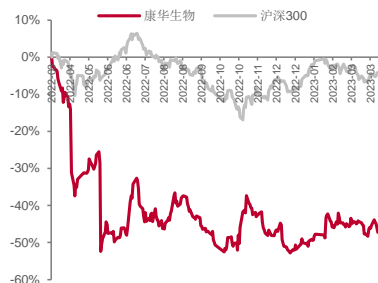
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1292.45	1446.72	2000.76	2716.15	3575.47
增长率 yoy%	24.44%	11.94%	38.30%	35.76%	31.64%
净利润（百万元）	829.48	598.07	830.60	1138.41	1494.44
增长率 yoy%	103.28%	-27.90%	38.88%	37.06%	31.27%
每股收益（元）	9.22	4.44	6.17	8.45	11.10
每股现金流量	10.30	4.84	10.74	14.51	18.31
净资产收益率	31%	19%	22%	23%	23%
P/E	10.05	20.85	15.01	10.95	8.34
PEG	0.10	-0.75	0.39	0.30	0.27
P/B	3.12	4.05	3.24	2.52	1.95

备注：数据截止 2023.3.31

基本状况

总股本(百万股)	135
流通股本(百万股)	68
市价(元)	92.60
市值(百万元)	12,469
流通市值(百万元)	6,294

股价与行业-市场走势对比

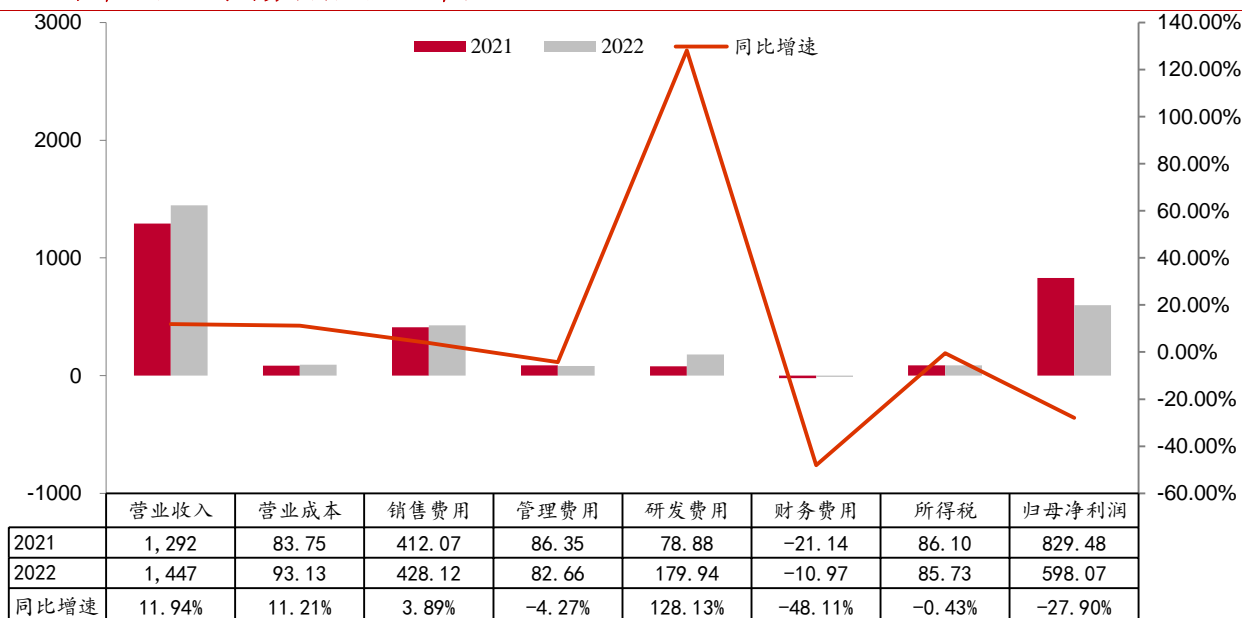


相关报告

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营业收入 14.47 亿元，同比增长 11.94%；实现归母净利润 5.98 亿元，同比下滑 27.90%；实现扣非净利润 5.45 亿元，同比下滑 1.83%。**
- **收入稳健增长，看好 23 年进一步放量。**收入实现稳健增长，由于公允价值变动损益、研发费用增加等因素利润波动较大。22 年公司人二倍体狂犬苗签发 810 万支 (+)，预计 23 年随产能释放有望继续保持快速放量。分季度来看，22Q4 实现营业收入 3.92 亿元，同比下滑 22.15%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比下滑 53.38%。22Q4 疫情封控、放开后大规模感染导致销售收入出现波动，同时研发费用增加、公允价值变动损益形成的高基数等导致利润承压更加明显。
- **费用率稳中有降，研发投入持续加大。**2022 年公司销售费用 4.28 亿元 (+3.89%)，销售费率 29.59% (-2.29pp)，疫情影响下，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 0.83 亿元 (-4.27%)，管理费率 5.71% (-0.97pp)。研发费用 1.80 亿元 (+128.13%)、研发费率 12.44% (+6.34pp)，研发费用率逐年提升，不断进行产品创新与新工艺创新。财务费率 -0.76% (+0.88pp)。2022 年公司存货 1.54 亿元、占资产比重为 4.14% (+0.64pp)，绝对额基本和收入匹配。应收账款及票据 12.87 亿元、占收入比重 88.96% (+24.19pp)。
- **宠物疫苗带来新增长点，六价诺如疫苗推进临床。**公司和杭州佑本合作的宠物疫苗产品目前已有产品报送批签发，全国已有多家宠物医院报名预定公司兽用疫苗产品，公司有望凭借产品质量优势以及性价比优势快速拓宽市场份额。重组六价诺如疫苗于 2023 年 2 月在澳大利亚获得 I 期临床试验许可，同时公司积极开发轮状病毒疫苗、流感疫苗、带状疱疹疫苗等品种，在研管线逐渐丰富。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 20、27、36 亿元，同比增长 38.30%、35.76%、31.64%；归母净利润为 8.31、11.38、14.94 亿元，同比增长 38.88%、37.06%、31.27%。**公司是国内人二倍体狂犬苗细分市场龙头，受益于产能释放预计未来 5 年将保持快速增长，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**人二倍体细胞狂犬苗竞品上市销售及 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，人二倍体狂犬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。

- 2022 年公司实现营业收入 14.47 亿元，同比增长 11.94%；实现归母净利润 5.98 亿元，同比下滑 27.90%；实现扣非净利润 5.45 亿元，同比下滑 1.83%。

图表 1: 康华生物主要财务指标变化 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

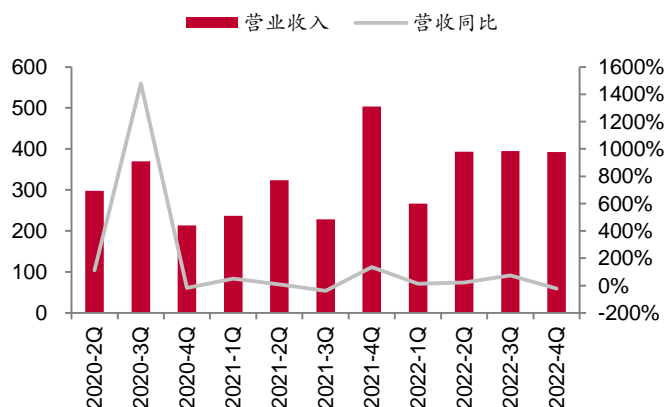
- **分季度看**, 22Q4 实现营业收入 3.92 亿元, 同比下滑 22.15%; 实现归母净利润 1.15 亿元, 同比下滑 53.38%。22Q4 疫情封控、放开后大规模感染导致销售收入出现波动, 同时研发费用增加、公允价值变动损益形成的高基数等导致利润承压更加明显。

图表 2: 康华生物分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	157.1	297.82	370.12	213.60	237.15	323.26	228.25	503.79	266.74	393.03	394.78	392.18
营收同比	20.38%	112.21%	1479.68%	-17.96%	50.95%	8.54%	-38.33%	135.86%	12.48%	21.58%	72.96%	-22.15%
营收环比	-39.66%	89.57%	24.28%	-42.29%	11.03%	36.31%	-29.39%	120.72%	-47.05%	47.35%	0.44%	-0.66%
营业成本	6.36	14.49	17.92	24.08	15.81	27.79	16.62	23.53	15.51	24.64	26.67	26.32
毛利率	95.95%	95.13%	95.16%	88.73%	93.33%	91.40%	92.72%	95.33%	94.19%	93.73%	93.25%	93.29%
销售费用	58.83	102.73	132.46	77.02	64.67	89.97	63.47	193.95	68.68	84.68	104.15	170.60
管理费用	12.81	20.78	17.99	22.35	24	19.92	18.97	23.46	19.14	20.46	18.36	24.70
研发费用	2.56	18.01	16.8	20.89	16.75	17.68	11.34	33.10	21.01	47.18	59.54	52.21
财务费用	-0.47	-1.33	-4.93	-5.42	-5.5	-6.45	-4.4	-4.79	-5.29	-2.79	-1.74	-1.15
营业利润	77.24	139.02	190.53	-54.58	118.97	179.73	352.21	264.85	156.13	205.51	189.30	134.56
利润总额	77.18	139.01	190.12	77.62	118.96	179.26	352.54	264.82	156.13	204.38	189.36	133.92
所得税	12.31	21.2	29.15	13.24	18.46	27.59	21.34	18.70	20.86	23.98	21.72	19.16
归母净利润	64.88	117.82	160.97	64.38	100.50	151.67	331.19	246.12	135.28	180.40	167.63	114.75
归母净利润同比	82.61%	139.28%	4250.54%	-34.45%	54.90%	28.73%	105.75%	282.29%	34.61%	18.94%	-49.38%	-53.38%
净利率	41.30%	39.56%	43.49%	30.14%	42.38%	46.92%	145.10%	48.85%	50.72%	45.90%	42.46%	29.26%
扣非归母净利润	64.58	117.69	160.51	60.18	99.20	144.28	99.93	211.88	123.60	177.35	163.45	80.73
扣非同比	82.22%	141.56%			53.61%	22.59%	-37.74%	252.08%	24.60%	22.92%	63.56%	-61.90%

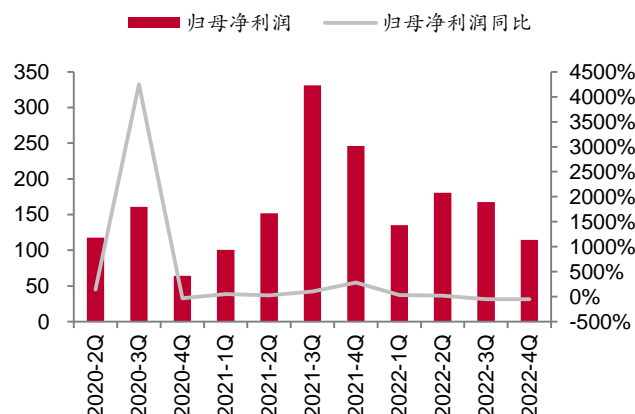
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 康华生物分季度收入及增速(单位:百万元,%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

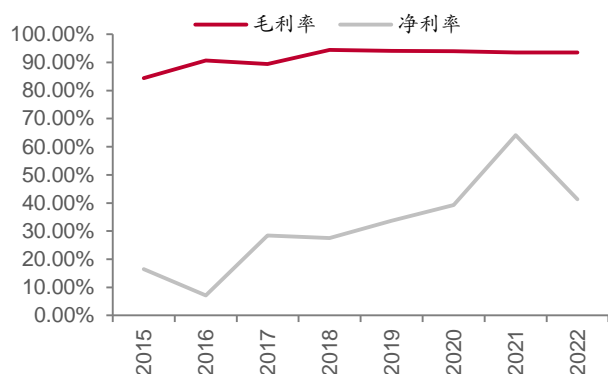
图表 4: 康华生物分季度归母净利润及增速(单位:百万元,%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

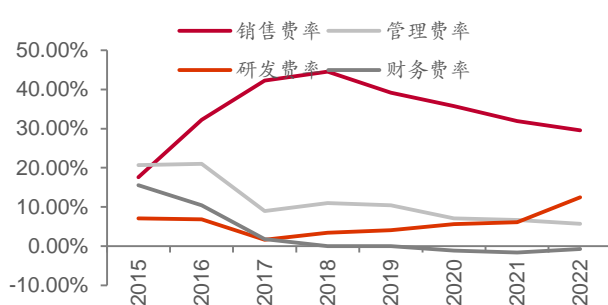
- **费用率稳中有降, 研发投入持续加大。**2022 年公司销售费用 4.28 亿元 (+3.89%), 销售费率 29.59% (-2.29pp), 疫情影响下, 销售推广工作无法正常开展, 导致销售费用率降低。管理费用 0.83 亿元 (-4.27%), 管理费率 5.71% (-0.97pp)。研发费用 1.80 亿元 (+128.13%)、研发费率 12.44% (+6.34pp), 研发费用率逐年提升, 不断进行产品创新与新工艺创新。财务费率-0.76% (+0.88pp)。
- **存货控制良好, 应收账款大幅增长。**2022 年公司存货 1.54 亿元、占资产比重为 4.14% (+0.64pp), 绝对额基本和收入匹配。应收账款及票据 12.87 亿元、占收入比重 88.96% (+24.19pp)。

图表 5: 康华生物盈利情况(单位:%)



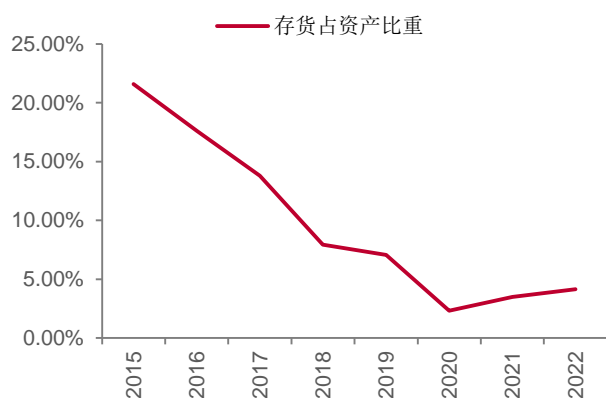
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 康华生物期间费用率情况(单位:%)



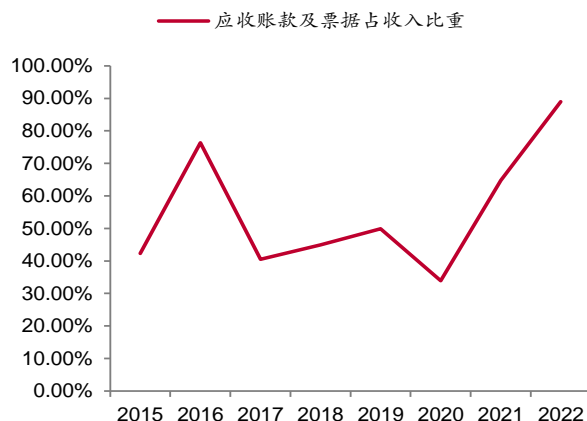
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 康华生物存货情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

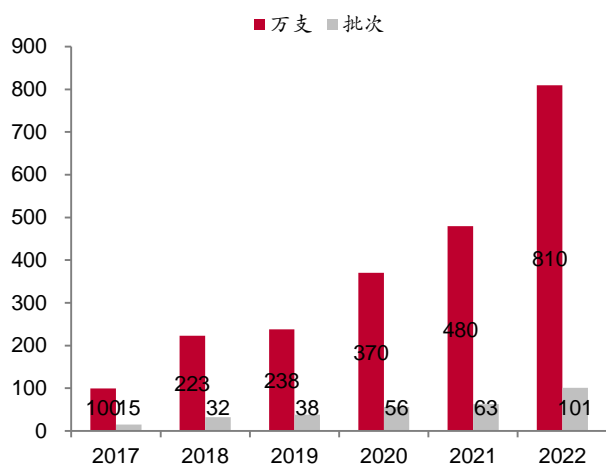
图表 8: 康华生物应收账款及票据情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

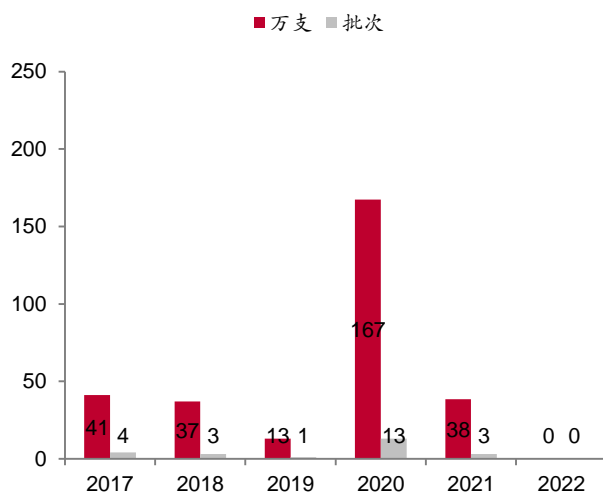
- 二倍体狂苗批签发高增, 预计 23 年随产能释放将保持快速增长。**2022 年公司人二倍体狂苗签发 810 万支 (+69%), 预计 23 年随产能释放有望继续保持快速放量。由于车间正处于技术改造中, 4 价流脑多糖疫苗 22 年尚无生产计划和批签发。

图表 9: 康华生物二倍体狂苗批签发批次 (单位: 批次, 万支)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 康华生物 4 价流脑多糖批签发数量 (单位: 批次, 万支)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 宠物疫苗带来新增长点, 六价诺如疫苗推进临床。**公司和杭州佑本合作的宠物疫苗产品目前已有产品报送批签发, 全国已有多家宠物医院报名预定公司兽用疫苗产品, 公司有望凭借产品质量优势以及性价比优势快速拓宽市场份额。重组六价诺如疫苗于 2023 年 2 月在澳大利亚获得 I 期临床试验许可, 同时公司积极开发轮状病毒疫苗、流感疫苗、带状疱疹疫苗等品种, 在研管线逐渐丰富。

风险提示

- **人二倍体细胞狂犬疫苗竞品上市销售及 Vero 细胞狂犬病疫苗的竞争风险。**
公司冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)为国内首个人二倍体细胞狂犬病疫苗,打破了国内狂犬病疫苗一直沿用动物细胞制备的局限。除公司外,已有 7 家企业提交人二倍体细胞狂犬病疫苗临床试验申请,公司存在因其他疫苗企业成功研制人二倍体细胞狂犬病疫苗并实现上市销售形成的竞争风险。目前, Vero 细胞狂犬病疫苗为国内使用的主流狂犬病疫苗,人二倍体细胞狂犬病疫苗批签发占比相对于 Vero 细胞狂犬病疫苗仍处于较低水平,未来批签发占比能否持续提升存在一定不确定性,存在由 Vero 细胞狂犬病疫苗形成的竞争风险。
- **产品结构相对单一所形成的竞争风险。**公司主营业务产品包括冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)和 ACYW₁₃₅群脑膜炎球菌多糖疫苗,冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)是公司的主要盈利来源。如果公司未来不能成功研发新产品、市场拓展情况不及预期或潜在竞争者成功研制人二倍体细胞狂犬病疫苗并实现上市销售,可能存在因产品结构相对不丰富而导致公司盈利水平下降的风险。
- **人二倍体狂犬疫苗市场空间不及预期的风险。**人二倍体狂犬疫苗未来潜在市场容量的预测是基于一定假设前提,存在假设前提达不到导致预测结果不及预期的风险。
- **疫苗不良反应事件个案风险。**一般疫苗预防接种不良反应都无严重后果,当受种者因其他原因导致接种者在接种后出现不良事件归结于疫苗质量问题时,国家监管部门可能会对疫苗质量及发生不良反应事件个案的原因进行调查,可能对公司疫苗产品销售造成影响。
- **政策及监管风险。**国家通过颁布一系列政策对疫苗质量、运输、流通等方面提出更高要求,但如果公司不能采取有效手段适应政策法规的变化及监管部门对疫苗行业监管力度的加大,则公司生产经营可能存在风险。

图表 11: 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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	651	1,446	1,953	2,465	营业收入	1,447	2,001	2,716	3,575
应收票据	0	0	0	0	营业成本	93	121	164	216
应收账款	1,287	1,192	1,690	2,486	税金及附加	8	11	16	20
预付账款	35	35	46	51	销售费用	428	620	815	1,073
存货	154	157	205	295	管理费用	83	120	163	215
合同资产	0	0	0	0	研发费用	180	220	299	393
其他流动资产	18	40	49	76	财务费用	-11	-9	-8	-8
流动资产合计	2,145	2,870	3,943	5,373	信用减值损失	-35	-15	-19	-23
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-4	-5	-6
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	52	52	52	52
固定资产	462	590	716	832	投资收益	5	4	5	5
在建工程	523	573	623	673	其他收益	7	7	7	7
无形资产	17	22	23	26	营业利润	686	962	1,307	1,701
其他非流动资产	564	572	581	587	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,566	1,757	1,943	2,118	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	3,711	4,627	5,886	7,491	利润总额	684	960	1,305	1,699
短期借款	109	219	328	437	所得税	86	129	167	205
应付票据	18	6	10	16	净利润	598	831	1,138	1,494
应付账款	16	14	19	26	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	598	831	1,138	1,494
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	588	823	1,131	1,488
其他应付款	415	415	415	415	EPS (摊薄)	4.44	6.17	8.45	11.10
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	52	81	105	136	主要财务比率				
流动负债合计	611	736	878	1,031	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	16	31	47	63	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	11.9%	38.3%	35.8%	31.6%
其他非流动负债	8	6	6	7	EBIT增长率	-24.8%	41.4%	36.4%	30.4%
非流动负债合计	24	37	53	70	归母公司净利润增长率	-27.9%	38.9%	37.1%	31.3%
负债合计	635	773	931	1,101	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,076	3,854	4,955	6,390	毛利率	93.6%	94.0%	94.0%	94.0%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	41.3%	41.5%	41.9%	41.8%
所有者权益合计	3,076	3,854	4,955	6,390	ROE	19.4%	21.6%	23.0%	23.4%
负债和股东权益	3,711	4,627	5,886	7,491	ROIC	20.9%	22.9%	24.0%	24.1%
					偿债能力				
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	17.1%	16.7%	15.8%	14.7%
经营活动现金流					债务权益比	4.4%	6.7%	7.7%	8.0%
现金收益	627	874	1,190	1,560	流动比率	3.5	3.9	4.5	5.2
存货影响	-48	-4	-48	-90	速动比率	3.3	3.7	4.3	4.9
经营性应收影响	-476	99	-504	-796	营运能力				
经营性应付影响	171	-15	9	13	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
其他影响	-64	-91	-78	-96	应收账款周转天数	264	223	191	210
投资活动现金流	-412	-242	-246	-248	应付账款周转天数	43	45	35	37
资本支出	-536	-236	-238	-241	存货周转天数	501	463	398	417
股权投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他长期资产变化	124	-6	-8	-7	每股收益	4.44	6.17	8.45	11.10
融资活动现金流	-74	173	183	168	每股经营现金流	1.56	6.42	4.23	4.40
借款增加	126	125	125	125	每股净资产	22.84	28.62	36.80	47.46
股利及利息支付	-137	-37	-59	-85	估值比率				
股东融资	5	5	5	5	P/E	21	15	11	8
其他影响	-68	80	112	123	P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	10	7	5	4

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。