

康希诺(688185)

报告日期: 2022年09月11日

增长动能切换, 静待利润率修复

——康希诺 2022 年中报点评

投资要点

□ 财务表现: 2022H1 收入及利润同比下降

2022年8月28日公司发布2022年中报, 2022H1收入6.3亿元, 同比下降69.5%; 归母净利润0.12亿元, 同比下降98.7%; 归母净利率2.6%。单季度看, 2022Q2: 收入1.3亿元, 同比下降91.8%; 归母净利润-1.1亿元, 同比下降111.5%。

□ 成长能力: 产品切换、商业化过渡

新冠疫苗销售下降, 流脑系列产品 Q3 起接力增长。分区域看, 2022H1 公司国内收入4.1亿元、收入占比65.1%; 国外收入2.2亿元、收入占比34.9%。我们认为: ①考虑到2022年3月公司的WHO GMP检查通过、5月19日EUL获批, 我们预计2022Q2收入多来自于国内新冠疫苗销售, 预计2022Q3起海外销售逐渐体现。②根据公司投资者关系活动记录表, “截至2022年8月底, MCV4已完成近20个省市的准入”, MCV4“安排生产、内部检测放行及批签发的时间大概需要6个月, 因此预计在三季度才会开始贡献收入”, 我们预计2022Q3起国内非新冠疫苗收入占比有望明显提升。根据中检院数据, 2022年1-8月公司MCV2疫苗批签发4批、MCV4疫苗批签发6批, 综合考虑公司MCV4(曼海欣)的产品优势和公司营销体系建设, 我们看好公司流脑系列产品的销售潜力和2022H2起的增长支撑。同时, 根据9月8日国务院联防联控机制权威发布, 截至9月7日, 全国“完成加强免疫接种8亿570.5万人, 其中序贯加强免疫接种4572.5万人。60岁以上老年人接种覆盖人数达到2亿3912.5万人, 完成全程接种2亿2744.8万人, 覆盖人数和全程接种人数分别占老年人口的90.57%、86.14%。完成加强免疫接种1亿7706.0万人”, 考虑到国内新冠疫苗加强针接种率提升空间有限、全球新冠疫苗产能充裕, 我们预计公司2022-2023年国内外新冠疫苗销售同比明显下降, 拖累收入端增长。

□ 盈利能力: 净利率下降, 预计 2023 年起回升

研发、销售费用率拖累 2022H1 净利率。2022H1 公司毛利率65.5%, 同比下降4pct; 归母净利率2.5%, 同比下降42.9%。我们认为, 公司归母净利率下降主要来自于研发费用率(同比提升24.7pct)、管理费用率(同比提升17.6pct)、销售费用率(同比提升12.4pct)的变动。我们认为, 2022H1 公司三费率提升主要来自于: ①MCV4等产品商业化对应的人员扩充(根据2022年8月投资者关系活动记录表, “公司整体商业板块约400人, 其中销售团队近300人”); ②研发管线推进(根据2022年中报, 3.24亿研发费用中腺病毒载体新冠疫苗研发费用约1.6亿元、吸入用腺病毒载体新冠疫苗约5000万元、新冠mRNA疫苗约4000万元)。展望2022H2, 我们预计综合毛利率略有提升(假设MCV4和MCV2的毛利率高于国内外销售的新冠疫苗毛利率)、三费率仍会保持在相对较高的水平, 2023-2024年随着MCV4等产品销售额增长, 我们认为管理费用率和销售费用率有下降空间; 2022H1 仅PCV13i研发费用部分资本化(累计金额约2845万元), 我们预计随着已有管线步入临床后期或接近商业化, 研发费用率有望下降。

□ 现金流及投资: 渠道搭建期、产能逐步释放

现金流: 期待 MCV4 商业化销售改善现金流净额。2022H1 公司经营活动产生的现金流净额转负, 我们认为可能和 MCV4 商业化前人员、物料等准备有关(根据补充资料, 经营性应付项目是2022H1 经营活动现金流的主要同比拖累项), 2022H1 公司“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”从2021H1 的93.1%下降到48.3%, “经营活动产生的现金流量净额/营业利润”从2021H1 的98%下降到6.4%。展望2022H2, 我们预计随着 MCV4 商业化销售, 公司整体现金流回款有望改善。

投资评级: 增持(维持)

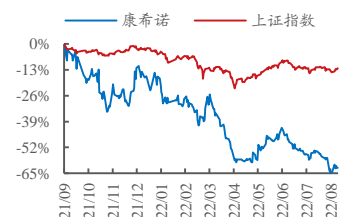
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 毛雅婷
 maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥136.10
总市值(百万元)	33,677.93
总股本(百万股)	247.45

股票走势图



相关报告

- 1 《康希诺 2021 年报点评: 商业化搭建, 新品种启航》 2022.04.04
- 2 《康希诺 2021 年快报点评: 从 1 到 N 的突破更值得期待》 2022.02.27
- 3 《康希诺深度报告: 从 1 到 N 的创新疫苗先锋》 2022.02.23

- **投资：产能逐步释放。**根据公司中报，2022Q1和Q2公司“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”分别为2.3亿元和2亿元，同比均有所下降；从在建工程看，截至2022H1，创新疫苗产业园仍在建设初期（完工率约8.4%），上药康希诺疫苗生产基地工程累计投入占比达到97.6%，2022年9月5日公司吸入用重组新型冠状病毒疫苗（5型腺病毒载体）作为加强针被纳入紧急使用，我们看好公司产能释放和产品获批下的增长潜力。
- **盈利预测与估值**
综合上文的分析，我们下调了公司2022-2024年盈利预测，主要考虑到：①国内外新冠疫苗销售空间下降、②mRNA疫苗临床费用、③销售人员扩张下销售费用率及管理费用率提升、④存货减值（2022H1约计提存货减值准备9663万元，其中产成品减值约6066万元、在产品减值约3166万元）。我们预计2022-2024年公司EPS分别为-1.01、0.94、1.94元/股，2022年9月11日收盘价对应2022年-135倍PE、2023年145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化研发合作，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	1236	1095	1530
(+/-) (%)	17174.53%	-71.26%	-11.36%	39.70%
归母净利润	1914	-250	232	479
(+/-) (%)	-	-	-	106.73%
每股收益(元)	7.74	-1.01	0.94	1.94
P/E	17.59	-134.85	145.36	70.31

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	9290	6918	6743	7185
现金	5645	4488	4239	4359
交易性金融资产	1862	1862	1862	1862
应收账款	158	9	170	474
其它应收款	0	2	2	3
预付账款	379	62	33	39
存货	876	124	66	78
其他	370	370	370	370
非流动资产	2584	2652	3063	3416
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1153	1720	2195	2585
无形资产	172	221	285	366
在建工程	821	681	554	436
其他	438	31	30	29
资产总计	11874	9570	9807	10601
流动负债	2861	1008	961	1246
短期借款	991	330	440	587
应付款项	843	248	131	155
预收账款	0	62	55	76
其他	1028	368	335	427
非流动负债	465	263	315	348
长期借款	40	40	40	40
其他	425	223	275	308
负债合计	3326	1271	1277	1594
少数股东权益	553	554	553	551
归属母公司股东权	7995	7745	7977	8456
负债和股东权益	11874	9570	9807	10601

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4300	1236	1095	1530
营业成本	1296	413	219	258
营业税金及附加	10	12	11	15
营业费用	106	185	219	337
管理费用	221	222	219	214
研发费用	879	680	383	382
财务费用	(25)	(98)	(78)	(49)
资产减值损失	3	185	5	8
公允价值变动损益	71	71	71	71
投资净收益	46	27	35	36
其他经营收益	15	15	15	15
营业利润	1941	(251)	237	487
营业外收支	(4)	(1)	(3)	(2)
利润总额	1937	(253)	234	485
所得税	30	(4)	4	7
净利润	1907	(249)	231	477
少数股东损益	(7)	1	(1)	(2)
归属母公司净利润	1914	(250)	232	479
EBITDA	2023	(175)	332	616
EPS (最新摊薄)	7.75	(1.01)	0.94	1.94

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	17174.53%	-71.26%	-11.36%	39.70%
营业利润	587.86%	-112.95%	194.37%	105.24%
归属母公司净利润	-	-	-	106.73%
获利能力				
毛利率	69.85%	66.56%	80.01%	83.11%
净利率	44.35%	-20.14%	21.07%	31.19%
ROE	26.19%	-2.96%	2.75%	5.46%
ROIC	20.42%	-2.99%	2.59%	5.13%
偿债能力				
资产负债率	28.01%	13.28%	13.02%	15.03%
净负债比率	34.63%	34.35%	43.79%	44.92%
流动比率	3.25	6.87	7.01	5.77
速动比率	2.94	6.74	6.95	5.70
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.12	0.11	0.15
应收账款周转率	47.76	8.78	6.39	4.51
应付账款周转率	2.87	0.76	1.15	1.80
每股指标(元)				
每股收益	7.74	(1.01)	0.94	1.94
每股经营现金	8.28	(0.04)	0.13	1.46
每股净资产	32.31	31.30	32.24	34.17
估值比率				
P/E	17.59	(134.85)	145.36	70.31
P/B	4.21	4.35	4.22	3.98
EV/EBITDA	23.90	(162.52)	86.83	46.85

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2050	(10)	33	361
净利润	1907	(249)	231	477
折旧摊销	80	76	105	131
财务费用	(25)	(98)	(78)	(49)
投资损失	(46)	(27)	(35)	(36)
营运资金变动	921	(846)	(206)	(119)
其它	(788)	1135	16	(43)
投资活动现金流	(2560)	(531)	(481)	(447)
资本支出	(1108)	(500)	(450)	(400)
长期投资	0	0	0	0
其他	(1452)	(31)	(31)	(47)
筹资活动现金流	1554	(617)	200	206
短期借款	991	(660)	110	147
长期借款	(50)	0	0	0
其他	613	43	90	59
现金净增加额	1043	(1157)	(248)	119

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“本公司”）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>