

投资评级 优于大市 首次覆盖

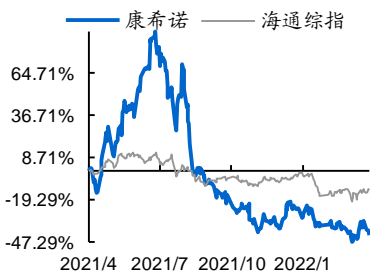
## 新冠首战告捷，期待吸入与 mRNA 疫苗

### 股票数据

04月01日收盘价(元)	236.00
52周股价波动(元)	202.12-798.00
总股本/流通A股(百万股)	247/67
总市值/流通市值(百万元)	58398/47079

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.1	-7.8	-21.2
相对涨幅(%)	2.3	-1.5	-7.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

分析师: 朱赵明

Tel: (021)23154120

Email: zzm12569@htsec.com

证书: S0850521070002

### 投资要点:

● **新冠疫苗全球商业化，公司首次扭亏为盈。**公司2021年营收43.0亿元，同比增长17175%；归母净利润19.1亿元，扣非净利润18.0亿元，首次扭亏为盈；经营性现金流净额20.5亿元，首次实现正向现金流。公司2021年业绩主要来自重组新型冠状病毒疫苗（5型腺病毒载体）国内外多国紧急附条件上市及紧急使用授权。

● **公司新冠疫苗业务将迎来“三新”：**

**(1) 新订单：**国内市场，公司腺病毒疫苗2022年2月获批用于序贯加强接种，为2022年业绩提供新增量。截止3月24日，全国已完成全程接种12.4亿人，加强免疫接种6.7亿人，其中序贯加强免疫1219万人。海外市场，公司腺病毒疫苗已进入墨西哥、巴基斯坦、匈牙利等国家市场，并获批阿根廷、马来西亚及印度尼西亚序贯加强接种。公司于2021年10月下旬接受世卫组织紧急使用清单的现场检查，我们认为该认证有助于公司获得新增海外订单。

**(2) 新剂型：**公司在腺病毒载体疫苗基础上开发呼吸道黏膜免疫剂型，采用雾化吸入给药方式通过口腔吸入呼吸道和肺部，可以激活肌肉注射不能带来的黏膜免疫反应。吸入用Ad5-nCoV已完成I/II期临床。

**(3) 新平台：**公司正在通过在上海建立的mRNA技术平台研发新冠疫苗，争取取得mRNA新冠疫苗临床试验批准。我们认为mRNA平台研发速度快，有利于应对变异病毒开发新疫苗。

● **流脑结合疫苗顺利获批，携手辉瑞推广国内市场。**公司MCV2、MCV4流脑结合疫苗分别于2021年6月、12月获国家药监局批准，其中MCV4是国内首个获批的MCV4产品。公司与辉瑞订立中国区域推广服务协议。考虑疫苗招标准入等必要流程，我们保守估计该产品可能于2022H2大规模商业化。

● **管线丰富，13价肺炎结合疫苗III期完成基础免疫接种。**除上述品种，公司共有百白破、肺炎、结核病、带状疱疹等12个适应症17个创新疫苗产品的研发。公司PCV13i进度迅速，尽管受到疫情的不利影响，PCV13i的III期临床已完成基础免疫接种，预期III期临床2022年完成。

● **盈利预测与估值。**公司吸入用腺病毒新冠疫苗已完成II期，mRNA新冠疫苗正在申请临床试验批准，并且疫情及新冠疫苗市场存在较大变化因素，因此我们保守假设公司2022-24年营收22.5亿、36.6亿、53.4亿元，分别同比-47.6%、+62.5%、+45.7%，对应净利润-7.4亿、8.9亿、20.0亿元。我们

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	25	4300	2254	3664	5339
(+/-)YoY(%)	990.0%	17174.8%	-47.6%	62.5%	45.7%
净利润(百万元)	-397	1914	-737	892	1998
(+/-)YoY(%)	-153.0%	582.7%	-138.5%	221.0%	124.0%
全面摊薄EPS(元)	-1.60	7.74	-2.98	3.61	8.08
毛利率(%)	42.4%	69.8%	35.7%	69.2%	78.7%
净资产收益率(%)	-6.5%	23.9%	-10.2%	10.9%	19.7%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

预计公司 2022-24 年业绩仍存在较大变化因素,而研发管线提供较大成长空间,因此采用 DCF 估值法,假设当 WACC 取值 8.49%~8.99%、g 取值 1.75%~2.25%时,公司合理市值区间为 625.98~726.03 亿元,对应合理价值区间 252.97 元~293.40 元,给予“优于大市”评级。

**风险提示。**研发风险、国内新冠疫情持续风险、国内疫苗市场竞争加剧风险、新冠疫苗市场需求与竞争风险、国际市场风险等。

我们假设 (1) 考虑海内外新冠疫苗降价风险,公司腺病毒新冠疫苗 2022 年收入约 17.5 亿元。公司吸入新冠疫苗 II 期临床已完成,保守假设仍需 III 期临床获批后才可上市销售,并于 2023 年开始逐渐替代肌肉注射剂型;(2) 公司 mRNA 新冠疫苗正在申请临床试验,我们假设 2024 年完成相关临床试验后上市,并在未来作为应对病毒变异的应急手段;(3) 公司 MCV4、MCV2 均已获批,考虑批签发必要流程时间,我们预期产品 2022H2 开始出现明显收入,假设 2022~2025 年销售额分别 5.0 亿元、17.1 亿元、27.2 亿元、27.2 亿元;(4) 2022 年受新冠疫苗降价影响公司毛利率下降至 36%,随着吸入疫苗、非免疫规划疫苗等产品放量陆续恢复至 2030 年的 90%。

表 1 盈利预测 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
主营业务收入	4300	2254	3664	5339	6938	8954	11538	13872	15026	15865
YOY%		-48%	63%	46%	30%	29%	29%	20%	8%	6%
毛利率	70%	36%	69%	79%	82%	85%	87%	89%	90%	90%
腺病毒新冠疫苗	4300	1750	750	250	250	250	250	250	250	250
YOY%		-59%	-57%	-67%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
吸入腺病毒新冠疫苗			1200	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
YOY%				67%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
mRNA 新冠疫苗-风险调整后				200	200	200	200	200	200	200
YOY%					0%	0%	0%	0%	0%	0%
流脑疫苗		504	1714	2722	2722	2722	2722	2722	2722	2722
YOY%			240%	59%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
PCV13i				60	1196	2392	2392	2392	2392	2392
YOY%					1900%	100%	0%	0%	0%	0%
组分百白破				108	570	1110	2235	3210	3435	3285
YOY%					428%	95%	101%	44%	7%	-4%
四 苗/五联苗						280	1400	2100	2100	2100
YOY%							400%	50%	0%	0%
PBPV 通用肺炎-风险调整后							199	578	1087	1517
YOY%								190%	88%	40%
结 加强 苗-风险调整后							140	420	840	1400
YOY%								200%	100%	67%

资料来源:海通证券研究所

表 2 DCF 估值 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	1799	-768	995	2271	3287	4325	5842	7055	7677	8143	
所得税税率	2%	0%	15%	15%	15%	15%	15%	5%	15%	15%	
息前税后利润(NOPAT)	1771	-768	845	1930	2794	3676	4965	5996	6526	6922	
加: 折旧与摊销	89	157	185	210	233	255	276	296	317	337	
减: 营运资金的增加	210	482	155	987	599	588	794	612	334	242	
减: 资本性投资	1306	0	200	200	200	200	200	200	200	200	
公司自由现金流量 FCFF	-656	-1093	67	53	2228	3143	4247	5481	6309	6816	103134
PV		-1005	571	741	1594	2067	2569	3049	3227	3206	48512

资料来源:Wind,海通证券研究所 (WACC=8.74%、g=2.0%)

**表 3 WACC 计算过程**

参数	数值	假设依据
beta 系数	0.94	智飞生物、康泰生物近 100 周 beta 系数均值
无风险利率 Rf	2.78%	10 年期国债收益率
风险溢价 Rm-Rf	7.26%	Rm 参考沪深 300 近 10 年平均年 Rm 10%
股票贴现率 Ke	9.64%	
债务利率 Kd	4.60%	5 年期 LPR
债务比率 D/(E+D)	17.78%	
权益比例 E/(E+D)	82.22%	
WACC	8.74%	

资料来源: Wind (2022 年 3 月 30 日收盘价), 海通证券研究所

**表 4 公司临床阶段研发管线**

产品	类型	临床阶段	2022 年预期进展
Ad5-EBOV	全球创新疫苗	已获批	
克威莎 Ad5-nCoV	全球创新疫苗	已获批	
MCV2	潜在中国最佳疫苗	已获批	
MCV4	潜在中国首创疫苗	已获批	
PCV13i	潜在中国最佳疫苗	III 期	完成 III 期临床
吸入用 Ad5-nCoV	全球创新疫苗	II 期	
婴幼儿用 DTcP	潜在中国最佳疫苗	I 期	开始 III 期临床
DTcP 加强疫苗	潜在中国首创疫苗	I 期	开始 III 期临床
结核病加强疫苗	全球创新疫苗	I 期	Ib 已完成, 新冠影响进度预期缓慢
PBPV	全球创新疫苗	I 期	开始 Ib/II 期临床
mRNA 新冠疫苗	潜在全球最佳疫苗	IND	
青少年及成人用 Tdcp	潜在全球最佳疫苗	IND	2023 年开始临床

资料来源: 康希诺 2021 年港股年报, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4300</b>	<b>2254</b>	<b>3664</b>	<b>5339</b>
每股收益	7.74	-2.98	3.61	8.08	营业成本	1296	1450	1127	1137
每股净资产	32.31	29.33	32.94	41.01	毛利率%	69.8%	35.7%	69.2%	78.7%
每股经营现金流	8.28	-4.37	3.58	4.72	营业税金及附加	10	5	9	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	106	237	690	1118
P/E	30.50	-79.23	65.46	29.22	营业费用率%	2.5%	10.5%	18.8%	20.9%
P/B	7.30	8.05	7.17	5.75	管理费用	221	203	293	267
P/S	13.58	25.91	15.94	10.94	管理费用率%	5.1%	9.0%	8.0%	5.0%
EV/EBITDA	37.01	-90.34	46.16	21.54	EBIT	1799	-768	995	2271
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-25	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	69.8%	35.7%	69.2%	78.7%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	44.5%	-32.7%	24.3%	37.4%	投资收益	46	24	37	53
净资产收益率	23.9%	-10.2%	10.9%	19.7%	<b>营业利润</b>	<b>1941</b>	<b>-733</b>	<b>1049</b>	<b>2351</b>
资产回报率	16.1%	-7.8%	8.8%	16.5%	营业外收支	-4	-4	0	0
投资回报率	17.8%	-9.4%	9.3%	17.4%	<b>利润总额</b>	<b>1937</b>	<b>-737</b>	<b>1049</b>	<b>2351</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1887	-611	1180	2481
营业收入增长率	17174.8%	-47.6%	62.5%	45.7%	所得税	30	0	157	353
EBIT 增长率	508.1%	-142.7%	229.4%	128.3%	有效所得税率%	1.5%	0.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	582.7%	-138.5%	221.0%	124.0%	少数股东损益	-7	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1914</b>	<b>-737</b>	<b>892</b>	<b>1998</b>
资产负债率	28.0%	17.8%	14.3%	11.8%					
流动比率	3.25	5.78	7.77	9.98	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	2.71	4.68	6.80	8.99	货币资金	5645	3593	4315	5336
现金比率	1.97	2.94	4.35	5.49	应收账款及应收票据	158	185	502	1463
<b>经营效率指标</b>					存货	876	636	463	467
应收账款周转天数	13.41	30.00	50.00	100.00	其它流动资产	2611	2659	2439	2441
存货周转天数	246.51	160.00	150.00	150.00	流动资产合计	9290	7073	7719	9707
总资产周转率	0.36	0.24	0.36	0.44	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.73	1.70	2.59	3.68	固定资产	1153	1324	1415	1451
					在建工程	821	492	415	369
					无形资产	172	172	172	172
					非流动资产合计	2584	2427	2442	2431
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>11874</b>	<b>9499</b>	<b>10161</b>	<b>12138</b>
净利润	1914	-737	892	1998	短期借款	991	0	0	0
少数股东损益	-7	0	0	0	应付票据及应付账款	843	795	556	467
非现金支出	92	157	185	210	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-44	-20	-37	-53	其它流动负债	1028	429	437	505
营运资金变动	95	-482	-155	-987	流动负债合计	2861	1224	993	972
<b>经营活动现金流</b>	<b>2050</b>	<b>-1082</b>	<b>886</b>	<b>1168</b>	长期借款	40	40	40	40
资产	-1203	-4	-200	-200	其它长期负债	425	425	425	425
投资	-1215	0	0	0	非流动负债合计	465	465	465	465
其他	-142	24	37	53	<b>负债总计</b>	<b>3326</b>	<b>1689</b>	<b>1458</b>	<b>1437</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2560</b>	<b>20</b>	<b>-163</b>	<b>-147</b>	实收资本	247	247	247	247
债权募资	990	-991	0	0	归属于母公司所有者权益	7995	7258	8150	10148
股权募资	605	0	0	0	少数股东权益	553	553	553	553
其他	-41	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>11874</b>	<b>9499</b>	<b>10161</b>	<b>12138</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1554</b>	<b>-991</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1009</b>	<b>-2052</b>	<b>722</b>	<b>1021</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业  
朱赵明 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,凯莱英,纳微科技,片仔癀,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,百普赛斯,诺唯赞,诺禾致源,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓,爱博医疗,牙博士医疗,一心堂,云南白药,通策医疗,伟思医疗,金域医学,欧普康视,艾德生物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。