

2022年11月06日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

创新研发布局广，雾化疫苗扛大旗

—康希诺（688185.SH）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
联系人：俞家宁 S1050122040006
yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2022-11-04

当前股价(元)	247.88
总市值(亿元)	613
总股本(百万股)	247
流通股本(百万股)	67
52周价格范围(元)	113.32-322.78
日均成交额(百万元)	537.13

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

创新驱动研发管线

康希诺生物股份公司 2009 年注册于天津滨海新区，公司致力于制备创新型疫苗研发管线，为此公司建立了病毒载体技术、合成疫苗技术、蛋白结构设计和 VLP 组装技术、mRNA 技术和制剂及给药技术五大核心技术平台。依赖核心技术平台，布局了 12 个适应症 17 种创新疫苗产品，以期预防传染病和感染病提供解决方案。2017 年公司独立研发的重组埃博拉病毒疫苗 Ad5-EBOV 取得 1 类生物制品新药注册证书。随后 2021 年，公司自主研发的 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 (CRM197 载体)、重组新型冠状病毒疫苗 (5 型腺病毒载体) 克威莎®和国内首创的 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 (CRM197 载体) 相继获 NMPA 批准上市。在研品种中，采用双载体技术研发的 PCV13i 疫苗顺利推进 III 期临床试验，预计年底完成临床现场工作；mRNA 新型冠状病毒疫苗已顺利进入 II 期临床阶段，丰富新冠疫苗品种，进一步提高公司在新冠品类中的竞争力。

独家吸入型新冠疫苗克威莎或成抗击 Omicron 突变株利器

近日 CDC 发文称“接种第二剂加强针”是结束新冠大流行的关键，吸入型新冠疫苗的显著优势，或将成为序贯方案首选：①Omicron 突变株具有免疫逃逸及更明显上呼吸道感染特性，使得以诱导循环 IgG 抗体为主的肌注疫苗无力预防 COVID-19 的感染，通过吸入型疫苗来诱导 IgA 为主的粘膜免疫抗体，在病毒感染部位杀死新冠病毒成为预防新冠病毒感染的关键步骤。②在临床研究方面，吸入雾化克威莎加强疫苗 14 天后，低剂量吸入组和高剂量吸入组对原始新冠毒株的血清中和抗体浓度均显著高于肌注组，其中低剂量组中和抗体滴度是肌注组的 9.48 倍，高剂量组为 9.10 倍；加强免疫后第 28 天，低剂量组对原始新冠病毒的血清中和抗体浓度是肌注组的 26.36 倍，高剂量组为 18.38 倍，雾化疫苗显著优于肌注疫苗。③康希诺新冠疫苗采用自主研发的腺病毒载体构建，使得疫苗雾化成为可能，而灭活疫苗目前使用铝佐剂，无法通过气雾化设备形成合适大小微粒，而 mRNA 疫苗的结构相对脆弱，在雾化过程中容易失活，因此短期内其他品类新冠疫苗无法改为吸入用。目前，克威莎®雾优®已作为加强针被纳入紧急使用，上海市以及江苏省等十三个城市已开展吸入用新冠疫苗的部署工作，吸入型新冠疫苗由上药康希诺生产，目前公司已具备年产量 1 亿剂的产能，可以保证充足的供应，预计 2023E 吸入型新

冠疫苗将迎来放量期。

■ MCV4 结合苗具备强劲销售潜力

公司 MCV4 疫苗是我国首个脑膜炎球菌四价结合疫苗产品，具备先发优势，同时填补国内脑膜炎球菌四价苗不适用 2 岁以下儿童的空缺，截止 2022 年 Q3，MCV4 批签发 6 批次，贡献了公司第三季度主要销售收入。MCV4 疫苗在 6 月底获得批签发后，快速推进市场准入工作，目前已完成 24 个省市的准入，以及近 800 个区县及不设县的市的开户，预计 2023 年 Q1 完成重点区域的全部覆盖。

■ 盈利预测

预测公司 2022E-2024E 年收入分别为 16.37、54.01、66.40 亿元，EPS 分别为-0.78、3.68、4.56 元，当前股价对应 PE 分别为-318.4、67.3、54.4 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

疫苗研发不及预期，市场推广不及预期，疫苗采购政策变化等风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	4,300	1,637	5,401	6,640
增长率（%）	17174.5%	-61.9%	229.9%	22.9%
归母净利润（百万元）	1,914	-193	912	1,127
增长率（%）	-582.7%	-110.1%	-573.4%	23.6%
摊薄每股收益（元）	7.74	-0.78	3.68	4.56
ROE（%）	22.4%	-2.3%	9.9%	10.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	5,645	4,954	5,836	6,724
应收款	158	179	192	200
存货	876	519	589	572
其他流动资产	2,611	2,318	2,732	2,868
流动资产合计	9,290	7,970	9,349	10,363
非流动资产:				
金融类资产	2,138	2,138	2,138	2,138
固定资产	1,153	1,598	1,948	2,213
在建工程	821	811	801	791
无形资产	172	345	518	683
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	438	438	438	438
非流动资产合计	2,584	3,192	3,705	4,126
资产总计	11,874	11,162	13,054	14,489
流动负债:				
短期借款	991	1,003	1,015	1,027
应付账款、票据	843	410	1,397	1,715
其他流动负债	835	835	835	835
流动负债合计	2,861	2,248	3,246	3,576
非流动负债:				
长期借款	40	130	130	130
其他非流动负债	425	425	425	425
非流动负债合计	465	555	555	555
负债合计	3,326	2,803	3,801	4,131
所有者权益				
股本	247	247	247	247
股东权益	8,548	8,359	9,253	10,358
负债和所有者权益	11,874	11,162	13,054	14,489

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1907	-191	903	1116
少数股东权益	-7	2	-9	-11
折旧摊销	65	133	194	247
公允价值变动	71	0	0	0
营运资金变动	14	3	489	192
经营活动现金净流量	2050	-53	1577	1544
投资活动现金净流量	-2560	-435	-340	-255
筹资活动现金净流量	-181	104	3	1
现金流量净额	-691	-384	1,240	1,289

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,300	1,637	5,401	6,640
营业成本	1,296	628	2,141	2,629
营业税金及附加	10	3	10	12
销售费用	106	115	281	339
管理费用	221	141	459	564
财务费用	-25	0	0	0
研发费用	879	458	1,458	1,793
费用合计	1,181	714	2,198	2,696
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动	71	0	0	0
投资收益	46	0	0	0
营业利润	1,941	-224	1,062	1,313
加: 营业外收入	2	0	0	0
减: 营业外支出	6	0	0	0
利润总额	1,937	-224	1,062	1,313
所得税费用	30	-34	159	197
净利润	1,907	-191	903	1,116
少数股东损益	-7	2	-9	-11
归母净利润	1,914	-193	912	1,127

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	17174.5%	-61.9%	229.9%	22.9%
归母净利润增长率	-582.7%	-110.1%	-573.4%	23.6%
盈利能力				
毛利率	69.8%	61.6%	60.4%	60.4%
四项费用/营收	27.5%	43.6%	40.7%	40.6%
净利率	44.4%	-11.6%	16.7%	16.8%
ROE	22.4%	-2.3%	9.9%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	28.0%	25.1%	29.1%	28.5%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.1	0.4	0.5
应收账款周转率	27.2	9.1	28.1	33.2
存货周转率	1.5	1.2	3.6	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	7.74	-0.78	3.68	4.56
P/E	32.0	-318.4	67.3	54.4
P/S	14.3	37.5	11.4	9.2
P/B	7.7	7.9	7.0	6.2

■ 医药组介绍

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。