

# 康希诺 (688185)

证券研究报告

2022年03月30日

## 2021年业绩符合预期，流脑疫苗系列为新增长点

### 事件：

2021年3月27日公司发布年报业绩：2021年全年公司实现营业收入约43.00亿元，同比增长17174.82%；归母净利润为19.14亿元，扣非归母净利润为17.97亿元，实现扭亏为盈，毛利率为69.85%。公司研发投入9.05亿元，同比增长110.96%。

### 点评：

#### 新冠疫苗带动公司实现扭亏为盈，未来重点是加强针市场

2021年公司营业收入约43.00亿元，同比增长17174.82%，主要来源于新冠疫苗的收入，其中中国收入12.43亿元，海外收入30.57亿元。公司的新冠腺病毒载体疫苗于2021年2月25日在中国获批有条件上市，目前正在墨西哥、巴基斯坦、匈牙利、智利、厄瓜多尔、阿根廷、马来西亚、吉尔吉斯斯坦和印度尼西亚紧急使用及附条件上市。并且公司的新冠疫苗已经于2022年2月19日获批用于序贯加强免疫接种，在阿根廷、马来西亚和印度尼西亚也被批准用于序贯加强免疫接种，随着第三针加强针正在全球推进接种，公司的新冠疫苗需求仍存。再者公司的吸入式新冠疫苗可以实现黏膜免疫，或为现有新冠疫苗的补充，目前已经完成临床试验2期，正在申报紧急使用。

#### 在研管线丰富，流脑疫苗获批上市将贡献收入增量

目前公司产品管线包括针对预防埃博拉病毒病、脑膜炎、新冠肺炎、肺炎、百日咳、结核病、带状疱疹等12个适应症的17种创新疫苗产品，其中13价肺炎疫苗处于临床试验3期，8款在研疫苗处于临床试验阶段或临床试验申请阶段，5款疫苗处于临床前研究阶段。公司自有产品逐渐上市销售贡献收入，2021年6月和12月公司的A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗和ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗在中国获批上市，其中MCV2已经在中国近20个省招标准入，四价流脑疫苗为中国首款，填补空白，未来将由辉瑞负责推广销售。

#### 布局 mRNA 技术平台，中长期看好公司发展

公司在原有4大技术平台的基础上布局 mRNA 技术平台，目前已经申请多项关于 mRNA 疫苗设计和新型递送系统设计的专利，其中1项已获得授权。公司已经基于 mRNA 平台技术正在研发相关疫苗产品。随着新冠疫苗、流脑疫苗获批上市开始商业化，公司核心疫苗品种开发能力逐渐被验证——1) 在产业化生产方面，公司掌握疫苗放大量产的工艺，已经建成年设计产能2亿剂新冠疫苗的天津工厂，常规疫苗原液年产能在7000-8000万剂。2) 在商业化销售方面，公司多角度提升商业化能力，通过自建团队目前已覆盖30多个省市，并与外部企业合作推广。3) 国际化的战略布局，公司研发的疫苗对标国际主流品种，申报和临床试验兼顾中国和海外市场并与海外公司开展技术研发等战略合作。

**盈利预测：**康希诺作为创新疫苗的先行者，由于新冠疫苗价格下降，且新冠疫苗未来接种程序不确定因素较大包括第四针的接种、吸入剂型的新冠疫苗获批时间节点，不考虑吸入式新冠疫苗等收入的情况，将公司2022-2023年收入由91.03和50.32亿元分别下调为30.76和31.90亿元，预计2024年收入为33.19亿元，预计公司2022-2024年净利润分别为9.80、10.40和11.19亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**新冠腺病毒载体疫苗销售不及预期，在研产品获批不及预期，产能释放不及预期，研发不及预期。

### 投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	244.3元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	114.78
流通A股股本(百万股)	66.82
A股总市值(百万元)	28,040.51
流通A股市值(百万元)	16,323.32
每股净资产(元)	32.31
资产负债率(%)	28.01
一年内最高/最低(元)	798.00/202.12

### 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
徐晓欣	联系人
xuxiaoxin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《康希诺-半年报点评:半年报业绩扭亏为盈，股权激励彰显长期发展信心》 2021-08-31
- 《康希诺-首次覆盖报告:疫苗行业的创新新星》 2021-07-12

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24.89	4,299.70	3,076.27	3,190.11	3,318.97
增长率(%)	990.06	17174.53	(28.45)	3.70	4.04
EBITDA(百万元)	(30.91)	2,848.85	1,035.59	1,080.18	1,149.69
净利润(百万元)	(396.64)	1,914.39	980.30	1,040.19	1,119.11
增长率(%)	152.99	(582.65)	(48.79)	6.11	7.59
EPS(元/股)	(1.60)	7.74	3.96	4.20	4.52
市盈率(P/E)	(152.41)	31.58	61.67	58.12	54.02
市净率(P/B)	9.96	7.56	6.74	6.04	5.43
市销率(P/S)	2,428.73	14.06	19.65	18.95	18.21
EV/EBITDA	(2,821.52)	23.74	50.99	48.62	44.63

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,447.03	5,645.03	5,955.99	6,245.14	7,445.43
应收票据及应收账款	22.14	157.93	98.43	167.41	109.17
预付账款	114.07	378.55	10.26	358.38	178.01
存货	170.51	875.62	21.62	829.07	821.59
其他	666.89	2,232.72	1,963.82	1,977.06	2,005.32
<b>流动资产合计</b>	<b>5,420.64</b>	<b>9,289.84</b>	<b>8,050.12</b>	<b>9,577.06</b>	<b>10,559.51</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	105.35	1,152.93	1,043.08	933.24	823.39
在建工程	760.06	820.80	820.80	820.80	820.80
无形资产	72.30	198.31	190.73	183.15	175.57
其他	389.73	412.31	383.87	392.64	396.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,327.43</b>	<b>2,584.34</b>	<b>2,438.48</b>	<b>2,329.83</b>	<b>2,216.04</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,748.07</b>	<b>11,874.19</b>	<b>10,488.59</b>	<b>11,906.89</b>	<b>12,775.55</b>
短期借款	0.00	990.68	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	60.57	842.57	373.85	335.06	349.60
其他	348.48	834.95	363.16	728.10	430.58
<b>流动负债合计</b>	<b>409.05</b>	<b>2,668.20</b>	<b>737.01</b>	<b>1,063.16</b>	<b>780.18</b>
长期借款	90.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	177.75	424.89	223.40	275.34	307.88
<b>非流动负债合计</b>	<b>267.75</b>	<b>464.89</b>	<b>223.40</b>	<b>275.34</b>	<b>307.88</b>
<b>负债合计</b>	<b>677.22</b>	<b>3,326.30</b>	<b>960.41</b>	<b>1,338.50</b>	<b>1,088.06</b>
少数股东权益	0.00	552.84	552.84	552.84	552.84
股本	247.45	247.45	247.45	247.45	247.45
资本公积	6,588.10	6,597.90	6,597.90	6,597.90	6,597.90
留存收益	(764.69)	1,149.70	2,130.00	3,170.20	4,289.31
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>6,070.85</b>	<b>8,547.88</b>	<b>9,528.19</b>	<b>10,568.38</b>	<b>11,687.49</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,748.07</b>	<b>11,874.19</b>	<b>10,488.59</b>	<b>11,906.89</b>	<b>12,775.55</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(396.64)	1,907.09	980.30	1,040.19	1,119.11
折旧摊销	26.14	80.29	117.42	117.42	117.42
财务费用	25.99	44.44	(78.13)	(96.30)	(108.05)
投资损失	(32.04)	(45.77)	(27.06)	(34.96)	(35.93)
营运资金变动	37.97	410.44	82.96	(880.34)	(25.49)
其它	(11.35)	(346.49)	(32.42)	(30.00)	(20.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(349.93)</b>	<b>2,050.00</b>	<b>1,043.07</b>	<b>116.03</b>	<b>1,047.06</b>
资本支出	228.50	1,052.31	201.49	(51.95)	(32.53)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(548.19)	(3,612.72)	73.88	116.33	67.69
<b>投资活动现金流</b>	<b>(319.69)</b>	<b>(2,560.41)</b>	<b>275.37</b>	<b>64.38</b>	<b>35.16</b>
债权融资	(16.07)	1,038.40	(1,007.48)	108.74	118.07
股权融资	4,996.98	9.80	0.00	0.00	0.00
其他	(39.86)	505.42	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,941.04</b>	<b>1,553.62</b>	<b>(1,007.48)</b>	<b>108.74</b>	<b>118.07</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4,271.42</b>	<b>1,043.21</b>	<b>310.96</b>	<b>289.14</b>	<b>1,200.29</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>24.89</b>	<b>4,299.70</b>	<b>3,076.27</b>	<b>3,190.11</b>	<b>3,318.97</b>
营业成本	14.34	1,296.49	1,076.70	1,020.83	985.91
营业税金及附加	4.01	10.49	61.53	63.80	66.38
销售费用	16.56	105.82	123.05	175.46	222.37
管理费用	78.87	221.33	184.58	207.36	232.33
研发费用	428.49	878.72	707.54	765.63	796.55
财务费用	(4.22)	(25.18)	(78.13)	(96.30)	(108.05)
资产/信用减值损失	(0.39)	(3.11)	(1.25)	(1.58)	(1.98)
公允价值变动收益	6.64	71.09	(32.42)	(30.00)	(20.00)
投资净收益	32.04	45.77	27.06	34.96	35.93
其他	(153.62)	(242.51)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>(397.82)</b>	<b>1,940.80</b>	<b>994.41</b>	<b>1,056.70</b>	<b>1,137.44</b>
营业外收入	1.35	2.20	2.95	2.17	2.44
营业外支出	0.17	6.20	2.13	2.84	3.72
<b>利润总额</b>	<b>(396.64)</b>	<b>1,936.79</b>	<b>995.23</b>	<b>1,056.04</b>	<b>1,136.15</b>
所得税	0.00	29.70	14.93	15.84	17.04
<b>净利润</b>	<b>(396.64)</b>	<b>1,907.09</b>	<b>980.30</b>	<b>1,040.19</b>	<b>1,119.11</b>
少数股东损益	0.00	(7.30)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(396.64)</b>	<b>1,914.39</b>	<b>980.30</b>	<b>1,040.19</b>	<b>1,119.11</b>
每股收益(元)	(1.60)	7.74	3.96	4.20	4.52

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	990.06%	17174.53%	-28.45%	3.70%	4.04%
营业利润	145.46%	-587.86%	-48.76%	6.26%	7.64%
归属于母公司净利润	152.99%	-582.65%	-48.79%	6.11%	7.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.39%	69.85%	65.00%	68.00%	70.29%
净利率	-1593.54%	44.52%	31.87%	32.61%	33.72%
ROE	-6.53%	23.94%	10.92%	10.39%	10.05%
ROIC	-80.02%	267.10%	59.97%	70.97%	48.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	10.04%	28.01%	9.16%	11.24%	8.52%
净负债率	-70.97%	-52.56%	-61.81%	-58.35%	-62.94%
流动比率	13.24	3.25	10.92	9.01	13.53
速动比率	12.82	2.94	10.89	8.23	12.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.25	47.76	24.00	24.00	24.00
存货周转率	0.27	8.22	6.86	7.50	4.02
总资产周转率	0.01	0.46	0.28	0.28	0.27
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.60	7.74	3.96	4.20	4.52
每股经营现金流	-1.41	8.28	4.22	0.47	4.23
每股净资产	24.53	32.31	36.27	40.48	45.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	-152.41	31.58	61.67	58.12	54.02
市净率	9.96	7.56	6.74	6.04	5.43
EV/EBITDA	-2,821.52	23.74	50.99	48.62	44.63
EV/EBIT	-1,750.44	24.30	57.52	54.56	49.71

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com