

康华生物(300841)/生物制品

独家人二倍体狂苗产能释放, 实现高速增长

评级: 买入(维持)

市场价格: 527.40

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 赵磊

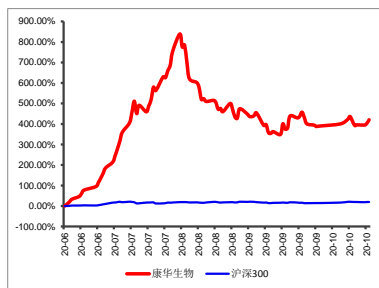
执业证书编号: S0740518070007

电话:

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	60
流通股本(百万股)	15
市价(元)	527.40
市值(百万元)	31644
流通市值(百万元)	7911

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 康华生物(300841)-2020Q3 预告点评: 人二倍体狂苗产销两旺, 实现高速增长、超出预期-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20200917
- 2 康华生物(300841)-2020H1 点评: 人二倍体狂苗产量快速增长 92%, 带动业绩高速增长-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20200824
- 3 康华生物(300841)-深度研究报告: 国产独家金标准狂苗, 随产能拓展有望持续高速增长-(中泰证券_江琦_赵磊)-20200810

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	559.47	554.64	1070.20	1458.60	1842.00
增长率 yoy%	113.59%	-0.86%	92.96%	36.29%	26.29%
净利润	154.14	186.69	428.24	622.26	787.70
增长率 yoy%	107.02%	21.12%	129.39%	45.31%	26.59%
每股收益(元)	2.57	3.11	7.14	10.37	13.13
每股现金流量	0.96	3.05	2.84	5.95	8.55
净资产收益率	41.92%	32.49%	21.59%	23.88%	23.21%
P/E	205.29	169.50	73.89	50.85	40.17
PEG	1.92	8.03	0.57	1.12	1.51
P/B	86.06	55.07	15.95	12.14	9.32

备注: 截止 2020.10.21

投资要点

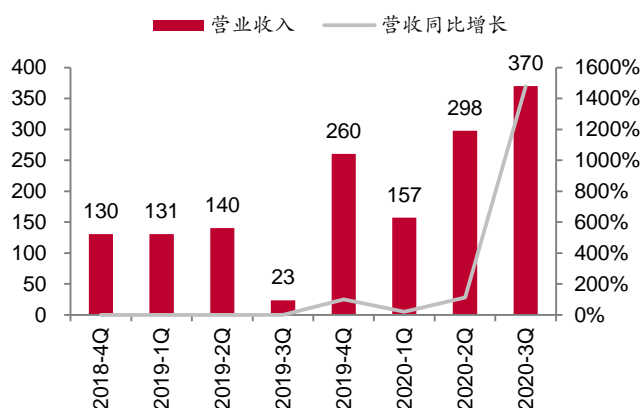
- **事件: 2020年10月21日, 公司发布2020年三季报。2020年前三季度公司实现营业收入8.25亿元, 同比增长180.37%; 实现归母净利润3.44亿元, 同比增长288.47%。同时, 公司预告2020年全年预计实现归母净利润3.9-4.25亿元, 同比增长108.91%-127.65%。**
- **独家人二倍体狂苗产能释放, 实现高速增长。2020年前三季度公司归母净利润同比增长288%, 其中第三季度单季度营收3.7亿元(1480%+), 实现归母净利润1.61亿元、同比增长4250.5%。2020年前三季度公司核心产品人二倍体狂苗受益于需求旺盛、行业竞争格局优化等实现快速增长, 去年第三季度产能技改的因素基本消除, 叠加产量和经营效率提升带来的规模效应, 前三季度和第三季度均实现快速增长。2020年前三季度公司独家人二倍体狂苗累计批签发265万支, 去年全年仅237.77万支。我们预计公司第三季度单季度人二倍体狂苗销售量超过120万支、前三季度销售超过280万支。**
- **销售费用率35.64%, 管理费用率6.25%, 研发费用率4.53%。前三季度销售费用2.94亿元(160.32%+), 费用率水平同比下降接近3个百分点, 我们预计主要是销售活动开展顺利、规模效应带来费用率水平有所下降。管理费用5159万元(26.24%+), 费用率水平同比下降超过7个百分点, 预计主要是今年技改因素消除、规模效应提升。研发费用3737万元(300.94%+), 公司继续加大研发投入, 推进轮状病毒疫苗、诺如病毒疫苗等产品研发。经营活动产生的现金流量净额2.85亿元(2019Q3期末1.41亿元), 随着销售收入增长、回款增加经营性现金流逐季好转。应收票据及应收账款4.28亿元、占收入比重52%, 主要是销售增长。存货5086万元、占总资产比重2.43%。**
- **长期来看, 我们预计公司二倍体狂苗全部产能达产后总产能有望达到1100万支/年, 峰值收入体量有望达到30-33亿元, 利润体量有望达到13.5-15亿元。**
- **盈利预测与投资建议: 我们预计2020-2022年营业收入分别为10.70、14.59和18.42亿元, 分别同比增长92.96%、36.29%、26.29%; 归母净利润分别为4.28、6.22和7.88亿元, 分别同比增长129.39%、45.31%、26.59%。公司是国内人二倍体狂苗细分市场龙头, 受益于产能释放未来5年保持快速增长、长期成长性强, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 人二倍体细胞狂苗竞品上市销售及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。**

图表 1: 康华生物分季度财务数据

项目	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q
营业收入	130.37	130.50	140.34	23.43	260.37	157.1	297.82	370.12
营收同比增长	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	99.72%	20.38%	112.21%	1479.68%
营收环比增长	#DIV/0!	0.10%	7.54%	-83.30%	1011.27%	-39.66%	89.57%	24.28%
营业成本	7.86	8.01	11.24	1.37	11.73	6.36	14.49	17.92
毛利率	93.97%	93.86%	91.99%	94.15%	95.49%	95.95%	95.13%	95.16%
销售费用	61.94	55.89	51.26	5.8	104.09	58.83	102.73	132.46
管理费用	25.23	19.3	13.4	8.16	16.83	12.81	20.78	17.99
研发费用	11.35	2.98	3.32	3.02	13.47	2.56	18.01	16.8
财务费用	0.16	0.11	-0.06	-0.1	-0.13	-0.47	-1.33	-4.93
营业利润	19.82	41.82	60.24	5.02	116.32	77.24	139.02	190.53
利润总额	19.85	42	60.24	4.96	116.32	77.18	139.01	190.12
所得税	7.52	6.28	11.00	1.27	18.1	12.31	21.2	29.15
归母净利润	12.32	35.53	49.24	3.7	98.22	64.88	117.82	160.97
归母净利润同比	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	697.24%	82.61%	139.28%	4250.54%
净利率	9.45%	27.23%	35.09%	15.79%	37.72%	41.30%	39.56%	43.49%

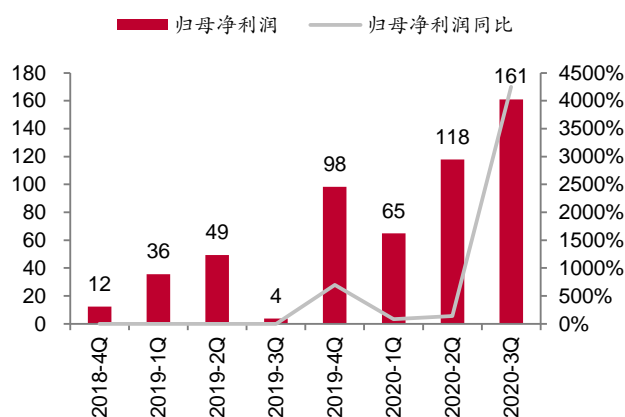
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 康华生物分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)



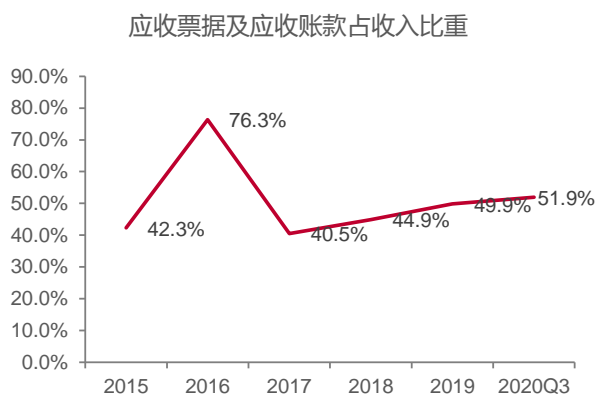
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 康华生物分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元, %)



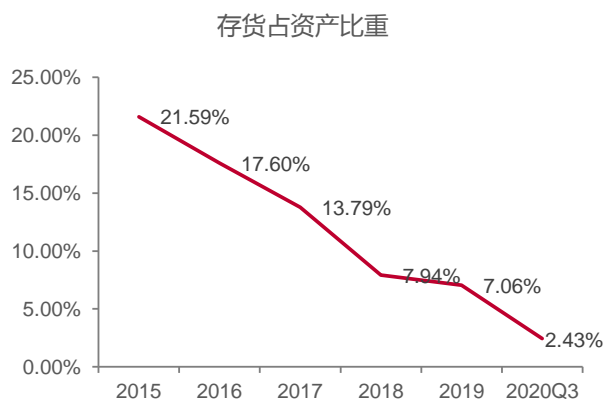
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 康华生物应收账款及票据占收入比重 (单位: %)



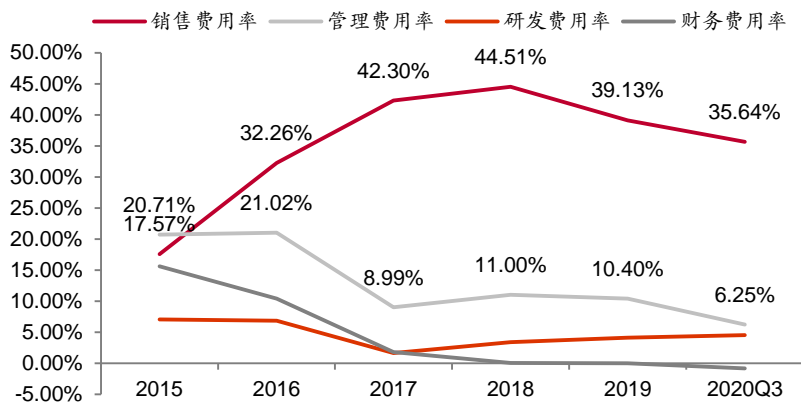
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 康华生物存货占总资产比重 (单位: %)



来源: Wind, 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: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 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	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	577	1913	2511	3276	营业收入	555	1070	1459	1842
现金	242	1349	1730	2286	营业成本	32	38	51	65
应收账款	276	499	691	876	营业税金及附加	3	6	8	10
其他应收款	0	1	2	2	营业费用	217	396	511	645
预付账款	10	10	15	19	管理费用	58	111	153	192
存货	49	53	73	93	财务费用	-0	-32	-63	-82
其他流动资产	0	1	0	1	资产减值损失	-2	-3	-3	-3
非流动资产	112	183	210	234	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	78	131	150	166	营业利润	223	504	732	927
无形资产	9	5	1	-4	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	25	47	59	72	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	689	2096	2721	3510	利润总额	223	504	732	927
流动负债	113	110	114	115	所得税	37	76	110	139
短期借款	10	13	13	12	净利润	187	428	622	788
应付账款	4	3	5	6	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	100	94	96	96	归属母公司净利润	187	428	622	788
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	233	487	691	871
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.15	7.14	10.37	13.13
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	114	112	115	116	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	45	60	60	60	成长能力				
资本公积	261	1227	1227	1227	营业收入	-0.9%	93.0%	36.3%	26.3%
留存收益	269	697	1319	2107	营业利润	17.8%	125.6%	45.3%	26.6%
归属母公司股东权益	575	1984	2606	3394	归属于母公司净利润	21.1%	129.4%	45.3%	26.6%
负债和股东权益	689	2096	2721	3510	获利能力				
					毛利率(%)	94.2%	96.5%	96.5%	96.5%
现金流量表					净利率(%)	33.7%	40.0%	42.7%	42.8%
					ROE(%)	32.5%	21.6%	23.9%	23.2%
					ROIC(%)	52.1%	59.6%	61.6%	61.5%
经营活动现金流	183	171	357	513	偿债能力				
净利润	187	428	622	788	资产负债率(%)	16.6%	5.3%	4.2%	3.3%
折旧摊销	10	16	22	26	净负债比率(%)	8.73%	11.27%	11.10%	10.57%
财务费用	-0	-32	-63	-82	流动比率	5.11	17.35	22.06	28.60
投资损失	0	0	0	0	速动比率	4.67	16.87	21.42	27.80
营运资金变动	-37	-242	-224	-219	营运能力				
其他经营现金流	24	0	-0	-0	总资产周转率	0.94	0.77	0.61	0.59
投资活动现金流	-24	-79	-39	-39	应收账款周转率	2	3	2	2
资本支出	24	80	40	40	应付账款周转率	10.74	11.19	12.88	12.05
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	0	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	3.11	7.14	10.37	13.13
筹资活动现金流	-10	1016	63	82	每股经营现金流(最新摊薄)	3.05	2.84	5.95	8.55
短期借款	-9	3	0	-1	每股净资产(最新摊薄)	9.58	33.06	43.44	56.56
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	15	0	0	P/E	169.50	73.89	50.85	40.17
资本公积增加	20	966	0	0	P/B	55.07	15.95	12.14	9.32
其他筹资现金流	-21	32	63	82	EV/EBITDA	135	64	45	36
现金净增加额	149	1108	381	556					

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。