

康华生物 (300841)

证券研究报告

2020年10月22日

人二倍体狂犬疫苗持续放量，全年业绩高增长

前三季度收入同比+180.37%，归母净利润同比+288.47%

公司发布2020年三季报，前三季度实现收入8.25亿元，同比+180.37%，归母净利润3.44亿元，同比+288.47%，扣非后归母净利润3.43亿元，同比+290.13%。单三季度实现收入3.7亿元，同比+1479.79%，归母净利润1.61亿元，同比+4256.49%。公司经营状况优异，前三季度经营性现金流净额为2.85亿元，同比+102.34%。预计受2019年二倍体狂犬低基数、2020年需求旺盛等的影响，公司三季报中预计全年归母净利润增速108.91%~127.65%，归母净利润3.90-4.25亿元，全年业绩高增长。

疫苗产品批签发大幅提升，提价和规模效应显现净利率同比+11.59pp

公司前三季度批签发二倍体狂犬疫苗265.4万支，同比增加175%，ACYW135群脑膜炎疫苗102.2万支，同比+681%，预计营业收入中大部分由二倍体狂犬疫苗贡献。公司前三季度毛利率为95.3%，同比+2.31个pp，期间费用率为45.6%，同比-9.82个pp。其中销售费用率为35.64%，同比-2.74个pp，管理费用率为6.25%，同比-7.63个pp，财务费用率为-0.82%，同比-0.8个pp。2020年新一轮已完成狂犬疫苗招标的省份，公司人二倍体细胞狂犬疫苗平均中标价从280元提升至340元，涨幅约21.4%，加之公司经营管理效率提升，规模效应逐步显现，前三季度净利率为41.65%，同比大幅提升11.59个pp。

加大研发投入力度，扩大二倍体狂犬疫苗产能满足市场需求

2020年公司继续加大研发投入，公司前三季度研发费用率为4.53%，同比+1.36个pp。公司目前在研项目共有人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）固定化生物反应器培养工艺、吸附破伤风疫苗等8项，未来公司将丰富产品种类，增强综合竞争力，预计后续疫苗研发、生产、销售等业务推进有望加速。

公司在现阶段300万支/年产能的基础上进一步扩大人二倍体细胞狂犬疫苗产能：1）病毒性疫苗二车间正在进行技改，目前处于GMP现场检查阶段，投产后，人二倍体细胞狂犬疫苗产能将增加200万支/年；2）建设温江疫苗生产基地，预计2023年疫苗生产基地一期建设实施完成后，人二倍体细胞狂犬疫苗产能600万支/年。上述项目全部完成后，公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）产能将达到1,100万支/年，将有效提升公司产品生产能力及竞争力。

看好公司未来发展，上调至“买入”评级

公司所处疫苗赛道在多重因素的推动下已经进入黄金发展期，监管趋严下利好优质疫苗企业发展。随着宠物数量增加，狂犬市场空间广大，公司独家产品人二倍体狂犬疫苗有望凭借更高的安全性和有效性，不断提升市占率，我们看好公司狂犬疫苗未来的发展，上调20/21/22年净利润预期由3.70/4.76/5.96至4.24/6.56/9.7亿元，EPS分别为7.07/10.94/16.18元，上调评级由“增持”至“买入”。

风险提示：研发进度、结果低于预期；人二倍体狂犬疫苗等产品销售低于预期；政策风险；疫苗公共安全事件风险；新冠疫情负面影响超预期

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	527.4元
目标价格	元

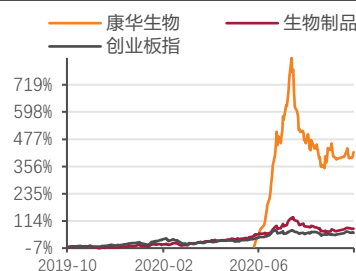
基本数据

A股总股本(百万股)	60.00
流通A股股本(百万股)	15.00
A股总市值(百万元)	31,644.00
流通A股市值(百万元)	7,911.00
每股净资产(元)	31.80
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	996.00/84.44

作者

潘海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《康华生物-首次覆盖报告:人二倍体狂犬疫苗龙头，受益于行业高景气度有望快速发展》2020-09-16

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	559.47	554.64	1,140.77	1,722.97	2,503.01
增长率(%)	113.59	(0.86)	105.68	51.04	45.27
EBITDA(百万元)	217.34	255.87	509.66	789.99	1,162.39
净利润(百万元)	154.14	186.69	424.28	656.18	970.64
增长率(%)	107.02	21.12	127.27	54.66	47.92
EPS(元/股)	2.57	3.11	7.07	10.94	16.18
市盈率(P/E)	205.29	169.50	74.58	48.22	32.60
市净率(P/B)	86.06	55.07	31.21	18.95	11.98
市销率(P/S)	56.56	57.05	27.74	18.37	12.64
EV/EBITDA	0.00	0.00	61.16	38.81	25.85

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	92.36	241.63	815.21	1,422.17	2,137.43
应收票据及应收账款	251.16	276.49	503.04	597.74	1,001.40
预付账款	9.75	10.11	9.59	19.87	23.95
存货	38.57	48.62	95.49	75.24	166.09
其他	0.51	0.45	15.08	5.12	12.64
流动资产合计	392.34	577.31	1,438.42	2,120.15	3,341.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	53.31	77.59	98.58	120.27	141.77
在建工程	27.81	2.26	7.36	10.41	12.25
无形资产	11.61	9.12	6.17	2.97	0.28
其他	1.00	22.86	19.69	18.54	17.58
非流动资产合计	93.73	111.83	131.79	152.19	171.87
资产总计	486.07	689.14	1,570.21	2,272.34	3,513.39
短期借款	19.00	10.00	10.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	2.51	3.51	3.86	5.45	8.79
其他	95.29	99.56	191.16	135.37	302.48
流动负债合计	116.81	113.07	205.02	150.82	321.27
长期借款	0.00	0.00	350.00	450.00	550.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.57	1.42	1.27	1.42	1.37
非流动负债合计	1.57	1.42	351.27	451.42	551.37
负债合计	118.37	114.49	556.29	602.24	872.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	45.00	45.00	60.00	60.00	60.00
资本公积	240.59	260.85	260.85	260.85	260.85
留存收益	322.70	529.65	953.93	1,610.10	2,580.75
其他	(240.59)	(260.85)	(260.85)	(260.85)	(260.85)
股东权益合计	367.70	574.65	1,013.93	1,670.10	2,640.75
负债和股东权益总计	486.07	689.14	1,570.21	2,272.34	3,513.39

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	154.14	186.69	424.28	656.18	970.64
折旧摊销	9.34	10.00	5.86	7.45	8.86
财务费用	0.44	0.48	4.68	10.59	11.62
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(125.55)	(29.31)	(192.56)	(127.67)	(334.74)
其它	18.98	14.87	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	57.35	182.73	242.26	546.55	656.37
资本支出	37.32	5.47	29.15	28.85	29.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(71.89)	(29.44)	(58.15)	(57.85)	(59.05)
投资活动现金流	(34.58)	(23.97)	(29.00)	(29.00)	(29.50)
债权融资	19.00	10.00	360.00	460.00	560.00
股权融资	65.30	20.44	10.32	(10.59)	(11.62)
其他	(77.30)	(39.97)	(10.00)	(360.00)	(460.00)
筹资活动现金流	7.00	(9.53)	360.32	89.41	88.38
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.78	149.23	573.58	606.96	715.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	559.47	554.64	1,140.77	1,722.97	2,503.01
营业成本	31.09	32.35	55.38	66.04	92.86
营业税金及附加	2.81	2.87	6.45	9.11	13.44
营业费用	249.02	217.04	411.82	621.99	903.59
管理费用	61.52	57.70	114.08	163.68	230.28
研发费用	18.92	22.79	47.91	77.53	108.88
财务费用	0.16	(0.17)	4.68	10.59	11.62
资产减值损失	7.02	(2.11)	1.34	2.08	0.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(0.71)	0.78	0.00	0.00	0.00
营业利润	189.63	223.40	499.12	771.95	1,141.91
营业外收入	0.04	0.01	0.03	0.03	0.02
营业外支出	0.24	0.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	189.42	223.33	499.15	771.97	1,141.93
所得税	35.28	36.65	74.87	115.80	171.29
净利润	154.14	186.69	424.28	656.18	970.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	154.14	186.69	424.28	656.18	970.64
每股收益(元)	2.57	3.11	7.07	10.94	16.18

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	113.59%	-0.86%	105.68%	51.04%	45.27%
营业利润	108.60%	17.81%	123.41%	54.66%	47.93%
归属于母公司净利润	107.02%	21.12%	127.27%	54.66%	47.92%
获利能力					
毛利率	94.44%	94.17%	95.15%	96.17%	96.29%
净利率	27.55%	33.66%	37.19%	38.08%	38.78%
ROE	41.92%	32.49%	41.84%	39.29%	36.76%
ROIC	117.22%	63.61%	133.76%	123.40%	142.23%
偿债能力					
资产负债率	24.35%	16.61%	35.43%	26.50%	24.84%
净负债率	-19.95%	-40.31%	-44.90%	-57.61%	-59.73%
流动比率	3.36	5.11	7.02	14.06	10.40
速动比率	3.03	4.68	6.55	13.56	9.88
营运能力					
应收账款周转率	3.13	2.10	2.93	3.13	3.13
存货周转率	14.64	12.72	15.83	20.18	20.74
总资产周转率	1.47	0.94	1.01	0.90	0.87
每股指标(元)					
每股收益	2.57	3.11	7.07	10.94	16.18
每股经营现金流	0.96	3.05	4.04	9.11	10.94
每股净资产	6.13	9.58	16.90	27.84	44.01
估值比率					
市盈率	205.29	169.50	74.58	48.22	32.60
市净率	86.06	55.07	31.21	18.95	11.98
EV/EBITDA	0.00	0.00	61.16	38.81	25.85
EV/EBIT	0.00	0.00	61.87	39.18	26.05

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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