

华兰生物 (002007.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

血制品业务稳定增长，流感疫苗有望

迎来反转

业绩简评

2023年3月29日，公司发布2022年年度报告。公司2022年实现收入45.17亿元(+2%)，归母净利润10.76亿元(-17%)，扣非归母净利润8.94亿元(-26%)；分季度来看，2022Q4单季度实现收入9.15亿元(-15%)，归母净利润1.76亿元(-27%)，扣非归母净利润1.35亿元(-40%)

经营分析

血制品业务增长稳健，疫苗销售短期承压。分业务来看，2022年公司血液制品业务实现收入26.79亿元(+3%)，毛利率为52.30%，同比减少2.96%。外部环境变化给流感疫苗行业带来不利影响，公司科学谋划生产，流感疫苗于5月份取得批签发率先上市，抓住了我国南方地区流感高发带来的市场机遇，将不利影响降到了最小，疫苗制品业务实现收入18.18亿元(-0.4%)，毛利率为88.49%，同比增加0.29%。

采浆量受疫情影响逐渐消退，浆站数量稳步提升。公司目前共有单采血浆站32家，2022年采浆量超1100吨，2022年公司累计获批7家新浆站，新浆站的不断获批及原有浆站的浆源拓展为公司血液制品业务保持增长奠定了坚实基础。疫情后院端对血制品的认知程度提升较大，未来有望维持高需求态势。

流感疫苗批签发量持续领先，23年业绩有望迎来反转。2022年公司取得流感疫苗批签发共计103个批次，其中四价流感疫苗（成人剂型）77批次，四价流感疫苗（儿童剂型）14批次，三价流感疫苗12批次，四价流感疫苗及流感疫苗批签发批次数量继续保持国内领先地位。目前国内流感疫苗接种率较低，随着疫情对接种及推广工作影响消退及市场教育程度的进一步提升，流感疫苗有望在23年实现业绩反转。

盈利预测、估值与评级

我们维持2023-2025年盈利预期，预计公司分别实现归母净利润14.5(+35%)、16.4(+13%)、19.4亿元(+18%)。2023-2025年公司对EPS分别为0.80、0.90、1.06元，对应当前PE分别为27、24、20倍。维持“买入”评级。

风险提示

医保降价和控费风险；生长激素竞争加剧风险；疫苗销售不及预期；研发进展不达预期等。

医疗组

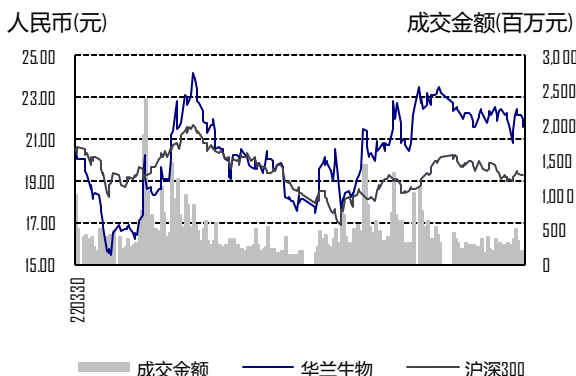
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：21.60元

相关报告：

- 1.《华兰生物公司深度研究：血制品和疫苗业务有望迎来双重反转》，2023.3.2
- 2.《河南省再获批3家新浆站-华兰生物事件点评》，2022.12.28
- 3.《疫苗公司发布激励方案，彰显快速发展信心-华兰生物事件点评》，2022.10.10



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,436	4,517	5,529	6,461	7,687
营业收入增长率	-11.69%	1.82%	22.40%	16.86%	18.98%
归母净利润(百万元)	1,299	1,076	1,450	1,640	1,937
归母净利润增长率	-19.48%	-17.14%	34.71%	13.14%	18.08%
摊薄每股收益(元)	0.712	0.590	0.795	0.899	1.062
每股经营性现金流净额	0.78	0.52	0.86	0.87	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.58%	10.35%	12.87%	13.39%	14.44%
P/E	40.93	38.36	26.58	23.49	19.89
P/B	6.38	3.97	3.42	3.14	2.87

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,023	4,436	4,517	5,529	6,461	7,687
增长率		-11.7%	1.8%	22.4%	16.9%	19.0%
主营业务成本	-1,371	-1,387	-1,533	-1,732	-2,026	-2,419
%销售收入	27.3%	31.3%	33.9%	31.3%	31.4%	31.5%
毛利	3,652	3,049	2,984	3,797	4,435	5,269
%销售收入	72.7%	68.7%	66.1%	68.7%	68.6%	68.5%
营业税金及附加	-37	-36	-42	-53	-65	-79
%销售收入	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,076	-775	-930	-1,133	-1,312	-1,553
%销售收入	21.4%	17.5%	20.6%	20.5%	20.3%	20.2%
管理费用	-253	-254	-284	-351	-407	-483
%销售收入	5.0%	5.7%	6.3%	6.4%	6.3%	6.3%
研发费用	-213	-254	-315	-376	-433	-507
%销售收入	4.2%	5.7%	7.0%	6.8%	6.7%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	2,073	1,731	1,413	1,884	2,219	2,647
%销售收入	41.3%	39.0%	31.3%	34.1%	34.3%	34.4%
财务费用	11	-10	-10	-110	-223	-280
%销售收入	-0.2%	0.2%	0.2%	2.0%	3.5%	3.6%
资产减值损失	-76	-145	-190	-32	-5	-7
公允价值变动收益	26	27	36	38	42	44
投资收益	85	73	108	102	97	92
%税前利润	3.9%	4.3%	7.6%	5.4%	4.6%	3.7%
营业利润	2,151	1,696	1,424	1,882	2,130	2,495
营业利润率	42.8%	38.2%	31.5%	34.0%	33.0%	32.5%
营业外收支	-3	-8	4	0	0	0
税前利润	2,147	1,688	1,428	1,882	2,130	2,495
利润率	42.7%	38.1%	31.6%	34.0%	33.0%	32.5%
所得税	-303	-234	-181	-237	-268	-314
所得税率	14.1%	13.9%	12.7%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	1,844	1,454	1,248	1,645	1,861	2,181
少数股东损益	231	155	171	195	221	244
归属于母公司的净利润	1,613	1,299	1,076	1,450	1,640	1,937
净利率	32.1%	29.3%	23.8%	26.2%	25.4%	25.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,844	1,454	1,248	1,645	1,861	2,181
少数股东损益	231	155	171	195	221	244
非现金支出	263	351	478	301	286	298
非经营收益	-182	-85	-181	-108	-101	-109
营运资金变动	-600	-288	-588	-268	-461	-629
经营活动现金净流	1,325	1,432	956	1,569	1,586	1,741
资本开支	-621	-810	-344	-226	-260	-240
投资	-224	-1,075	-2,175	38	42	44
其他	106	127	69	102	97	92
投资活动现金净流	-739	-1,759	-2,450	-86	-121	-104
股权募资	5	0	2,255	0	0	0
债权募资	400	600	100	-123	-229	-101
其他	-631	-564	-437	-650	-714	-822
筹资活动现金净流	-226	36	1,918	-772	-943	-923
现金净流量	360	-291	424	711	521	714

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,038	693	1,099	1,807	2,326	3,039
应收款项	2,271	2,101	2,414	2,792	3,262	3,881
存货	1,175	1,359	1,447	1,576	1,817	2,162
其他流动资产	3,028	2,698	3,118	2,886	2,893	2,901
流动资产	7,512	6,851	8,077	9,061	10,298	11,984
%总资产	74.8%	59.4%	54.8%	56.8%	60.0%	63.6%
长期投资	110	96	70	70	70	70
固定资产	1,769	2,338	2,280	2,276	2,164	2,025
%总资产	17.6%	20.3%	15.5%	14.3%	12.6%	10.8%
无形资产	243	261	354	475	567	655
非流动资产	2,527	4,686	6,664	6,881	6,880	6,849
%总资产	25.2%	40.6%	45.2%	43.2%	40.0%	36.4%
资产总计	10,039	11,537	14,741	15,942	17,178	18,833
短期借款	400	811	801	677	445	342
应付款项	1,299	1,311	1,296	1,531	1,782	2,118
其他流动负债	217	93	51	96	107	122
流动负债	1,917	2,215	2,148	2,303	2,334	2,583
长期贷款	0	190	300	300	300	300
其他长期负债	22	68	82	63	63	64
负债	1,938	2,473	2,530	2,666	2,697	2,946
普通股股东权益	7,529	8,337	10,399	11,268	12,253	13,415
其中：股本	1,824	1,824	1,824	1,824	1,824	1,824
未分配利润	5,128	5,769	6,421	7,291	8,275	9,437
少数股东权益	572	727	1,812	2,007	2,228	2,472
负债股东权益合计	10,039	11,537	14,741	15,942	17,178	18,833

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.884	0.712	0.590	0.795	0.899	1.062
每股净资产	4.127	4.570	5.700	6.177	6.716	7.353
每股经营现金净流	0.726	0.785	0.524	0.860	0.869	0.954
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.318	0.360	0.425
回报率						
净资产收益率	21.43%	15.58%	10.35%	12.87%	13.39%	14.44%
总资产收益率	16.07%	11.26%	7.30%	9.09%	9.55%	10.29%
投入资本收益率	20.94%	14.80%	9.26%	11.55%	12.74%	13.99%
增长率						
主营业务收入增长率	35.76%	-11.69%	1.82%	22.40%	16.86%	18.98%
EBIT 增长率	39.13%	-16.52%	-18.33%	33.28%	17.78%	19.28%
净利润增长率	25.69%	-19.48%	-17.14%	34.71%	13.14%	18.08%
总资产增长率	32.38%	14.93%	27.77%	8.15%	7.75%	9.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	98.8	147.4	164.1	166.0	166.0	166.0
存货周转天数	310.7	333.4	334.0	339.0	334.0	333.0
应付账款周转天数	20.8	40.6	44.9	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	100.9	181.4	166.8	126.1	95.9	70.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.74%	-25.93%	-19.39%	-24.10%	-27.28%	-30.00%
EBIT 利息保障倍数	-190.0	176.5	146.0	17.2	9.9	9.4
资产负债率	19.31%	21.44%	17.17%	16.72%	15.70%	15.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-14	买入	29.16	N/A
2	2022-03-30	买入	22.23	N/A
3	2022-06-14	买入	19.29	N/A
4	2022-07-12	买入	22.35	N/A
5	2022-08-23	买入	19.59	N/A
6	2022-10-10	买入	18.16	N/A
7	2022-12-28	买入	20.77	N/A
8	2023-03-02	买入	22.33	26.00~27.06

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402