华兰生物 (002007.SZ) 买入（维持评级）

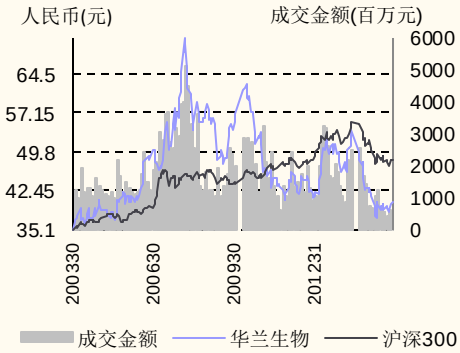
公司点评

流感疫苗放量突出，血制品积极恢复

市场价格（人民币）：40.13 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	18.24
已上市流通 A 股(亿股)	15.73
总市值(亿元)	732.12
年内股价最高最低(元)	71.42/35.10
沪深 300 指数	5047
中小板综	12219



相关报告

1.《流感疫苗高速放量，业绩稳健增长-华兰生物公司点评》，2021.3.11

2.《收入成功实现放量，销售费用扩张-华兰生物公司点评》，2020.11.1

3.《半年报经营稳健，流感即将放量-华兰生物公司点评》，2020.8.11

4.《拟分拆疫苗子公司，有利于整体价值确认-华兰生物公司点评》，2020.4.21

5.《一季度血液制品稳定，新冠疫苗研发推进-华兰生物公司点评》，2020.4.8

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,700	5,023	5,664	6,459	7,419
营业收入增长率	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%	14.86%
归母净利润(百万元)	1,283	1,613	2,055	2,479	2,971
归母净利润增长率	12.63%	25.69%	27.42%	20.61%	19.84%
摊薄每股收益(元)	0.915	0.884	1.127	1.359	1.628
每股经营性现金流净额	0.90	0.67	1.47	1.44	1.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.62%	21.43%	22.51%	22.41%	22.03%
P/E	38.43	47.77	35.62	29.53	24.64
P/B	7.54	10.24	8.02	6.62	5.43

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2020 年年报，全年实现营业收入 50.23 亿元，同比增长 35.76%。实现归母净利润 16.13 亿元，同比增长 25.69%。业绩符合预期。
- 2020Q4 实现营业收入 19.50 亿元，同比增长 83.74%。实现归母净利润 6.49 亿元，同比增长 103.02%。

经营分析

- **四价流感疫苗高速放量，驱动业绩稳健增长。**分板块看，2020 年公司血液制品实现营收 25.91 亿元，同比减少 1.99%，疫苗制品实现收入 24.21 亿元，同比大幅增长 132.07%，疫苗业务高速放量驱动全年业绩稳增长。
- **疫苗分拆上市提升综合竞争力，管线研发有序推进。**2020 年新冠疫情提升国民传染病预防接种意识，公司控股子公司华兰疫苗全年实现四价流感疫苗批签发量 2062 万支，同比大幅增长 157%，市占率达 61.41%。2020 年公司公告拟将华兰疫苗分拆于创业板上市，目前已获深交所受理。在研方面，公司破伤风疫苗已接受生产现场核查，四价流感疫苗（儿童）已完成临床试验并申报药品注册，有望不断提升公司综合竞争力。
- **血液制品积极恢复，新产品新工艺不断优化。**2020 年在疫情影响下国内总体采浆量预计 8300 多吨，同比下降约 8%，公司积极克服疫情影响，实现采浆 1000 多吨，在行业整体采浆承压的情况下与去年基本持平。公司所属 8 家浆站的许可证已顺利完成换证工作，同时新产品研发和工艺优化顺利推进，三种规格的新一代静注人免疫球蛋白和新药重组 Exendin-4-Fc 融合蛋白注射液获批临床，新工艺人纤维蛋白原和层析工艺静注人免疫球蛋白（pH4）取得补充申请批准，血浆综合利用率持续提升。当前国内疫情得到良好控制，公司血液制品业务未来业绩增长和估值水平有望提升。

盈利调整与投资建议

- 我们看好公司血液制品业务景气度提升和估值修复的长期发展空间，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 20.55、24.79、29.71 亿元，分别同比增长 27%、21%、20%。维持“买入”评级。

风险提示

- 疫苗行业监管和质量风险；市场竞争加剧风险；医保控费和价格调整风险；采浆恢复不达预期风险。

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

业绩稳健高增长.....3
四价流感疫苗放量突出，血制品积极恢复.....4

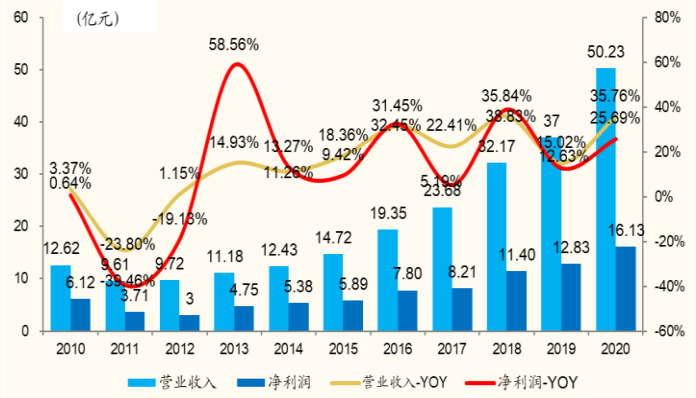
图表目录

图表 1：2010-2020 年华兰生物业绩增长情况.....3
图表 2：2010-2020 年华兰生物主营产品收入情况.....3
图表 3：2010-2020 年华兰生物毛利率与净利率情况.....3
图表 4：2010-2020 年华兰生物四项费用率情况.....3
图表 5：2016-2020 年华兰生物资产周转情况.....4
图表 6：流感疫苗签发量情况（万支）.....4
图表 7：2006-2020 年全国采浆情况.....5

业绩稳健高增长

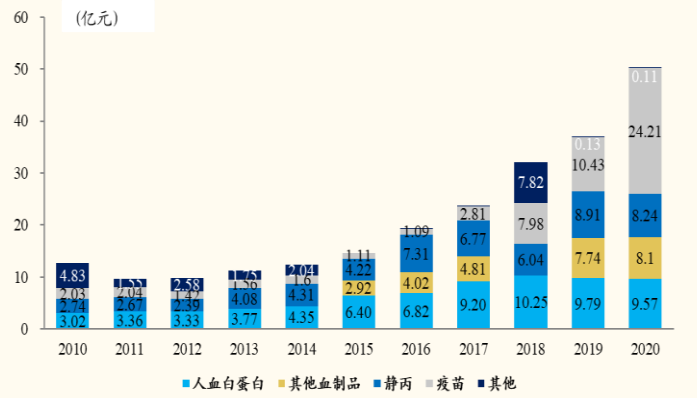
- **疫苗板块放量突出，驱动业绩稳健增长。**2020 年，公司实现营业收入 50.23 亿元，同比增长 35.76%。实现归母净利润 16.13 亿元，同比增长 25.69%。
- 2020Q4 实现营业收入 19.50 亿元，同比增长 83.74%。实现归母净利润 6.49 亿元，同比增长 103.02%。
- 分板块看，2020 年公司血液制品实现营收 25.91 亿元，同比减少-1.99%，其中，人血白蛋白实现收入 9.57 亿元，同比减少 2.22%，静丙实现营收 8.24 亿元，同比减少 7.49%，其他血液制品实现收入 8.10 亿元，同比增长 4.63%；疫苗制品实现收入 24.21 亿元，同比大幅增长 132.07%，疫苗业务高速放量驱动全年业绩稳增长。

图表 1：2010-2020 年华兰生物业绩增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

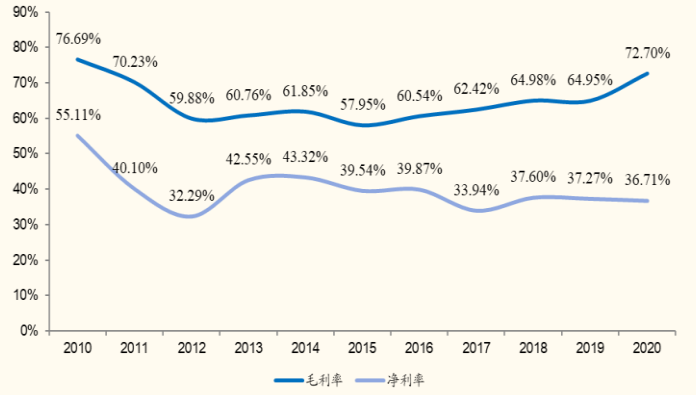
图表 2：2010-2020 年华兰生物主营产品收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

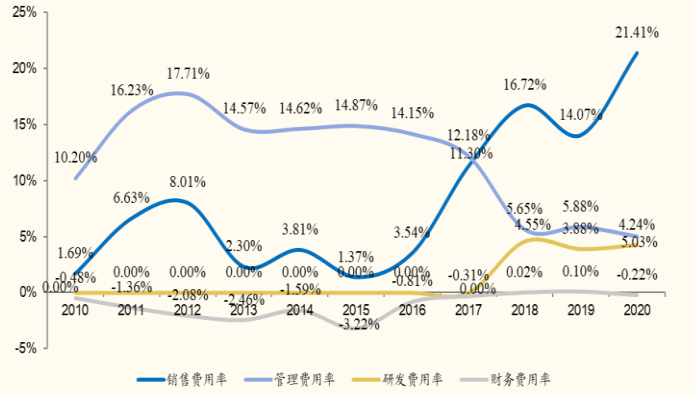
- **毛利率增长较快，净利率基本稳定。**2020 年，公司实现毛利率 72.70%，较去年同期增长 7.75%，净利率为 36.71%基本维持稳定。2020 年公司销售费用率为 21.41%（+7.34pt），主要系推广咨询费增加所致。研发费用率为 4.24%（+0.36%），主要由于研发投入增加。

图表 3：2010-2020 年华兰生物毛利率与净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

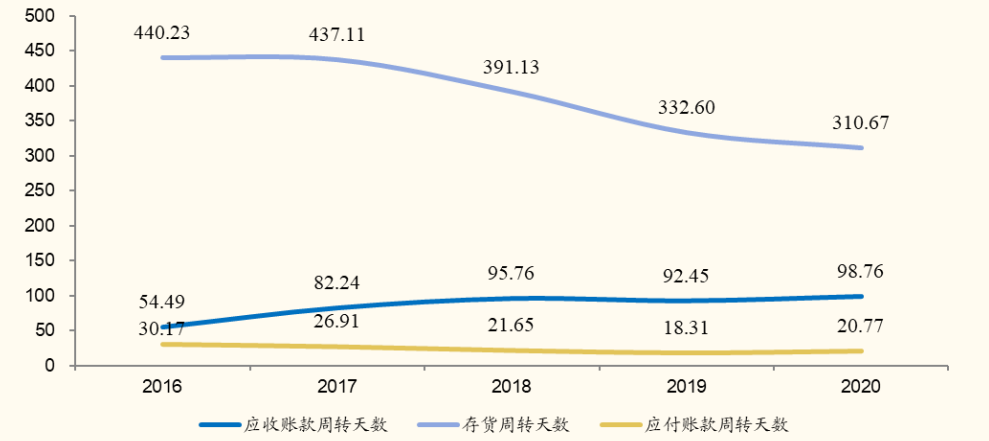
图表 4：2010-2020 年华兰生物四项费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

■ **存货利用效率持续提高。**2020 年，公司应收账款周转天数为 98.76，同比增长 6.82%，应付账款周转天数为 20.77，同比增长 13.41%，预计主要系疫情影响；存货周转天数为 310.67，同比减少 6.59%，周转效率持续提升；

图表 5：2016-2020 年华兰生物资产周转情况



来源：公司公告，国金证券研究所

四价流感疫苗放量突出，血制品积极恢复

■ **四价流感疫苗高速放量。**2020 年公司控股子公司华兰疫苗全年实现流感疫苗批签发 2315.3 万剂，占全国流感疫批签发量的 40.16%，其中，四价流感疫苗批签发量 2062 万支，同比大幅增长 157%，市占率达 61.41%，流感疫苗的产销量继续保持龙头地位。

图表 6：流感疫苗签发量情况（万支）

疫苗名	生产商	2019	2017	2018	2019	2020	YoY	占2019比重
大流行流感疫苗	科兴生物			3				
流感亚单位疫苗	中逸安科		23	32		5		
流感疫苗	国光生物	40	60	38	40	30	-25%	75%
	华兰生物	457	730	340	457	253	-45%	55%
	科兴生物	424	337		424	707	67%	167%
	深圳赛诺菲	574	621	120	574	892	55%	155%
	雅立峰生物		173	163		138		
	长春所	612	375	406	612	164	-73%	27%
鼻喷流感疫苗	百克生物					157		
四价流感疫苗	华兰生物	836		512	836	2,062	147%	247%
	金迪克生物	135			135	424	214%	314%
	长春所					502		
	科兴生物					366		
	武汉所					3		
合计		3,078	2,319	1,615	3,078	5,704	85%	185%

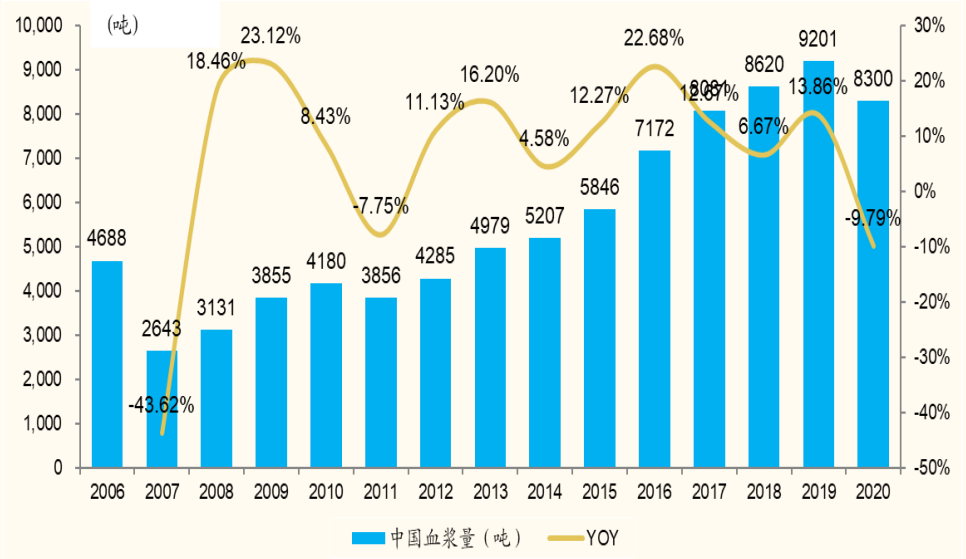
来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

■ **华兰疫苗分拆上市提升公司综合竞争力。**2020 年公司公告拟将华兰疫苗分拆于创业板上市，已于 12 月 3 日获深交所受理，同时公司破伤风疫苗已接受生产现场核查，四价流感疫苗（儿童）已完成临床试验并申报药品注册，有望提升公司综合竞争力。

■ **血制品业务积极恢复，新产品新工艺不断优化。**2020 年在疫情影响下国内总体采浆量预计 8300 多吨，同比下降约 8%，公司积极克服疫情影响，实

现采浆 1000 多吨，在行业整体采浆承压的情况下与去年基本持平。公司所属 8 家浆站的许可证已顺利完成换证工作，新产品研发和工艺优化顺利推进，新一代静注人免疫球蛋白和新药重组 Exendin-4-Fc 融合蛋白注射液取得临床试验批准通知书，新工艺人纤维蛋白原和层析工艺静注人免疫球蛋白（pH4）取得补充申请批准，血浆综合利用率持续提升。当前国内疫情得到良好控制，公司血液制品业务未来业绩增长和估值水平有望提升。

图表 7：2006-2020 年全国采浆情况



来源：卫健委，公司公告，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）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**3,217**	**3,700**	**5,023**	**5,664**	**6,459**	**7,419**
增长率		15.0%	35.8%	12.8%	14.0%	14.9%
主营业务成本	-1,127	-1,297	-1,371	-1,746	-2,003	-2,327
%销售收入	35.0%	35.0%	27.3%	30.8%	31.0%	31.4%
毛利	2,090	2,403	3,652	3,919	4,456	5,093
%销售收入	65.0%	65.0%	72.7%	69.2%	69.0%	68.6%
营业税金及附加	-28	-32	-37	-57	-58	-59
%销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%
销售费用	-538	-520	-1,076	-850	-937	-1,039
%销售收入	16.7%	14.1%	21.4%	15.0%	14.5%	14.0%
管理费用	-182	-218	-253	-283	-317	-356
%销售收入	5.7%	5.9%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%
研发费用	-146	-144	-213	-238	-265	-297
%销售收入	4.6%	3.9%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%
息税前利润（EBIT）	1,196	1,490	2,073	2,491	2,880	3,342
%销售收入	37.2%	40.3%	41.3%	44.0%	44.6%	45.0%
财务费用	-1	-4	11	28	82	129
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.5%	-1.3%	-1.7%
资产减值损失	-7	56	76	-27	-20	-20
公允价值变动收益	0	32	26	0	0	0
投资收益	115	139	85	140	160	200
%税前利润	8.3%	8.6%	3.9%	5.3%	5.2%	5.5%
营业利润	1,391	1,615	2,151	2,633	3,102	3,650
营业利润率	43.3%	43.7%	42.8%	46.5%	48.0%	49.2%
营业外收支	-2	-5	-3	-10	-10	-10
税前利润	1,390	1,610	2,147	2,623	3,092	3,640
利润率	43.2%	43.5%	42.7%	46.3%	47.9%	49.1%
所得税	-180	-231	-303	-367	-433	-510
所得税率	13.0%	14.4%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,210	1,379	1,844	2,255	2,659	3,131
少数股东损益	70	95	231	200	180	160
归属于母公司的净利润	**1,140**	**1,283**	**1,613**	**2,055**	**2,479**	**2,971**
净利率	35.4%	34.7%	32.1%	36.3%	38.4%	40.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,210	1,379	1,844	2,255	2,659	3,131
少数股东损益	70	95	231	200	180	160
非现金支出	147	112	153	237	251	273
非经营收益	-129	-173	-182	65	-150	-190
营运资金变动	65	-60	-600	125	-129	-23
经营活动现金净流	**1,293**	**1,257**	**1,216**	**2,683**	**2,631**	**3,191**
资本开支	-183	-273	-621	-17	-240	-240
投资	-755	-697	-224	-10	-20	-30
其他	94	125	106	140	160	200
投资活动现金净流	**-844**	**-845**	**-739**	**113**	**-100**	**-70**
股权募资	54	50	5	94	0	0
债权募资	0	0	400	-417	0	0
其他	-275	-391	-631	-560	-547	-547
筹资活动现金净流	**-221**	**-341**	**-226**	**-884**	**-547**	**-547**
现金净流量	**227**	**72**	**250**	**1,911**	**1,984**	**2,573**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	428	1,064	1,038	2,949	4,933	7,506
应收款项	1,091	1,131	2,271	1,358	1,444	1,542
存货	1,204	1,160	1,175	1,420	1,576	1,641
其他流动资产	2,059	2,331	3,028	3,021	3,026	3,033
流动资产	4,782	5,685	7,512	8,749	10,978	13,721
%总资产	73.7%	75.0%	74.8%	80.3%	83.5%	86.3%
长期投资	91	105	110	120	140	170
固定资产	1,249	1,337	1,769	1,764	1,738	1,691
%总资产	19.2%	17.6%	17.6%	16.2%	13.2%	10.6%
无形资产	219	239	243	264	288	312
非流动资产	1,711	1,898	2,527	2,148	2,166	2,173
%总资产	26.3%	25.0%	25.2%	19.7%	16.5%	13.7%
资产总计	**6,493**	**7,583**	**10,039**	**10,896**	**13,144**	**15,895**
短期借款	0	0	400	0	0	0
应付款项	634	608	1,299	865	979	1,119
其他流动负债	87	87	217	129	151	178
流动负债	720	694	1,917	994	1,131	1,297
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	22	0	0	0
负债	**720**	**699**	**1,938**	**994**	**1,131**	**1,297**
普通股股东权益	**5,527**	**6,543**	**7,529**	**9,130**	**11,062**	**13,485**
其中：股本	930	1,403	1,824	1,824	1,824	1,824
未分配利润	3,738	4,125	5,128	6,636	8,567	10,991
少数股东权益	245	341	572	772	952	1,112
负债股东权益合计	**6,493**	**7,583**	**10,039**	**10,896**	**13,144**	**15,895**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.225	0.915	0.884	1.127	1.359	1.628
每股净资产	5.943	4.663	4.127	5.005	6.063	7.392
每股经营现金净流	1.390	0.896	0.666	1.470	1.442	1.749
每股股利	0.400	0.400	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	20.62%	19.62%	21.43%	22.51%	22.41%	22.03%
总资产收益率	17.55%	16.92%	16.07%	18.86%	18.86%	18.69%
投入资本收益率	18.03%	18.52%	20.94%	21.64%	20.62%	19.69%
增长率						
主营业务收入增长率	35.84%	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%	14.86%
EBIT增长率	33.35%	24.59%	39.13%	20.16%	15.60%	16.03%
净利润增长率	38.83%	12.63%	25.69%	27.42%	20.61%	19.84%
总资产增长率	24.40%	16.79%	32.38%	8.54%	20.63%	20.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.8	92.5	98.8	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	391.1	332.6	310.7	300.0	290.0	260.0
应付账款周转天数	21.6	18.3	20.8	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	116.2	121.1	100.9	86.0	71.1	57.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.41%	-48.97%	-44.74%	-59.94%	-65.91%	-71.88%
EBIT利息保障倍数	2,153.9	393.3	-190.0	-88.5	-35.3	-26.0
资产负债率	11.10%	9.22%	19.31%	9.12%	8.60%	8.16%

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
买入	0	11	17	30	62
增持	0	4	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.27**	**1.29**	**1.27**	**1.00**

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	2020-03-02	买入	41.50	N/A
2	2020-03-24	买入	43.75	N/A
3	2020-03-27	买入	48.00	N/A
4	2020-04-08	买入	51.20	N/A
5	2020-04-21	买入	48.71	N/A
6	2020-08-11	买入	60.71	N/A
7	2020-11-01	买入	51.20	N/A
8	2021-03-11	买入	37.34	N/A

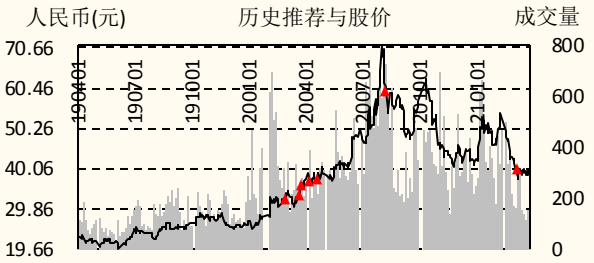
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402