华兰生物 (002007.SZ) 买入（维持评级）

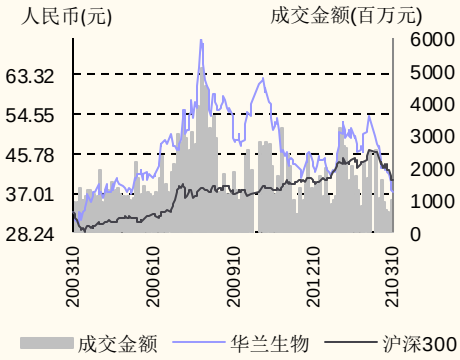
公司点评

市场价格（人民币）：37.34 元

流感疫苗高速放量，业绩稳健增长

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)	681.22
年内股价最高最低(元)	71.42/30.21
沪深 300 指数	5004
中小板综	12121



相关报告

1.《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

2.《半年报经营稳健，流感即将放量-华兰生物公司点评》，2020.8.11

3.《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

4.《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

5.《香港科康转让股权为疫苗公司引入战投-华兰生物公司点评》，2020.3.27

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,217	3,700	5,023	5,664	6,459
营业收入增长率	35.84%	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%
归母净利润(百万元)	1,140	1,283	1,604	2,057	2,481
归母净利润增长率	38.83%	12.63%	25.00%	28.24%	20.61%
摊薄每股收益(元)	1.225	0.915	0.879	1.128	1.360
每股经营性现金流净额	1.39	0.90	1.43	1.56	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.62%	19.62%	21.37%	23.54%	24.26%
P/E	26.77	38.43	48.03	37.45	31.06
P/B	5.52	7.54	10.27	8.82	7.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2020 年业绩预告，预计全年实现营业收入 50.23 亿元，同比增长 35.76%。实现归母净利润 16.04 亿元，同比增长 25.00%。
- 预计 2020Q4 实现营业收入 19.50 亿元，同比增长 83.74%。实现归母净利润 6.40 亿元，同比增长 100.28%。业绩符合预期。

经营分析

- **业绩克服疫情影响稳健增长。**分季度看，Q1-Q4 公司分别实现归母净利润 2.47 亿元（-4.71%）、2.64 亿元（+6.86%）、4.52 亿元（-0.96%）、6.40 亿元（+100.28%），全年业绩克服疫情影响实现稳健增长，主要受控股子公司华兰疫苗业绩高速放量驱动。
- **四价流感疫苗放量迅速，分拆上市提升综合竞争力。**2020 年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%。2020 年公司公告拟将华兰疫苗分拆于创业板上市，拟将募投资金用于流感疫苗开发及产业化和现有产品供应保障能力建设项目、冻干人用狂犬病疫苗、多联细菌性疫苗、新型肺炎疫苗等开发及产业化项目、新型疫苗研发平台建设项目等，有望丰富公司疫苗品种，改善生产规模，提升华兰疫苗市场综合竞争力。
- **血液制品积极恢复，预计 2021 年表现将有提升。**2020 年新冠疫情对血制品行业原料采集和生产销售形成一定压力；公司积极调整恢复，我们估计 20 年血液制品销售整体稳定。当前国内疫情得到良好控制，血液制品原料采集和产销景气度有望不断提升，公司血液制品业务未来业绩增长和估值水平有望提升。如海外血液制品进口受到影响，则有望进一步提升国内血液制品的稀缺性和景气度。

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，下调 20 年盈利预期 7%，上调 22 年盈利预期 5%，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 16.05、20.57、24.81 亿元，分别同比增长 25%、28%、21%。
- 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

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,368**	**3,217**	**3,700**	**5,023**	**5,664**	**6,459**
增长率		35.8%	15.0%	35.8%	12.8%	14.0%
主营业务成本	-890	-1,127	-1,297	-1,532	-1,746	-2,003
%销售收入	37.6%	35.0%	35.0%	30.5%	30.8%	31.0%
毛利	1,478	2,090	2,403	3,491	3,919	4,456
%销售收入	62.4%	65.0%	65.0%	69.5%	69.2%	69.0%
营业税金及附加	-25	-28	-32	-50	-51	-52
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
销售费用	-268	-538	-520	-949	-850	-904
%销售收入	11.3%	16.7%	14.1%	18.9%	15.0%	14.0%
管理费用	-288	-182	-218	-327	-340	-355
%销售收入	12.2%	5.7%	5.9%	6.5%	6.0%	5.5%
研发费用	0	-146	-144	-251	-249	-258
%销售收入	0.0%	4.6%	3.9%	5.0%	4.4%	4.0%
息税前利润（EBIT）	897	1,196	1,490	1,915	2,429	2,886
%销售收入	37.9%	37.2%	40.3%	38.1%	42.9%	44.7%
财务费用	7	-1	-4	36	63	93
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.1%	-0.7%	-1.1%	-1.4%
资产减值损失	-67	-7	56	-24	-17	-17
公允价值变动收益	0	0	32	0	0	0
投资收益	70	115	139	140	160	200
%税前利润	7.6%	8.3%	8.6%	6.8%	6.1%	6.3%
营业利润	916	1,391	1,615	2,067	2,635	3,163
营业利润率	38.7%	43.3%	43.7%	41.2%	46.5%	49.0%
营业外收支	7	-2	-5	-10	-10	-10
税前利润	923	1,390	1,610	2,057	2,625	3,153
利润率	39.0%	43.2%	43.5%	41.0%	46.3%	48.8%
所得税	-120	-180	-231	-288	-367	-441
所得税率	13.0%	13.0%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	804	1,210	1,379	1,769	2,257	2,711
少数股东损益	-17	70	95	165	200	230
归属于母公司的净利润	**821**	**1,140**	**1,283**	**1,604**	**2,057**	**2,481**
净利率	34.7%	35.4%	34.7%	31.9%	36.3%	38.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	804	1,210	1,379	1,769	2,257	2,711
少数股东损益	-17	70	95	165	200	230
非现金支出	214	147	112	211	226	247
非经营收益	-102	-129	-173	-30	-150	-190
营运资金变动	-739	65	-60	57	-141	-16
经营活动现金净流	**177**	**1,293**	**1,257**	**2,007**	**2,192**	**2,752**
资本开支	-101	-183	-273	-129	-240	-240
投资	-16	-755	-697	-20	-30	-50
其他	61	94	125	140	160	200
投资活动现金净流	**-56**	**-844**	**-845**	**-9**	**-110**	**-90**
股权募资	0	54	50	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-397	-275	-391	-642	-823	-993
筹资活动现金净流	**-397**	**-221**	**-341**	**-642**	**-823**	**-993**
现金净流量	**-275**	**227**	**72**	**1,356**	**1,259**	**1,670**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	206	428	1,064	2,420	3,679	5,349
应收款项	948	1,091	1,131	1,204	1,266	1,342
存货	1,211	1,204	1,160	1,246	1,373	1,413
其他流动资产	1,304	2,059	2,331	2,338	2,342	2,347
流动资产	3,669	4,782	5,685	7,208	8,660	10,451
%总资产	70.3%	73.7%	75.0%	80.5%	82.8%	85.0%
长期投资	68	91	105	125	155	205
固定资产	1,153	1,249	1,337	1,355	1,352	1,327
%总资产	22.1%	19.2%	17.6%	15.1%	12.9%	10.8%
无形资产	212	219	239	265	290	314
非流动资产	1,550	1,711	1,898	1,745	1,797	1,847
%总资产	29.7%	26.3%	25.0%	19.5%	17.2%	15.0%
资产总计	**5,219**	**6,493**	**7,583**	**8,954**	**10,457**	**12,298**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	318	634	608	840	882	979
其他流动负债	59	87	87	102	129	154
流动负债	377	720	694	942	1,011	1,133
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	5	0	0	0
负债	**377**	**720**	**699**	**942**	**1,011**	**1,133**
普通股股东权益	**4,667**	**5,527**	**6,543**	**7,506**	**8,740**	**10,229**
其中：股本	930	930	1,403	1,403	1,403	1,403
未分配利润	2,887	3,738	4,125	5,088	6,322	7,811
少数股东权益	175	245	341	506	706	936
负债股东权益合计	**5,219**	**6,493**	**7,583**	**8,954**	**10,457**	**12,298**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.883	1.225	0.915	0.879	1.128	1.360
每股净资产	5.017	5.943	4.663	4.114	4.791	5.607
每股经营现金净流	0.191	1.390	0.896	1.431	1.562	1.962
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.457	0.587	0.707
回报率						
净资产收益率	17.59%	20.62%	19.62%	21.37%	23.54%	24.26%
总资产收益率	15.73%	17.55%	16.92%	17.92%	19.68%	20.18%
投入资本收益率	16.12%	18.03%	18.52%	20.56%	22.11%	22.23%
增长率						
主营业务收入增长率	22.41%	35.84%	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%
EBIT增长率	10.53%	33.35%	24.59%	28.50%	26.84%	18.84%
净利润增长率	5.19%	38.83%	12.63%	25.00%	28.24%	20.61%
总资产增长率	12.23%	24.40%	16.79%	18.07%	16.79%	17.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.2	95.8	92.5	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	437.1	391.1	332.6	300.0	290.0	260.0
应付账款周转天数	26.9	21.6	18.3	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	148.2	116.2	121.1	86.9	73.6	60.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.25%	-7.41%	-48.97%	-59.00%	-63.38%	-68.57%
EBIT利息保障倍数	-120.7	2,153.9	393.3	-53.1	-38.5	-30.9
资产负债率	7.23%	11.10%	9.22%	10.52%	9.67%	9.22%

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	6	16	24	54
增持	2	2	6	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**2.00**	**1.25**	**1.27**	**1.31**	**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	2020-01-07	买入	32.18	N/A
2	2020-03-02	买入	41.50	N/A
3	2020-03-24	买入	43.75	N/A
4	2020-03-27	买入	48.00	N/A
5	2020-04-08	买入	51.20	N/A
6	2020-04-21	买入	48.71	N/A
7	2020-08-11	买入	60.71	N/A
8	2020-11-01	买入	51.20	N/A

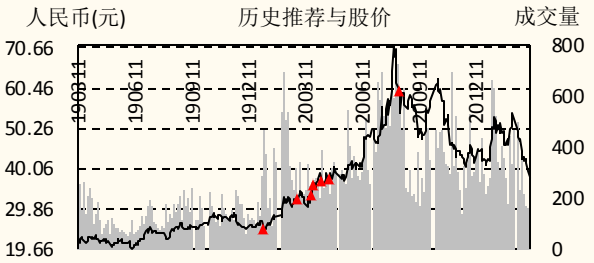
来源：国金证券研究所

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