太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-01

公司点评报告

买入/维持

华兰生物(002007)

目标价：62

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

Q1 采浆量减少影响 Q3 血制品供应，四价流感收入确认超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,824/1,567
总市值/流通(百万元)	93,408/80,229
12 个月最高/最低(元)	71.42/32.16

相关研究报告：

华兰生物（002007）《业绩基本符合预期，景气度提升，毛利率如期提升，销售费用如期下降》--2020/08/10

华兰生物(002007)《业绩符合预期，血制品景气度持续提升》--2020/03/24

华兰生物(002007)《业绩符合预期，流感疫苗进入需求旺季》--2019/10/28

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

事件：公司发布 2020 年 3 季报，公司 2020 年前 3 季度实现收入 30.72 亿元（+16.46%），实现归母净利润 9.64 亿元（+0.04%），扣非归母净利润 8.75 亿元（-1.89%），经营性现金流净额 5.65 亿元（-25.81%）。Q3 单季度 16.86 亿元（+36.45%），归母净利润 4.5 亿元（-0.96%）。

具体点评：

Q1 采浆量减少影响 Q3 血制品供应，血制品业务出现下滑。公司血制品业务主要在母公司和重庆子公司，从可以指引血制品业务情况的母公司报表显示，前三季度 10.4 亿元（-5%），利润 3.43 亿元（-17%）。Q3 单季度收入 2.6 亿元（-27.8%），利润实现 0.51 亿元（同比减少 1 亿元左右），毛利率为 43.9%（-13.3pp），销售费用率 14.6%（-0.8pp），管理费用率 8.2%（-3pp），研发费用增加 1430 万左右，母公司报表反映出的血制品收入下降预计主要为血浆不足导致，Q1 采浆量减少开始影响血制品供应。毛利率下降预计是疫情影响其他小制品生产销售所致；研发投入增加，主要层析静丙等进入临床阶段。根据中检院数据，2020 年 1-9 月份华兰生物白蛋白批签发 193 万支（-11%），静丙批签发 98 万支（-5%）。

四价流感收入确认超预期。根据母公司报表情况，我们预计血制品收入同比下降 5%左右，血制品总收入（母公司+重庆子公司）19.5 亿元左右。根据中检院数据，2020 年 1-9 月份四价流感批签发 823 万支，三甲流感 151 万支。鉴于 2020 流感市场的紧俏情况，预计已签发的流感疫苗全部在 3 季度确认收入，预计疫苗预计实现收入 11 亿元左右。

销售费用同比增长 93.3%，主要是疫苗销售收入增加，销售费用增加。2020 年 Q3 预计疫苗收入 11 亿元（2019 年预计 Q3 疫苗确认收入 5.5 亿元左右），都主要为流感疫苗，疫苗收入翻倍增长。预计流感疫苗销售费用率不变，流感疫苗的销售费用接近增加一倍。从主营为血制品的母公司报表看，前三季度销售费用率 7.5%,同比下降 4.2pp，血制品业务销售费用是下降的。1-3 季度销售费用同比增长 93.3%，主要是疫苗销售收入增加，销售费用增加所致。

经营性现金流净额 5.65 亿元，同比下降-25.81%，主要是账期较长的疫苗收入增加。Q3 疫苗收入占比提高，疫苗目前实行一票制，由医疗机构付款，账期较血制品业务要长，一般为 3-6 个月，以及预付辅材

款增加导致预付款增加。

预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势。根据血制品生产周期，1 季度采浆的减少对血制品供应影响体现在 9-10 月份，从目前的中检院披露批签发情况来看，9-10 月份白蛋白批签发开始出现明显下降趋势，10 月份批签发同比下降 16%。考虑进口白蛋白，预计 2020 年海外采浆量同比下降 5%-10%。疫情反复爆发将进一步加大对采浆的影响，海外白蛋白进口批签发有望下降，国内白蛋白价格接下来有望继续往上走。母公司报表显示，3 季度末存货为 5.12 亿元，较之 6 月底增加 0.35 亿元，与去年同期基本持平，预计华兰生物采浆不断追平 Q1 缺口，预计 2020 年全年采浆与 2019 年持平，接下来供应短缺情况将缓解。

三、投资建议

预计血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势，预计华兰生物 2020 年全年采浆与 2019 年持平，接下来供应短缺情况将缓解。流感疫苗处于高景气阶段，新冠疫情有望提高民众预防意识，加快流感疫苗渗透率提升，国内四价流感成长空间充足，华兰流感疫苗产能充足，有望最受益。暂不考虑疫苗子公司分拆上市的影响，考虑到血制品供应短缺的情况，我们微调业绩预测，预计公司 2020 年-2022 年净利润 17.14/20.02/23.27 亿元，对应 EPS0.94/1.10/1.28，对应 2020-2022 年估值 65 倍、55 倍和 48 倍，继续维持“推荐”评级。

风险提示：采浆供应不及预期，四价流感需求不及预期，产能释放不及预期，价格波动风险，安全性生产风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3700	4676	5288	5852
(+/-%)	15.01	26.38	13.09	10.67
净利润(百万元)	1283	1714	2002	2327
(+/-%)	12.63	33.53	16.79	16.24
摊薄每股收益(元)	0.70	0.94	1.10	1.28
市盈率(PE)	49.96	64.63	55.33	47.60

资料来源：Wind，太平洋证券

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	428	1064	3439	6059	9353
应收和预付款项	1104	1141	1405	1474	1629
存货	1204	1160	1235	1428	1451
其他流动资产	2059	2331	2333	2336	2337
流动资产合计	4782	5685	8404	11287	14761
长期股权投资	91	105	105	105	105
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1022	1225	1167	946	508
在建工程	225	110	-64	-324	-714
无形资产	207	202	195	189	182
长期待摊费用	1	23	23	23	23
其他非流动资产	62	112	112	112	112
资产总计	6493	7583	10058	12455	15094
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	76	79	75	86	87
长期借款	0	0	50	100	150
其他长期负债	0	5	5	5	5
负债合计	720	699	866	1058	1134
股本	930	1403	1824	1824	1824
资本公积	395	496	496	496	496
留存收益	3738	4125	5582	7283	9261
归母公司股东权益	5527	6543	8678	10680	13007
少数股东权益	175	245	341	514	717
股东权益合计	5773	6884	9193	11397	13960
负债和股东权益	6493	7583	10058	12455	15094

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	1293	1363	1734	2148	2432
投资性现金流	-844	-845	172	424	816
融资性现金流	-221	-341	471	48	46
现金增加额	227	177	2376	2620	3294

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3217	3700	4676	5288	5852
营业成本	1127	1297	1358	1565	1590
营业税金及附加	28	32	42	46	51
销售费用	538	520	739	775	878
管理费用	182	218	243	243	257
财务费用	1	4	-5	-15	-27
资产减值损失	7	49	0	0	0
投资收益	115	139	100	100	100
公允价值变动	0	32	0	0	0
营业利润	1391	1615	2219	2575	2999
其他非经营损益	-2	-5	2	2	2
利润总额	1390	1610	2221	2577	3001
所得税	180	231	333	372	439
净利润	1210	1379	1887	2204	2562
少数股东损益	70	95	174	203	236
归母股东净利润	1140	1283	1714	2002	2327

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	64.98%	64.95%	70.96%	70.40%	72.83%
销售净利率	37.60%	37.27%	40.37%	41.69%	43.79%
销售收入增长率	35.84%	15.02%	26.38%	13.09%	10.67%
EBIT 增长率	33.35%	24.59%	41.72%	16.38%	16.79%
净利润增长率	38.83%	12.63%	33.53%	16.79%	16.24%
ROE	20.62%	19.62%	19.75%	18.74%	17.89%
ROA	17.55%	16.92%	17.04%	16.07%	15.41%
ROIC	19.48%	36.32%	51.35%	67.16%	100.08%
EPS(X)	0.62	0.70	0.94	1.10	1.28
PE(X)	52.51	49.96	64.63	55.33	47.60
PB(X)	10.83	9.80	12.76	10.37	8.52
PS(X)	9.48	13.33	23.69	20.95	18.93
EV/EBITDA(X)	22.51	29.22	46.96	39.98	33.95

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。