医药健康研究中心

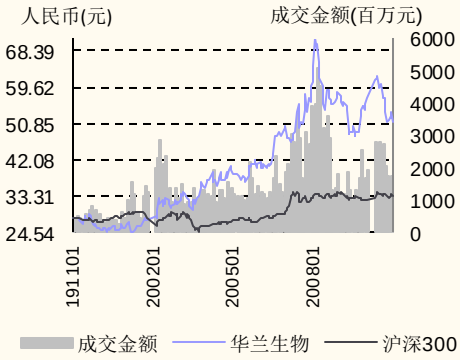
华兰生物 (002007.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：51.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	18.24
已上市流通 A 股(亿股)	15.67
总市值(亿元)	934.08
年内股价最高最低(元)	71.42/24.54
沪深 300 指数	4695
中小板综	12240



相关报告

1.《半年报经营稳健，流感即将放量-华兰生物公司点评》，2020.8.11

2.《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

3.《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

4.《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

5.《血液制品大概率实现利润改善和估值提升-华兰生物公司点评》，2020.3.24

杨芳 联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

[illegible] 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002

收入成功实现放量，销售费用扩张

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.225	0.915	0.945	1.122	1.296
每股净资产(元)	5.94	4.66	4.16	4.83	5.61
每股经营性现金流(元)	1.39	0.97	1.10	1.20	1.45
市盈率(倍)	26.77	38.43	54.18	45.64	39.52
净利润增长率(%)	38.83%	12.63%	34.34%	18.71%	15.48%
净资产收益率(%)	20.62%	19.62%	22.73%	23.23%	23.10%
总股本(百万股)	930.09	1,403.06	1,824.37	1,824.37	1,824.37

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 Q1-Q3 公司实现营收 30.73 亿元，同比增长 16.46%；归母净利润 9.64 亿元，同比增长 0.04%；扣非后归母净利润 8.75 亿元，同比下降 1.89%。2020 Q3 公司实现营收 16.86 亿元，同比增长 36.45%；归母净利润 4.52 亿元，同比下降 0.96%；扣非后归母净利润 4.09 亿元，同比下降 4.80%。Q3 业绩略低于预期。

经营分析

- 三季度公司合并报表毛利率 67.91%（去年同期 63.41%），而母公司毛利率相对稳定，我们认为这一变化主要与流感疫苗放量及收入占比提升有关。销售费用率 28.57%（去年同期 15.61%），管理费用率 3.35%（去年同期 4.57%），财务费用率-0.06%（去年同期-0.15%）；销售费用率大幅提升主要与流感疫苗销售费用相对较高有关，净利率 34.76%（去年同期 38.50%），下行较显著。本期应收账款 16.03 亿元，较 2020 年上半年 7.13 亿元大幅上升，疫苗收入在年底回款相对集中，我们认为至年底今年疫苗销售现金流将于收入形成良好匹配。
- 我们估计三季度收入增长主要原因为四价流感疫苗业绩放量。截止 2020 年 10 月，公司累计批签发四价流感疫苗 1055 万支，已经超过去年全年水平（836 万支）。我国疫苗流感接种率逐年提升，抗疫进程进一步增强群众接种防疫意识，考虑公司在行业内的上市领先和巨大的产能优势，我们认为公司流感疫苗业务在 2020 年和未来有望继续提供业绩增长动力。
- 我们估计公司血液制品整体发展稳定，公司积极恢复血浆采集，随着行业和渠道库存出清，当前血液制品销售紧俏，本期库存 11.87 亿元，较 2020 年上半年 12.44 亿元有所下降也反映了这种变化。参考近年国内原料血浆采集和新浆站审批形势，我们认为未来国内血液制品供应的稀缺性有望修复，出厂结算价格上行带来行业业绩和估值双升是大概率事件。

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，我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 17.24、20.47、23.63 亿元，分别同比增长 34%、19%、15%。维持“买入”评级。

风险提示

疫苗行业监管和质量风险；其他企业获批四价流感疫苗，市场出现竞争；医保控费和价格调整风险。

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**	**4,886**	**5,664**	**6,459**
增长率		35.8%	15.0%	32.1%	15.9%	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%	31.4%	30.8%	31.0%
毛利	1,478	2,090	2,403	3,354	3,919	4,456
%销售收入	62.4%	65.0%	65.0%	68.6%	69.2%	69.0%
营业税金及附加	-25	-28	-32	-49	-57	-65
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-268	-538	-520	-733	-850	-969
%销售收入	11.3%	16.7%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-288	-182	-218	-293	-340	-388
%销售收入	12.2%	5.7%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	0	-146	-144	-225	-255	-284
%销售收入	0.0%	4.6%	3.9%	4.6%	4.5%	4.4%
息税前利润（EBIT）	897	1,196	1,490	2,054	2,418	2,751
%销售收入	37.9%	37.2%	40.3%	42.0%	42.7%	42.6%
财务费用	7	-1	-4	36	62	92
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.1%	-0.7%	-1.1%	-1.4%
资产减值损失	-67	-7	-49	-23	-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%	6.4%	6.1%	6.6%
营业利润	916	1,391	1,615	2,207	2,622	3,026
营业利润率	38.7%	43.3%	43.7%	45.2%	46.3%	46.8%
营业外收支	7	-2	-5	-10	-10	-10
税前利润	923	1,390	1,610	2,197	2,612	3,016
利润率	39.0%	43.2%	43.5%	45.0%	46.1%	46.7%
所得税	-120	-180	-231	-308	-366	-422
所得税率	13.0%	13.0%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	804	1,210	1,379	1,889	2,247	2,593
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**	**1,724**	**2,047**	**2,363**
净利率	34.7%	35.4%	34.7%	35.3%	36.1%	36.6%

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	1,889	2,247	2,593
少数股东损益	-17	70	95	165	200	230
非现金支出	214	147	211	211	226	247
非经营收益	-102	-129	-173	-30	-150	-190
营运资金变动	-739	65	-60	-70	-126	-8
经营活动现金净流	**177**	**1,293**	**1,356**	**1,999**	**2,197**	**2,642**
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	6	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-397	-275	-391	-690	-819	-945
筹资活动现金净流	**-397**	**-221**	**-341**	**-683**	**-819**	**-945**
现金净流量	**-275**	**227**	**171**	**1,307**	**1,268**	**1,607**

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	2,370	3,638	5,245
应收款项	948	1,091	1,131	1,269	1,379	1,472
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	7,224	8,733	10,477
%总资产	70.3%	73.7%	75.0%	80.5%	82.9%	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%	12.8%	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%	17.1%	15.0%
资产总计	**5,219**	**6,493**	**7,583**	**8,969**	**10,530**	**12,324**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	325	645	622	781	895	1,023
其他流动负债	52	76	72	98	117	135
流动负债	377	720	694	879	1,012	1,158
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**	**879**	**1,012**	**1,158**
普通股股东权益	**4,667**	**5,527**	**6,543**	**7,584**	**8,812**	**10,230**
其中：股本	930	930	1,403	1,824	1,824	1,824
未分配利润	2,887	3,738	4,125	5,159	6,387	7,805
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**	**8,969**	**10,530**	**12,324**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.883	1.225	0.915	0.945	1.122	1.296
每股净资产	5.017	5.943	4.663	4.158	4.831	5.609
每股经营现金净流	0.191	1.390	0.967	1.096	1.204	1.449
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.378	0.449	0.518
回报率						
净资产收益率	17.59%	20.62%	19.62%	22.73%	23.23%	23.10%
总资产收益率	15.73%	17.55%	16.92%	19.22%	19.44%	19.18%
投入资本收益率	16.12%	18.03%	18.52%	21.84%	21.84%	21.19%
增长率						
主营业务收入增长率	22.41%	35.84%	15.02%	32.05%	15.93%	14.04%
EBIT增长率	10.53%	33.35%	24.59%	37.87%	17.67%	13.78%
净利润增长率	5.19%	38.83%	12.63%	34.34%	18.71%	15.48%
总资产增长率	12.23%	24.40%	16.79%	18.28%	17.40%	17.04%
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	89.3	73.6	60.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.25%	-7.41%	-48.97%	-57.82%	-62.47%	-67.64%
EBIT利息保障倍数	-120.7	2,153.9	393.3	-57.8	-38.9	-29.9
资产负债率	7.23%	11.10%	9.22%	9.80%	9.61%	9.40%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-28	买入	37.30	N/A
2	2020-01-07	买入	32.18	N/A
3	2020-03-02	买入	41.50	N/A
4	2020-03-24	买入	43.75	N/A
5	2020-03-27	买入	48.00	N/A
6	2020-04-08	买入	51.20	N/A
7	2020-04-21	买入	48.71	N/A
8	2020-08-11	买入	60.71	N/A

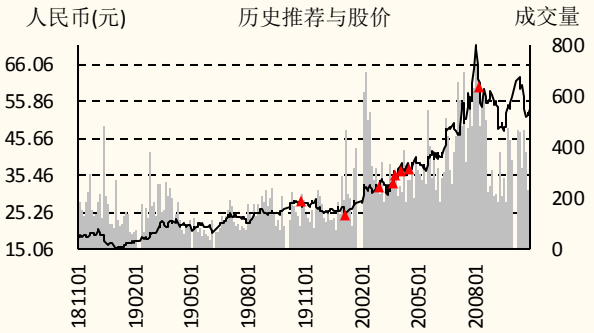
来源：国金证券研究所

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH