太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-10

公司点评报告

买入/维持

华兰生物(002007)

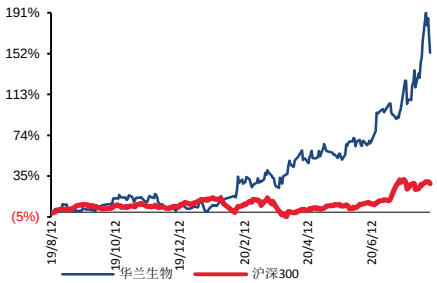
目标价：75

昨收盘：62.0

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

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

■ 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)	113,111/97,152
12 个月最高/最低(元)	71.42/31.93

相关研究报告：

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

华兰生物(002007)《血制品拐点向上，流感疫苗需求旺盛》--2019/02/26

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：公司近日发布 2020 年中报，实现营业收入 13.86 亿元(-1.15%)，归母净利润 5.11 亿元(+0.94%)。

业绩基本符合预期，行业景气度提升，毛利率如期提升，销售费用如期下降。血液制品 2020H1 实现收入 13.87 亿元（+0.31%），Q2 单季度实现收入 7.1 亿元，与去年同期基本持平。毛利率 60%较之去年提升 1.22pp，预计主要与上半年景气度提升，血制品价格有所上涨有关。销售费用率 6.2%，同比下降 1pp，销售额上同比下降 14.9%。行业景气度提升，销售费用如期下降。

白蛋白同比下降预计与上半年医院终端需求没有完全恢复以及供给减少有关，预计下半年情况将好于上半年。分产品看，2020H1 白蛋白销售收入 4.6 亿元（-9.8%），静丙为 5.25 亿元（+11.21%），其他血液制品为 4.01 亿元（+0.36%）。根据中检院批签发数据，华兰 2020H1 白蛋白批签发 105 万支（-5%），静丙批签发 65 万支（+31.8%）。白蛋白同比下降预计与上半年医院终端需求没有完全恢复以及供给减少有关，静丙同比增长 11.2%，预计与 1 季度疫情带动的静丙消费有关。预计下半年终端需求基本恢复，白蛋白主要为手术用药，上半年积压的手术需求有可能在下半年集中释放，预计下半年情况将好于上半年。

我们维持之前的判断，通过陈浆和存货的消耗我们预计公司基本能满足今年血制品供应。

根据半年报披露，截止 2020 年 6 月底，公司存货为 12.88 亿元，同比增加 0.8 亿元，从存货结构来看，原材料 6.01 亿元（较之 2020 年初减少 0.21 亿元），在产品 5.63 亿元（增加 1.88 亿元），库存商品 1.05 亿元（同比减少 0.39 亿元）。存货和在产品增加较多预计与疫苗有关，原材料（主要为血浆）减少预计与上半年采浆受疫情影响有关以及加快周转有关。我们维持之前的判断，通过陈浆和存货的消耗我们预计公司基本能满足今年血制品供应。

白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。年初采浆的减少对血制品供应影响体现在 9-10 月份，预计下半年终端需求基本恢复，下半年供需关系有望进一步改善。2020 年海外采浆量减少大概率影响 2021 年进口批签发量，进口量下降，2020 国内采浆持平或个位数增长，2021

年总供给减少，同时需求保持稳定增长，有望出现供给缺口，白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。

流感疫苗有望超预期，疫苗子公司单独上市有利于进一步做大做强，成长空间打开。新冠疫情爆发，认知度提升，流感接种需求有望释放。我们预计国内四价流感疫苗空间达 110 亿元+，具备 5 倍成长空间，华兰生物 20-21 年四价流感业绩贡献有望持续超预期。同时公司疫苗子公司分拆上市，业务和财务情况更为透明清晰，有利于优质资产价值充分体现。从中长期看，疫苗子公司单独上市有利于进一步做大做强，成长空间打开。

投资建议：

暂不考虑疫苗子公司分拆上市的影响，我们维持之前的业绩预测，预计公司 2020 年-2022 年净利润 17.46/20.00/23.25 亿元，对应 EPS0.96/1.10/1.27，对应当前股价 PE 为 63/55/48 倍，2020-2021 年血制品景气度持续提升，流感疫苗市场需求将持续旺盛，华兰疫苗销售有望超预期，新冠灭活疫苗有望很快推进到临床阶段。疫苗子公司分拆上市，有利于疫苗公司做大做强，打开成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：

分拆上市不成功风险，血制品价格涨价不及预期，销售费用下降不及预期，疫情对采血浆影响超预期，疫苗需求不及预期，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	1746	2002	2327
(+/-%)	12.63	36.06	14.63	16.24
摊薄每股收益(元)	0.70	0.96	1.10	1.28
市盈率(PE)	49.96	63.42	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	3475	6095	9389
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	8440	11323	14797
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	10094	12491	15130
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	5609	7311	9289
归母公司股东权益	5527	6543	8711	10713	13039
少数股东权益	175	245	341	518	721
股东权益合计	5773	6884	9229	11433	13996
负债和股东权益	6493	7583	10094	12491	15130

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	1293	1363	1769	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	2412	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	701	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	2261	2575	3000
其他非经营损益	-2	-5	2	2	2
利润总额	1390	1610	2263	2577	3001
所得税	180	231	339	372	439
净利润	1210	1379	1923	2205	2563
少数股东损益	70	95	177	203	236
归母股东净利润	1140	1283	1746	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%	41.13%	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%	44.55%	14.10%	16.79%
净利润增长率	38.83%	12.63%	36.06%	14.63%	16.24%
ROE	20.62%	19.62%	20.05%	18.69%	17.84%
ROA	17.55%	16.92%	17.30%	16.03%	15.38%
ROIC	19.48%	36.32%	52.37%	67.16%	100.08%
EPS(X)	0.62	0.70	0.96	1.10	1.28
PE(X)	52.51	49.96	63.42	55.33	47.60
PB(X)	10.83	9.80	12.72	10.34	8.49
PS(X)	9.48	13.33	23.69	20.95	18.93
EV/EBITDA(X)	22.51	29.22	46.09	39.97	33.93

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。