

血制品稳定增长，看好下半年疫苗弹性

——华兰生物（002007.SZ）2020年中报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布2020年中报。上半年公司实现营业收入13.87亿元，同比下降1.15%，实现归属净利润5.12亿元，同比增长0.94%；实现扣非归属净利润4.65亿元，同比增长0.72%。EPS为0.28元。

其中，2020Q2单季度公司实现营业收入7.09亿元，同比上升0.31%，实现归属净利润2.64亿元，同比增长6.86%；实现扣非归属净利润2.22亿元，同比下降0.11%。EPS为0.14元。

期间费用方面，报告期内公司销售费用率为6.17%（同比-1.0pp），管理费用率为7.89%（同比+0.9pp），财务费用率为-0.34%（去年同期为-0.16%），研发费用率为5.74%（同比+1.06pp）。

报告期内经营活动产生的现金流量净额为4.72亿元，同比减少12.63%。

2. 我们的分析与判断

（一）血制品板块平稳增长，静丙实现较高增速

报告期内公司血制品板块实现稳健增长，静丙成为最大品种：上半年公司血制品实现收入13.87亿元，同比增长0.31%。其中估计Q2血制品收入7.09亿元左右，与去年同期基本持平。分品种看，白蛋白上半年实现收入4.6亿元，同比下滑9.81%；静丙实现收入5.25亿元，同比增长11.2%，增长主要源于上半年疫情催化静丙需求；其他血液制品实现销售收入约4.01亿元，同比基本持平，去年同期基数较大。

毛利率方面，血制品板块上半年实现毛利率59.99%，同比提升1.22pp，一方面源于结构的改变（高毛利的静丙增长更快）；另一方面由于白蛋白、静丙本身毛利率也有提升，体现需求大于供给导致涨价趋势。分品种看，白蛋白毛利率为57.24%（同比+2.71pp），静丙毛利率为62.15%（同比+1.50pp），其他血液制品毛利率为60.3%（同比-1.68pp）。

净利润方面，我们用合并报表净利润减去75%疫苗公司净利润及参股华兰基因的投资收益近似得到血制品板块净利润，约为5.30亿元，同比下降1.57%。还原母公司研发费用后同比增长0.27%。

华兰生物（002007.SZ）

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

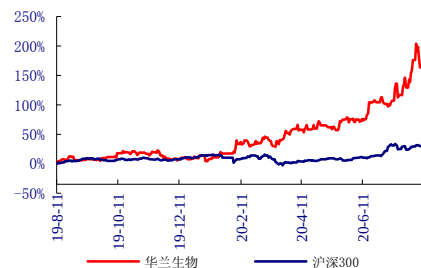
✉：sheyu@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130519010003

市场数据

2020-08-10

A股收盘价(元)	60.71
A股一年内最高价(元)	76.00
A股一年内最低价(元)	31.68
沪深300指数	4724.87
市盈率(TTM)	87.13
总股本(万股)	182436.67
实际流通A股(万股)	156697.34
限售的流通A股(万股)	25739.33
流通A股市值(亿元)	951.31



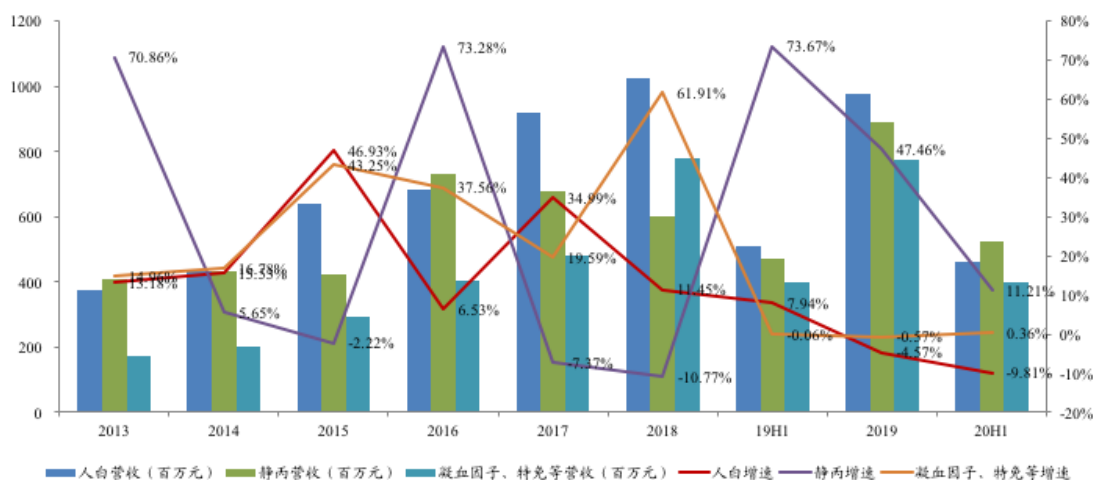
资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

华兰生物（002007.SZ）19年三季报点评：Q3四价流感疫苗如期放量，实现业绩高速增长

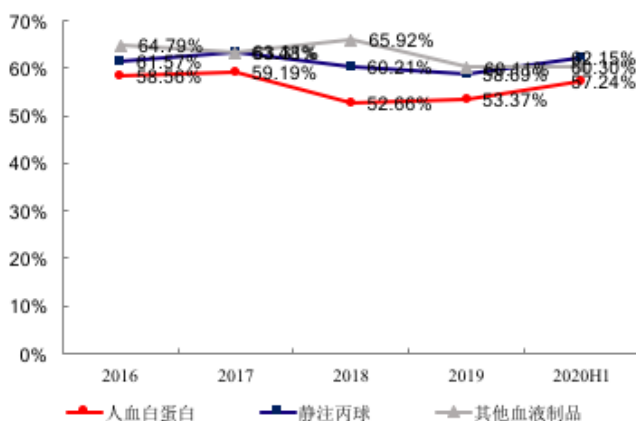
华兰生物（002007.SZ）19年中报点评：血制品稳健增长，疫苗料下半年释放业绩
2019-03-28 华兰生物年报跟踪：血制品平稳增长，4价流感大幅提振业绩

图 1: 公司血制品分产品营业收入及增速



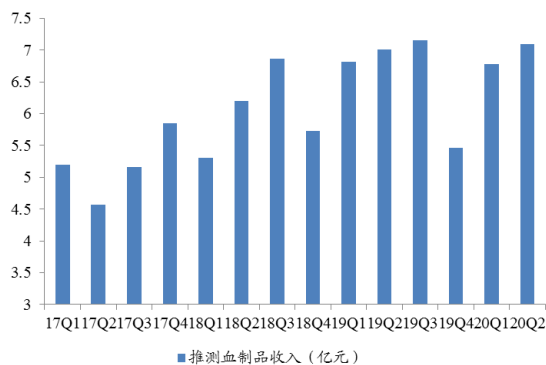
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 2. 公司历年血制品分品种毛利率



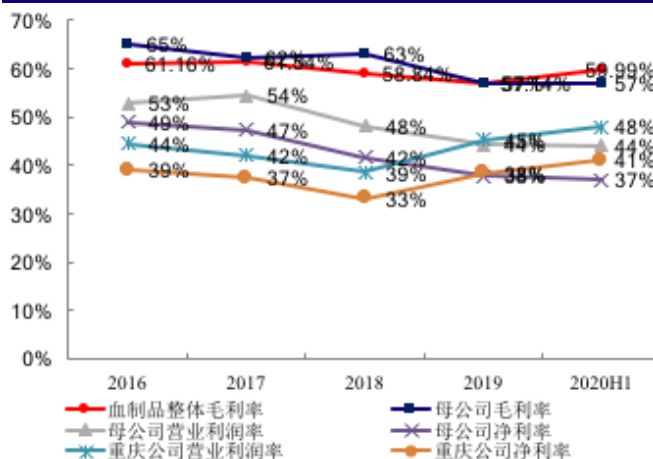
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4. 17 年至今公司血制品逐季度销售收入 (亿元) 推测



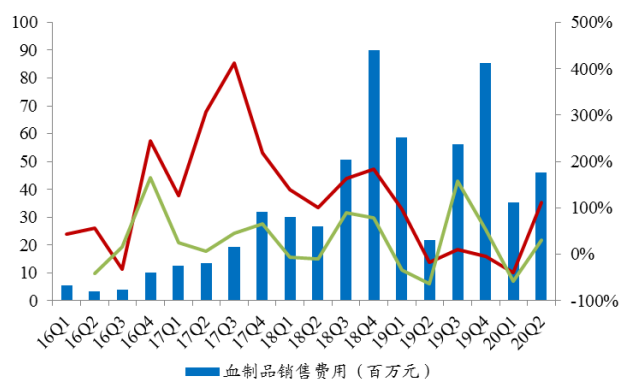
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3. 公司历年血制品分公司毛利率、净利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

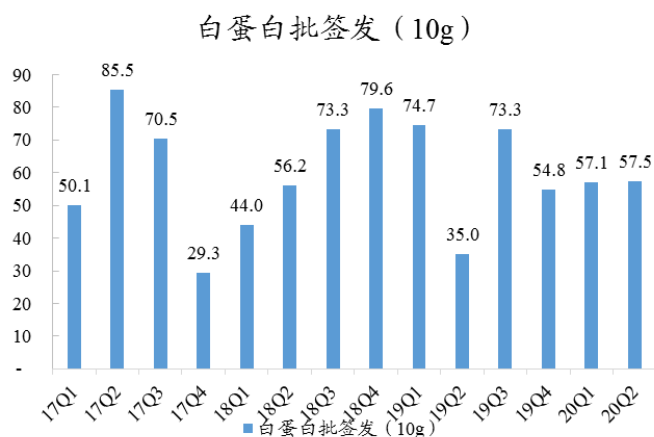
图 5. 公司血制品销售费用 (百万元) 大体测算



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

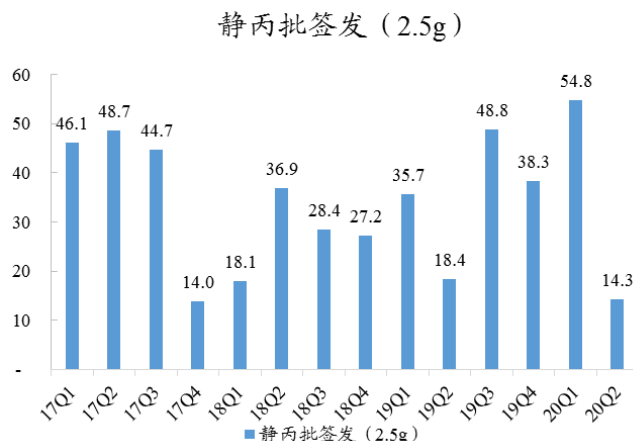
血制品批签发数量来看, 2020 年一季度时受疫情影响公司除静丙外主要品种批签发较少, 而静丙由于疫情需求导致批签发大幅上升; 至 2020Q2 时, 白蛋白、八因子等品种批签发量逐步恢复。具体来说, 2020 年上半年白蛋白批签发 114.61 万瓶(以 10g 规格折算), 同比+4.5%; 静丙 69.19 万瓶(以 2.5g 规格折算), 同比+27.8%; PCC 31.44 万瓶(以 200IU 规格折算), 同比+113.4%; 八因子 29.58 万瓶(以 200IU 规格折算), 同比-3.4%; 人免疫球蛋白 11.69 万瓶(+98%); 破伤风人免疫球蛋白 50.3 万瓶(+113%); 狂犬病人免疫球蛋白 33.8 万瓶(-26.5%); 乙型肝炎人免疫球蛋白(非静注) 8 万瓶(-18.2%)。人纤维蛋白原没有批签发。

图 6: 公司白蛋白 17 年至今逐季批签发量(万瓶)



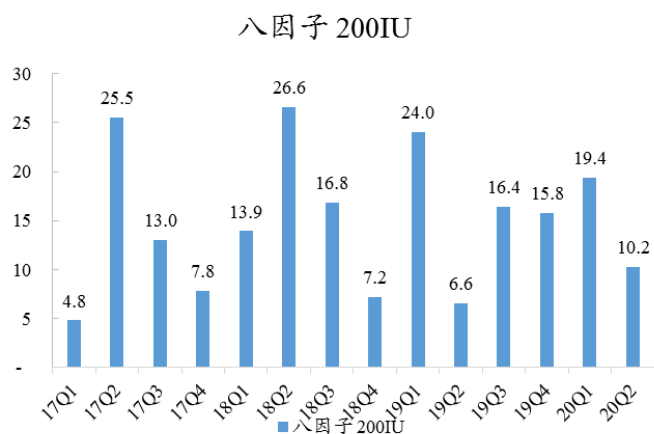
资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 7: 公司静丙 17 年至今逐季批签发量(万瓶)



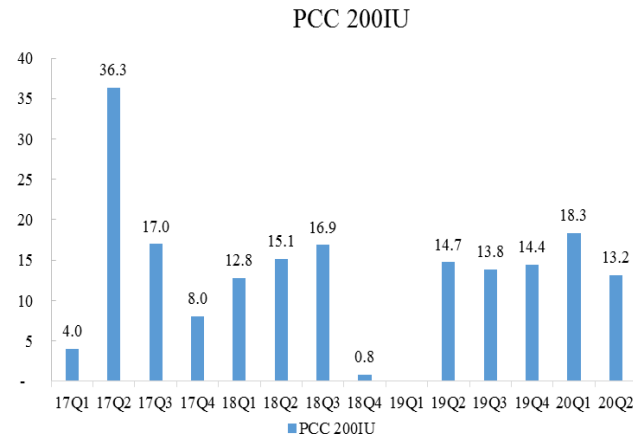
资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 8: 公司八因子 17 年至今逐季批签发量(万瓶)



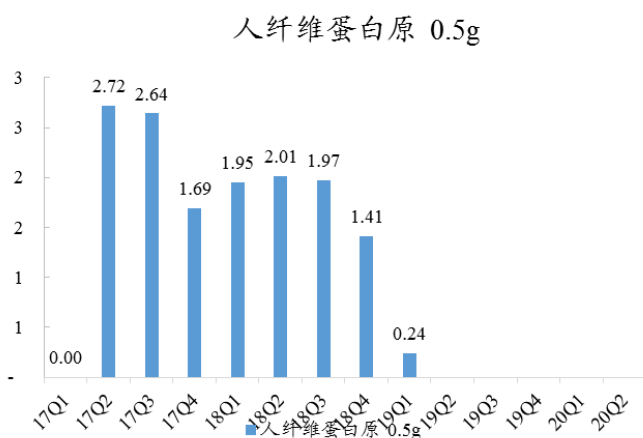
资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 9: 公司 PCC 17 年至今逐季批签发量(万瓶)



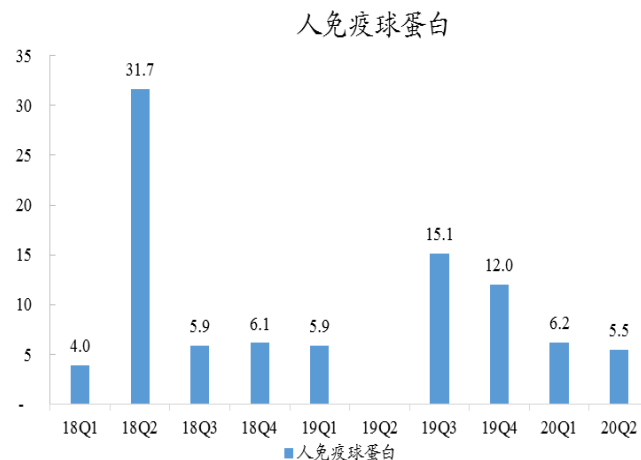
资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 10: 公司人纤原 17 年至今逐季批签发量 (万瓶)



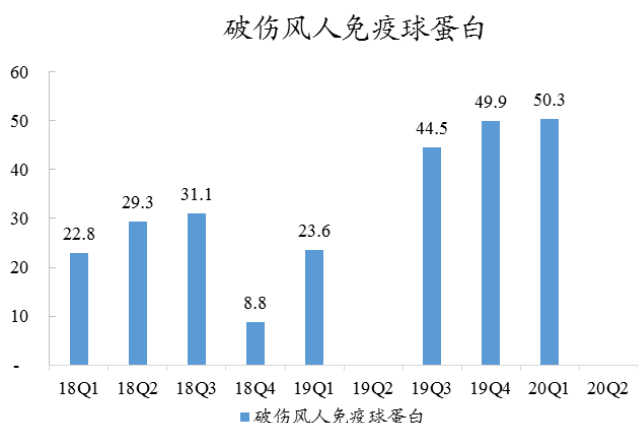
资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 11: 公司人免疫球蛋白 18 年至今逐季批签发量 (万瓶)



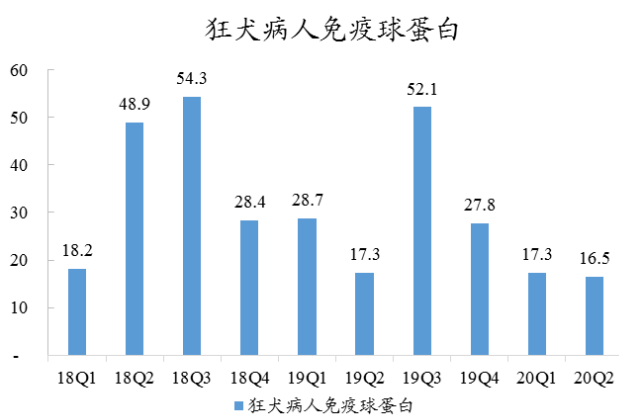
资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 12: 公司破免 18 年至今逐季批签发量 (万瓶)



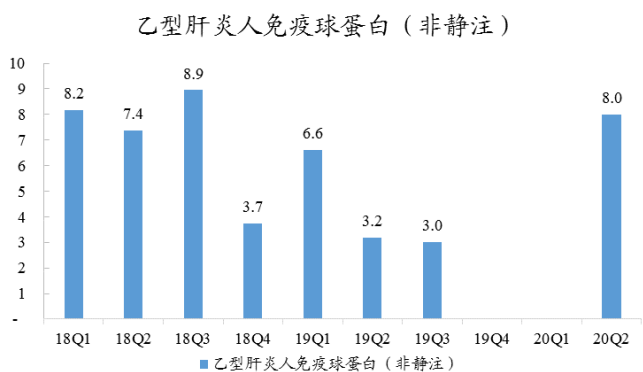
资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 13: 公司狂免 18 年至今逐季批签发量 (万瓶)



资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

图 14: 公司乙免 18 年至今逐季批签发量 (万瓶)

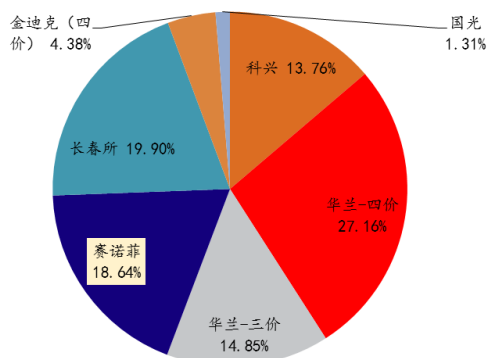


资料来源: 中检所及地方所, 中国银河证券研究院

（二）流感疫苗有望提供高弹性，其他品种亦有进展

流感疫苗集中于下半年批签发，有望为公司业绩贡献高弹性。由于流感疫苗季节性生产，上半年公司疫苗没有批签发，疫苗业务收入-579 万元，疫苗子公司上半年实现营业收入-373 万元，净利润-2528 万元。公司是我国流感疫苗龙头，2019 年批签发数量（不区分剂量）占比达到 42%。流感疫苗当前竞争格局较好，尤其四价流感疫苗竞争格局宽松，我们看好公司的流感疫苗业务持续贡献弹性。

图 15：2019 年流感疫苗批签发市场格局（不区分剂量）



资料来源：中检院及地方所，中国银河证券研究院

表 1. 截至目前已经获批的四价流感疫苗

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	批准日期
四价流感病毒裂解疫苗	0.5ml	华兰生物疫苗有限公司	国药准字 S20180006	2018/6/8
四价流感病毒裂解疫苗	0.5ml	江苏金迪克生物技术有限公司	国药准字 S20190026	2019/5/21
四价流感病毒裂解疫苗	0.5ml	长春生物制品研究所有限责任公司	国药准字 S20200003	2020/3/11
四价流感病毒裂解疫苗	0.5ml	武汉生物制品研究所有限责任公司	国药准字 S20200007	2020/4/23
四价流感病毒裂解疫苗	0.5ml	北京科兴生物制品有限公司	国药准字 S20200010	2020/6/17

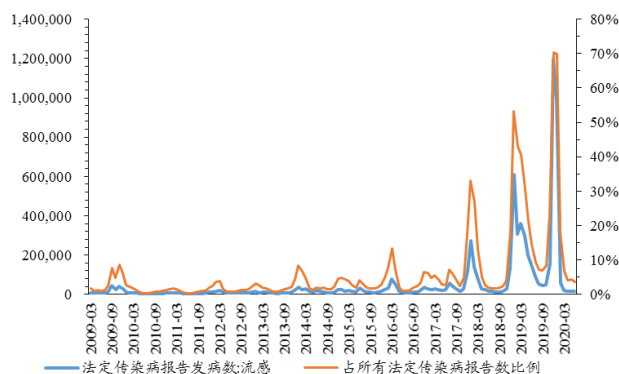
资料来源：药智网，中国银河证券研究院

表 2. 当前处于审评审批及临床试验阶段的四价流感疫苗

受理/登记号	药品名称	申办企业	当前进行阶段	办理状态	状态开始时间
CXSS2000008	四价流感病毒裂解疫苗	上海生物制品研究所有限责任公司	上市申请	在审评审批中（在药审中心）	2020/3/27
CXSS2000007	四价流感病毒裂解疫苗	上海生物制品研究所有限责任公司	上市申请	在审评审批中（在药审中心）	2020/3/2
CTR20200971	四价流感病毒亚单位疫苗	江苏中慧元通生物科技有限公司	临床试验 III 期	进行中（招募完成）	2020/5/22
CTR20191861	四价流感病毒裂解疫苗	深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司	临床试验 III 期	进行中（招募完成）	2019/10/11
CTR20180918	四价流感病毒裂解疫苗	安徽智飞龙科马生物制药有限公司	临床试验 III 期	进行中（招募中）	2019/5/14
CTR20190913	四价流感病毒裂解疫苗	国光生物科技股份有限公司	临床试验 III 期	进行中（招募中）	2019/6/14
CTR20200715	四价流感病毒裂解疫苗	大连雅立峰生物制药有限公司	临床试验 III 期	进行中（招募中）	2020/5/7
CTR20192410	四价流感病毒裂解疫苗	辽宁成大生物股份有限公司	临床试验 I 期	进行中（招募中）	2019/11/22

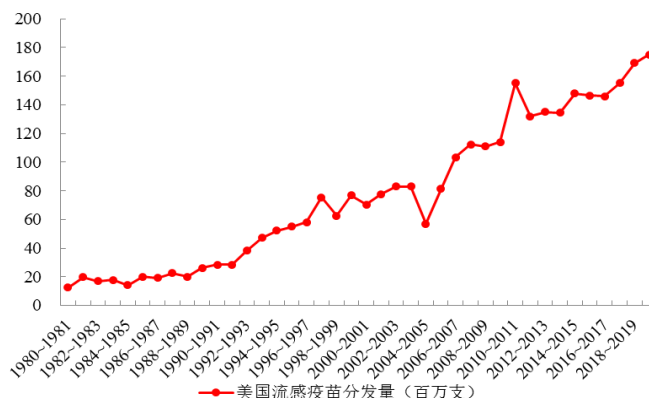
资料来源：药智网，中国银河证券研究院

图 16. 近年来我国报告流感发病数及占所有传染病比例



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院整理

图 17. 美国流感疫苗分发量（百万支）



资料来源：美国 CDC，中国银河证券研究院

我们看好四价流感疫苗业务市场空间，原因如下：

1.当前我国流感疫苗，尤其是四价流感疫苗渗透率与国际相差甚大。2019 年我国流感疫苗批签发共 3078 万只，渗透率仅为 2%；其中四价流感疫苗批签发数量占流感疫苗比例仅为 32%左右。而美国 2019~20 流感季共分发流感疫苗 1.75 亿支，渗透率达到 53%以上。据美国 CDC，2020~2021 流感季，美国预计将分发流感疫苗 1.94~1.98 亿支，渗透率再创新高，最高可达 60%。而且其中 99%都是四价流感疫苗。

2.我国近年来流感活动强度屡创新高，18~19、19~20 流行强度明显高于往年，并直接导致《流感下的北京中年》等文章广泛传播，引发民众对流感可能导致严重后果的重视。

3.新冠疫情提高了民众对于流感疫苗的重视程度。流感症状与新冠肺炎症状大体相似，不凭借核酸检测难以区分，且在秋冬大流行季节都容易造成门诊量大幅提升，有交叉感染风险。流感疫苗与预防新冠肺炎虽不相关，但群众出于提升自身免疫力考虑，接种流感疫苗可能性增大，提升流感疫苗需求。此外，春节期间张文宏医生关于流感疫苗的演讲走红网络，也提升了民众对流感疫苗的认知度。总之，经过此次新冠疫情爆发，我们认为我国流感疫苗渗透率有望借机大幅提升，未来几年都将处于供不应求状态。

其他疫苗品种也有进展，破伤风疫苗接受现场核查。报告期内，疫苗公司的破伤风疫苗接受了国家药品监督管理局食品药品审核查验中心的生产现场核查，狂犬病疫苗等疫苗也处在药品注册过程中。其中，吸附破伤风疫苗已上市企业包括北京所、长春所、武汉所、兰州所和成都欧林生物，竞争格局较为宽松，近年来中标价一般在 158 元/支。

报告期内，公司启动了分拆疫苗公司到深交所创业板上市事宜，通过股东转让疫苗公司股份引入了河南高瓴骅盈企业管理咨询合伙企业(有限合伙)和新乡晨壹启明管理咨询合伙企业(有限合伙)两名投资者，完成了改制工作并取得新的营业执照；2020 年 4 月 20 日，公司召开第七届董事会第九次会议和第七届监事会第九次会议，审议通过了《关于分拆华兰生物疫苗有限公司首次公开发行股票并在深圳证券交易所创业板上市的预案》，并于 2020 年 6 月 30 日在河南省证监局进行辅导备案。本次分拆完成后，公司仍将控股华兰疫苗，华兰疫苗的财务状况和盈利能力仍将反映在公司的合并报表中。尽管本次分拆上市后将导致公司持有华兰疫苗的权益被摊薄，但是通过本次分拆，华兰疫苗的发展与创新能力将进一步提升，进而有助于提升

公司未来的整体盈利水平。

3. 投资建议：

首先，我们看好公司血制品业务平稳较快增长。血制品行业监管严格，同时新冠疫情催化对静丙等制品的长期认知，我们认为血制品行业将长期处于紧平衡状态，公司是浆站资源丰富、产品线齐全、产品结构调整能力强的血制品龙头，有望保持稳健发展。其次，我们看好公司疫苗业务在流感疫苗的带动下保持高速增长。公司 4 价流感疫苗自 19 年起生产时间充裕，且近年来流感疫情持续爆发并被重视，接种率有望提升，打开市场空间。最后，单抗业务研发进展顺利，丰富的在研产品梯队有望贡献业绩弹性。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 16.38/19.72/23.71 亿元（暂未考虑疫苗公司拆分上市影响），对应 EPS 为 0.90/1.08/1.30 元，对应 PE 为 67/55/46 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

四价流感疫苗竞争加剧风险；血制品价格降低风险；药物研发失败风险。

附表：报表预测（百万元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,368.18	3,216.90	3,699.94	4,721.83	5,772.56	6,885.94
减：营业成本	890.03	1,126.60	1,296.70	1,544.04	1,834.52	2,150.48
营业税金及附加	25.10	28.07	31.52	40.22	49.17	58.66
销售费用	267.70	537.83	520.43	686.55	952.47	1,162.35
管理费用	288.39	181.83	217.58	283.31	346.35	413.16
研发费用	-	146.46	143.54	236.09	230.90	275.44
财务费用	-7.43	0.56	3.79	-37.54	-56.51	-76.28
加：资产减值损失	66.82	6.93	-49.47	-	-	-
信用减值损失	-	-	-6.35	-8.02	-9.81	-11.70
其他收益	6.44	86.41	13.60	14.17	17.32	20.66
投资收益	69.82	114.84	138.64	110.00	115.00	150.00
净敞口套期收益	-	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-	-	32.40	-	-	-
资产处置收益	2.20	1.56	-0.01	-	-	-
汇兑净收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	1,049.66	1,405.29	1,615.20	2,085.30	2,538.15	3,061.10
加：其他非经营性收益	7.48	-1.57	-4.96	-	-	-
减：所得税	119.79	180.32	231.36	296.29	363.47	436.66
净利润	803.70	1,209.54	1,378.88	1,789.00	2,174.68	2,624.43
减：少数股东损益	-17.13	70.02	95.43	151.35	203.12	253.00
归属母公司股东净利润	820.82	1,139.51	1,283.45	1,637.65	1,971.56	2,371.44
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	224.14	441.03	1,091.20	2,272.53	2,782.88	4,036.47
应收票据、账款、应收款项融资	939.78	1,079.26	1,120.81	1,416.55	1,731.77	2,065.78
预付账款	24.42	25.04	19.85	25.33	30.97	36.95
其他应收款	8.27	12.07	10.00	12.77	15.61	18.62
存货、合同资产	1,210.88	1,203.59	1,159.57	944.37	1,731.77	2,065.78
其他流动资产	1,279.90	2,034.44	2,311.11	2,311.11	2,311.11	2,311.11
长期股权投资	67.78	91.46	105.13	115.13	130.13	180.13
投资性房地产	-	-	-	-	-	-
固定资产、生物资产、油气资产	961.54	1,023.95	1,227.68	1,160.51	1,188.03	1,191.15
在建工程、工程物资	191.02	225.40	109.81	209.81	200.00	200.00
使用权资产	-	-	-	-	-	-
无形资产与开发支出	209.98	217.88	216.65	215.30	213.63	211.95
其他非流动资产	49.85	63.04	134.22	138.94	143.62	148.24
资产总计	5,167.55	6,417.16	7,506.05	8,822.35	10,479.52	12,466.19
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付和预收款项	325.48	644.58	622.11	706.21	839.07	983.58
长期借款	-	-	-	-	-	-

其他负债	-	-	-	-	-	-
负债合计	325.48	644.58	622.11	706.21	839.07	983.58
资本公积	394.52	394.52	495.87	495.87	495.87	495.87
留存收益	3,342.10	4,202.59	4,644.20	5,725.05	7,046.24	8,635.40
归属母公司共权益	4,666.71	5,527.20	6,543.13	7,623.98	8,945.17	10,534.33
少数股东权益	175.36	245.39	340.81	492.16	695.28	948.27
股东权益合计	4,842.07	5,772.58	6,883.94	8,116.14	9,640.45	11,482.60
负债和股东权益合计	5,167.55	6,417.16	7,506.05	8,822.35	10,479.52	12,466.19
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	177.42	1,292.64	1,362.76	1,810.29	1,213.85	2,069.15
投资性现金净流量	-55.91	-844.29	-844.97	-110.00	-110.00	-110.00
筹资性现金净流量	-397.04	-221.14	-340.76	-518.96	-593.50	-705.56
现金流量净额	-275.50	227.20	177.03	1,181.33	510.35	1,253.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

余宇，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：翠香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn