

# 华兰生物 (002007.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 贝伐珠单抗注册申请获受理，抗体类药物管线持续丰富

### 业绩简评

2023年7月6日，公司发布公告，公司参股公司华兰基因工程有限公司于近日收到国家药品监督管理局签发的贝伐珠单抗注射液境内生产药品注册上市许可《受理通知书》；此外由华兰基因申报的“重组抗 BCMA 和 CD3 双特异性抗体注射液”临床试验申请获得批准，同意开展复发或难治性多发性骨髓瘤的临床试验。

### 经营分析

**贝伐珠单抗注册申请获受理，有望培育利润新增长点。**根据国家药监局药审中心发布的《贝伐珠单抗注射液生物类似药临床试验指导原则》，贝伐珠单抗 (bevacizumab) 是由罗氏原研的特异性靶向游离血管内皮生长因子 (VEGF) 的重组人源化 IgG1 单克隆抗体，通过阻断游离 VEGF 与其受体结合，抑制肿瘤新生血管生成，发挥抗肿瘤作用。贝伐珠单抗最早于 2004 年获 FDA 批准上市 (商品名 AVASTIN)，并于 2010 年于国内获批上市，全球峰值销售额约 71 亿美元 (2019 年)。贝伐珠单抗原研药物专利已陆续过期 (欧洲专利 2019 年，美国专利 2017 年)，华兰基因贝伐珠单抗若顺利获批上市，将有望为公司带来新的利润增长点。

**抗体类药物研发持续推进，药物管线有望持续丰富。**根据公司公告，目前华兰基因共有 7 个单抗品种取得临床试验批件，正在按计划开展临床试验，除此外贝伐珠单抗申请获受理外，阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、地诺单抗正在开展 III 期临床研究；帕尼单抗和伊匹木单抗正在进行 I 期临床研究产品线。除单抗类产品外，华兰基因申报的重组抗 PD-L1 和 TGF- $\beta$  双功能融合蛋白注射液和重组抗 BCMA 和 CD3 双特异性抗体注射液分别于今年 5 月及 7 月获批开展临床试验。公司抗体类药物研发稳步推进，药物管线有望持续丰富，将持续增强公司竞争力。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持 2023-2025 年盈利预期，预计公司分别实现归母净利润 14.5 (+35%)、16.4 (+13%)、19.4 亿元 (+18%)。2023-2025 年公司对应 EPS 分别为 0.80、0.90、1.06 元，对应当前 PE 分别为 28、24、21 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

医保降价和控费风险；竞争加剧风险；研发进展不达预期等。

医药组

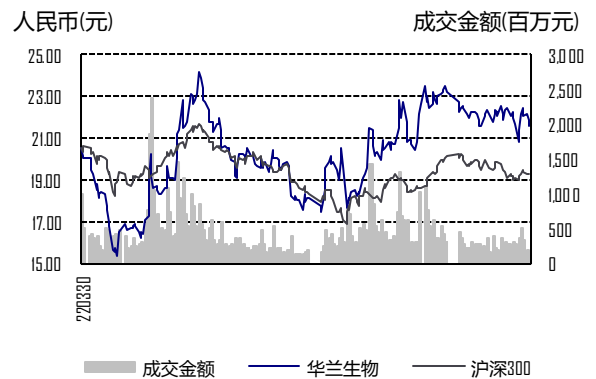
分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.00 元

相关报告：

1. 《华兰生物公司点评：一季度业绩快速增长，流感疫苗有望实现反转》，2023.4.22
2. 《华兰生物公司点评：甲流高发促进流感疫苗销售，有望推动业绩持续...》，2023.4.10
3. 《华兰生物公司点评：血制品业务稳定增长，流感疫苗有望迎来反转》，2023.3.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,436	4,517	5,529	6,461	7,687
营业收入增长率	-11.69%	1.82%	22.40%	16.86%	18.98%
归母净利润(百万元)	1,299	1,076	1,450	1,640	1,937
归母净利润增长率	-19.48%	-17.14%	34.71%	13.14%	18.08%
摊薄每股收益(元)	0.712	0.590	0.795	0.899	1.062
每股经营性现金流净额	0.78	0.52	0.86	0.87	0.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.58%	10.35%	12.87%	13.39%	14.44%
P/E	40.93	38.36	27.68	24.47	20.72
P/B	6.38	3.97	3.56	3.28	2.99

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,023	4,436	4,517	5,529	6,461	7,687	货币资金	1,038	693	1,099	1,807	2,326	3,039
增长率		-11.7%	1.8%	22.4%	16.9%	19.0%	应收款项	2,271	2,101	2,414	2,792	3,262	3,881
主营业务成本	-1,371	-1,387	-1,533	-1,732	-2,026	-2,419	存货	1,175	1,359	1,447	1,576	1,817	2,162
%销售收入	27.3%	31.3%	33.9%	31.3%	31.4%	31.5%	其他流动资产	3,028	2,698	3,118	2,886	2,893	2,901
毛利	3,652	3,049	2,984	3,797	4,435	5,269	流动资产	7,512	6,851	8,077	9,061	10,298	11,984
%销售收入	72.7%	68.7%	66.1%	68.7%	68.6%	68.5%	%总资产	74.8%	59.4%	54.8%	56.8%	60.0%	63.6%
营业税金及附加	-37	-36	-42	-53	-65	-79	长期投资	110	96	70	70	70	70
%销售收入	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,769	2,338	2,280	2,276	2,164	2,025
销售费用	-1,076	-775	-930	-1,133	-1,312	-1,553	%总资产	17.6%	20.3%	15.5%	14.3%	12.6%	10.8%
%销售收入	21.4%	17.5%	20.6%	20.5%	20.3%	20.2%	无形资产	243	261	354	475	567	655
管理费用	-253	-254	-284	-351	-407	-483	非流动资产	2,527	4,686	6,664	6,881	6,880	6,849
%销售收入	5.0%	5.7%	6.3%	6.4%	6.3%	6.3%	%总资产	25.2%	40.6%	45.2%	43.2%	40.0%	36.4%
研发费用	-213	-254	-315	-376	-433	-507	<b>资产总计</b>	<b>10,039</b>	<b>11,537</b>	<b>14,741</b>	<b>15,942</b>	<b>17,178</b>	<b>18,833</b>
%销售收入	4.2%	5.7%	7.0%	6.8%	6.7%	6.6%	短期借款	400	811	801	677	445	342
息税前利润 (EBIT)	2,073	1,731	1,413	1,884	2,219	2,647	应付款项	1,299	1,311	1,296	1,531	1,782	2,118
%销售收入	41.3%	39.0%	31.3%	34.1%	34.3%	34.4%	其他流动负债	217	93	51	96	107	122
财务费用	11	-10	-10	-110	-223	-280	流动负债	1,917	2,215	2,148	2,303	2,334	2,583
%销售收入	-0.2%	0.2%	0.2%	2.0%	3.5%	3.6%	长期贷款	0	190	300	300	300	300
资产减值损失	-76	-145	-190	-32	-5	-7	其他长期负债	22	68	82	63	63	64
公允价值变动收益	26	27	36	38	42	44	负债	1,938	2,473	2,530	2,666	2,697	2,946
投资收益	85	73	108	102	97	92	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,529</b>	<b>8,337</b>	<b>10,399</b>	<b>11,268</b>	<b>12,253</b>	<b>13,415</b>
%税前利润	3.9%	4.3%	7.6%	5.4%	4.6%	3.7%	其中：股本	1,824	1,824	1,824	1,824	1,824	1,824
营业利润	2,151	1,696	1,424	1,882	2,130	2,495	未分配利润	5,128	5,769	6,421	7,291	8,275	9,437
%营业收入	42.8%	38.2%	31.5%	34.0%	33.0%	32.5%	少数股东权益	572	727	1,812	2,007	2,228	2,472
营业外收支	-3	-8	4	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,039</b>	<b>11,537</b>	<b>14,741</b>	<b>15,942</b>	<b>17,178</b>	<b>18,833</b>
税前利润	2,147	1,688	1,428	1,882	2,130	2,495	<b>比率分析</b>						
利润率	42.7%	38.1%	31.6%	34.0%	33.0%	32.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-303	-234	-181	-237	-268	-314	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.1%	13.9%	12.7%	12.6%	12.6%	12.6%	每股收益	0.884	0.712	0.590	0.795	0.899	1.062
净利润	1,844	1,454	1,248	1,645	1,861	2,181	每股净资产	4.127	4.570	5.700	6.177	6.716	7.353
少数股东损益	231	155	171	195	221	244	每股经营现金净流	0.726	0.785	0.524	0.860	0.869	0.954
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,613</b>	<b>1,299</b>	<b>1,076</b>	<b>1,450</b>	<b>1,640</b>	<b>1,937</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.318	0.360	0.425
净利率	32.1%	29.3%	23.8%	26.2%	25.4%	25.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.43%	15.58%	10.35%	12.87%	13.39%	14.44%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	16.07%	11.26%	7.30%	9.09%	9.55%	10.29%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	20.94%	14.80%	9.26%	11.55%	12.74%	13.99%
净利润	1,844	1,454	1,248	1,645	1,861	2,181	<b>增长率</b>						
少数股东损益	231	155	171	195	221	244	主营业务收入增长率	35.76%	-11.69%	1.82%	22.40%	16.86%	18.98%
非现金支出	263	351	478	301	286	298	EBIT增长率	39.13%	-16.52%	-18.33%	33.28%	17.78%	19.28%
非经营收益	-182	-85	-181	-108	-101	-109	净利润增长率	25.69%	-19.48%	-17.14%	34.71%	13.14%	18.08%
营运资金变动	-600	-288	-588	-268	-461	-629	总资产增长率	32.38%	14.93%	27.77%	8.15%	7.75%	9.64%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,325</b>	<b>1,432</b>	<b>956</b>	<b>1,569</b>	<b>1,586</b>	<b>1,741</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-621	-810	-344	-226	-260	-240	应收账款周转天数	98.8	147.4	164.1	166.0	166.0	166.0
投资	-224	-1,075	-2,175	38	42	44	存货周转天数	310.7	333.4	334.0	339.0	334.0	333.0
其他	106	127	69	102	97	92	应付账款周转天数	20.8	40.6	44.9	45.0	45.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-739</b>	<b>-1,759</b>	<b>-2,450</b>	<b>-86</b>	<b>-121</b>	<b>-104</b>	固定资产周转天数	100.9	181.4	166.8	126.1	95.9	70.2
股权募资	5	0	2,255	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	400	600	100	-123	-229	-101	净负债/股东权益	-44.74%	-25.93%	-19.39%	-24.10%	-27.28%	-30.00%
其他	-631	-564	-437	-650	-714	-822	EBIT利息保障倍数	-190.0	176.5	146.0	17.2	9.9	9.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-226</b>	<b>36</b>	<b>1,918</b>	<b>-772</b>	<b>-943</b>	<b>-923</b>	资产负债率	19.31%	21.44%	17.17%	16.72%	15.70%	15.64%
<b>现金净流量</b>	<b>360</b>	<b>-291</b>	<b>424</b>	<b>711</b>	<b>521</b>	<b>714</b>							

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

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	2022-07-12	买入	22.35	N/A
2	2022-08-23	买入	19.59	N/A
3	2022-10-10	买入	18.16	N/A
4	2022-12-28	买入	20.77	N/A
5	2023-03-02	买入	22.33	26.00~27.06
6	2023-03-30	买入	21.60	N/A
7	2023-04-10	买入	23.71	N/A
8	2023-04-22	买入	23.59	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806