

# 华兰生物 (002007.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 血制品业务稳定增长，流感疫苗静待放量

### 业绩简评

2023年8月23日，公司发布2023年半年度报告，2023年上半年公司实现收入15.85亿元(-33%)；实现归母净利润5.27亿元(-10%)；实现扣非归母净利润3.98亿元(-14%)。单季度来看，二季度公司实现收入7.05亿元(-59%)；实现归母净利润1.75亿元(-50%)；实现扣非归母净利润1.22亿元(-50%)。

### 经营分析

**血制品业务稳定增长，浆站建设持续推进。**根据公司公告，上半年公司血制品实现收入14.31亿元(+12%)；细分产品方面，人血白蛋白实现收入5.15亿元(+9%)，静丙实现收入4.71亿元(+39%)。公司积极推进单采血浆站的建设工作，2022年公司获批的7家单采血浆站中伊川单采血浆站、潢川单采血浆站及商水单采血浆站于今年上半年获发采浆许可证，新浆站的不断获批及原有浆站的浆源拓展为公司血液制品业务保持增长奠定了坚实基础。

**流感疫苗签发批次领先，全年业绩有望实现反转。**疫苗子公司积极推进流感疫苗的生产、批签发及销售工作，于6月底取得四价流感疫苗批签发并于6月29日开始对外供货，为国内首家取得流感疫苗批签发并开始销售的企业。截至目前，疫苗公司共取得流感疫苗批签发72批，批签发批次数量居国内首位。当前影响流感疫苗接种不利因素已经出清，公司流感疫苗业绩有望迎来反转。

**单抗药物研发持续推进，有望贡献业绩增量。**公司持续推进创新药和生物类似药的研发，培育新的利润增长点，目前子公司华兰基因共有9个单抗品种取得临床试验批件，其中贝伐珠单抗已完成临床研究，目前正在NDA审批阶段；阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、地舒单抗等多个品种正在开展III期临床研究；重组抗PD-L1和TGF-β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月获得临床批件。在研产品若顺利获批将进一步丰富公司产品管线，推动公司长远发展。

### 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27、23、20倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

医保降价和控费风险；流感疫苗销售推广不及预期风险；竞争加剧风险；研发进展不达预期等。

医药组

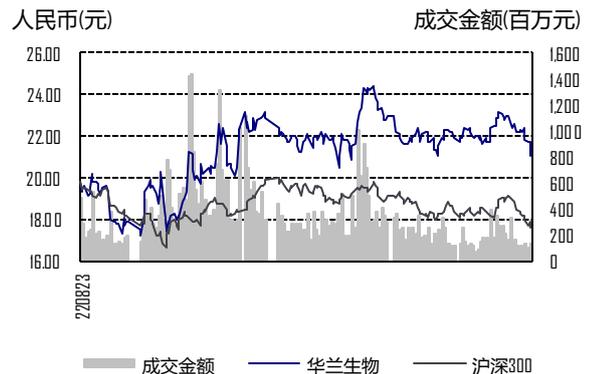
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.06元

相关报告：

- 《华兰生物公司点评：贝伐珠单抗注册申请获受理，抗体类药物管线持...》，2023.7.7
- 《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
- 《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



### 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   | 26.50  | 23.42  | 19.84  |
| P/B            | 6.38    | 3.97    | 3.41   | 3.14   | 2.86   |

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         |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>5,023</b>  | <b>4,436</b>  | <b>4,517</b>  | <b>5,529</b>  | <b>6,461</b>  | <b>7,687</b>  | 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         |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-1,371</b> | <b>-1,387</b> | <b>-1,533</b> | <b>-1,732</b> | <b>-2,026</b> | <b>-2,419</b> | 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         |
| <b>毛利</b>             | <b>3,652</b>  | <b>3,049</b>  | <b>2,984</b>  | <b>3,797</b>  | <b>4,435</b>  | <b>5,269</b>  | 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%         |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>-37</b>    | <b>-36</b>    | <b>-42</b>    | <b>-53</b>    | <b>-65</b>    | <b>-79</b>    | 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         |
| <b>销售费用</b>           | <b>-1,076</b> | <b>-775</b>   | <b>-930</b>   | <b>-1,133</b> | <b>-1,312</b> | <b>-1,553</b> | 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           |
| <b>管理费用</b>           | <b>-253</b>   | <b>-254</b>   | <b>-284</b>   | <b>-351</b>   | <b>-407</b>   | <b>-483</b>   | 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%         |
| <b>研发费用</b>           | <b>-213</b>   | <b>-254</b>   | <b>-315</b>   | <b>-376</b>   | <b>-433</b>   | <b>-507</b>   | <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           |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>2,073</b>  | <b>1,731</b>  | <b>1,413</b>  | <b>1,884</b>  | <b>2,219</b>  | <b>2,647</b>  | 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           |
| <b>财务费用</b>           | <b>11</b>     | <b>-10</b>    | <b>-10</b>    | <b>-110</b>   | <b>-223</b>   | <b>-280</b>   | 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           |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>-76</b>    | <b>-145</b>   | <b>-190</b>   | <b>-32</b>    | <b>-5</b>     | <b>-7</b>     | 其他长期负债          | 22            | 68            | 82            | 63            | 63            | 64            |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>26</b>     | <b>27</b>     | <b>36</b>     | <b>38</b>     | <b>42</b>     | <b>44</b>     | 负债              | 1,938         | 2,473         | 2,530         | 2,666         | 2,697         | 2,946         |
| <b>投资收益</b>           | <b>85</b>     | <b>73</b>     | <b>108</b>    | <b>102</b>    | <b>97</b>     | <b>92</b>     | <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         |
| <b>营业利润</b>           | <b>2,151</b>  | <b>1,696</b>  | <b>1,424</b>  | <b>1,882</b>  | <b>2,130</b>  | <b>2,495</b>  | 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         |
| <b>营业外收支</b>          | <b>-3</b>     | <b>-8</b>     | <b>4</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <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> |
| <b>税前利润</b>           | <b>2,147</b>  | <b>1,688</b>  | <b>1,428</b>  | <b>1,882</b>  | <b>2,130</b>  | <b>2,495</b>  | <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         |
| <b>所得税</b>            | <b>-303</b>   | <b>-234</b>   | <b>-181</b>   | <b>-237</b>   | <b>-268</b>   | <b>-314</b>   | <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         |
| <b>净利润</b>            | <b>1,844</b>  | <b>1,454</b>  | <b>1,248</b>  | <b>1,645</b>  | <b>1,861</b>  | <b>2,181</b>  | 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%        |
| <b>净利润</b>            | <b>1,844</b>  | <b>1,454</b>  | <b>1,248</b>  | <b>1,645</b>  | <b>1,861</b>  | <b>2,181</b>  | <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%        |
| <b>非现金支出</b>          | <b>263</b>    | <b>351</b>    | <b>478</b>    | <b>301</b>    | <b>286</b>    | <b>298</b>    | 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%        |
| <b>营运资金变动</b>         | <b>-600</b>   | <b>-288</b>   | <b>-588</b>   | <b>-268</b>   | <b>-461</b>   | <b>-629</b>   | 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>   |               |               |               |               |               |               |
| <b>资本开支</b>           | <b>-621</b>   | <b>-810</b>   | <b>-344</b>   | <b>-226</b>   | <b>-260</b>   | <b>-240</b>   | 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          |
| <b>股权募资</b>           | <b>5</b>      | <b>0</b>      | <b>2,255</b>  | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
| <b>债权募资</b>           | <b>400</b>    | <b>600</b>    | <b>100</b>    | <b>-123</b>   | <b>-229</b>   | <b>-101</b>   | 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  | 2022-08-23 | 买入 | 19.59 | N/A         |
| 2  | 2022-10-10 | 买入 | 18.16 | N/A         |
| 3  | 2022-12-28 | 买入 | 20.77 | N/A         |
| 4  | 2023-03-02 | 买入 | 22.33 | 26.00~27.06 |
| 5  | 2023-03-30 | 买入 | 21.60 | N/A         |
| 6  | 2023-04-10 | 买入 | 23.71 | N/A         |
| 7  | 2023-04-22 | 买入 | 23.59 | N/A         |
| 8  | 2023-07-07 | 买入 | 22.00 | 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                 |