粤开证券 YUEKAI SECURITIES

华兰生物(002007.SZ)

【粤开医药公司事件点评】华兰生物：疫苗子公司引入知名外部资本，释放市场估值

2020 年 03 月 27 日

买入(维持)

当前价： 48.0 元

分析师：李志新
执业编号：S0300518010002
电话：010-66235703
邮箱：lizhixin@ykzq.com

《华兰生物（002007）_【联讯证券公司中报点评】华兰生物：血制业务确认走出低谷，流感疫苗业务下半年渐入佳境》2019-08-30
《华兰生物（002007）_【联讯证券公司季报点评】华兰生物：三季报业绩超预期，流感疫苗业务提供业绩弹性》2019-10-28
《华兰生物（002007）_【粤开医药公司事件点评】华兰生物（002007）：19 年业绩略低于预期，但无碍 2020 年疫苗血制双发高增长》2020-01-07

事项：

3 月 26 日晚间公告，香港科康分别与高瓴骅盈、晨壹启明签订了附生效条件的股权转让协议，拟以 12.42 亿元的价格向高瓴骅盈转让华兰生物疫苗公司 9%的股权，以 8.28 亿元的价格向晨壹启明转让华兰生物疫苗公司 6%的股权，公司拟放弃对上述股权的优先受让权。华兰生物疫苗公司是华兰生物与香港科康共同投资设立的公司，华兰生物持股占比 75%。

评论：

疫苗子公司引入外部知名资本，释放市场估值

华兰疫苗公司是华兰生物持股 75%的子公司，其余 25%为大股东旗下香港科康持有，本次香港科康出售合计 15%股权分别予以高瓴骅盈、晨壹启明 9%和 6%股权；引入外部知名资本，不仅有利于疫苗子公司优化公司治理，借助外部资本整合资源做强疫苗业务，也为后续可能分拆疫苗业务上市做准备。华兰疫苗投后估值约为 138 亿元，2019 年营收 10.5 亿元左右，净利润 3.75 亿元，对应投后 PE 静态估值 37 倍左右，估值合理偏低，当前上市疫苗企业估值普遍 50 倍以上。

疫苗业务提供增速，血制业务提供稳定

华兰疫苗业务提供增速。2019 年疫苗公司营收和净利润分别同比增长 30.7%和 38.9%，显著高于公司整体增速，在总营收中占比提升到 28.2%（2018 年为 24.8%），成为公司整体业绩增长的源动力；目前已上市的疫苗以流感疫苗为主，是近年来全国流感疫苗批签发量最大的疫苗企业，2019 年共批签发 1293 万剂各类型流感疫苗，占全国流感疫苗批签发总量 42%；主要产品有流感病毒裂解疫苗（三价）、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）等，同时公司还在投入资源研发新冠疫苗。

血制品业务提供稳定。血制业务平稳增长，2019 年营收和净利润分别为 26.4 亿元和 10.0 亿元左右，同比增速维持 9.8%和 7%左右高单位数增长，公司当前拥有单采血浆站 25 家，其中广西 4 家、贵州 1 家、重庆 15 家（含 6 家单采血浆站分站）、河南 5 家，单位浆站年采浆能力远高于行业均值。产品种类齐全，涵盖 11 个品种、34 个规格，血浆综合利用率居于行业前列，血液制品的产品结构不断优化，多个产品的市场占有率处于行业前列。

业绩预测与投资评级

我们预测 2020-2022 年，公司营业收入为 45.8/54.5/63.6 亿元，归母净利润分别为 16.1/19.2/22.5 亿元，参考股本 14 亿股，对应每股 EPS 为 1.15/1.37/1.60 元，前日收盘价（48 元/股）对应市盈率分别为 42/35/30 倍。

公司主营业务围绕血制+疫苗优势赛道，估值合理偏低，维持“买入”评级。

风险提示

血制品降价；医药政策影响；流感疫苗销售不及预期。

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5684.9	6807.3	8134.3	9692.6
现金	1063.5	1618.1	2559.0	3745.3
应收账款和票据	1120.7	1374.8	1635.5	1907.7
其它应收款	10.0	10.0	10.0	10.0
预付账款	1159.6	1605.2	1870.2	2112.1
存货	19.8	25.0	25.0	25.0
其他	2311.3	2174.2	2034.6	1892.5
非流动资产	1898.3	1869.8	1877.5	1858.5
在建工程	109.8	159.8	209.8	259.8
固定资产	1225.0	1171.9	1125.4	1084.7
无形资产和商誉	201.5	195.5	189.5	183.5
其他	362.0	342.6	352.8	330.5
资产总计	7583.2	8677.0	10011.7	11551.1
流动负债	694.5	700.2	723.2	713.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款和票据	64.6	70.0	70.0	70.0
其他	629.9	630.2	653.2	643.2
非流动负债	4.8	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	4.8	0.0	0.0	0.0
负债合计	699.3	700.2	723.2	713.2
归属母公司权益	6543.1	7510.6	8663.4	10011.5
少数股东权益	340.8	466.2	625.2	826.5
股东权益合计	6883.9	7976.8	9288.5	10837.9

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3700.3	4582.6	5451.6	6359.1
营业成本	1296.7	1537.3	1793.9	2049.9
营业税金及附加	31.5	39.0	46.3	54.1
营业费用	520.4	641.6	763.2	890.3
管理费用	361.1	449.1	534.3	623.2
财务费用	3.8	-5.2	-5.0	-5.0
资产减值损失	55.8	5.0	5.0	5.0
公允价值变动收益	32.4	0.0	0.0	0.0
投资净收益	138.6	100.0	100.0	100.0
营业利润	1615.2	2015.9	2413.9	2841.7
营业外收入	2.3	10.0	10.0	10.0
营业外支出	7.3	5.0	5.0	5.0
利润总额	1610.2	2020.9	2418.9	2846.7
所得税	231.4	282.9	338.6	398.5
净利润	1378.8	1738.0	2080.2	2448.1
少数股东损益	95.4	125.4	158.9	201.3
归属母公司净利润	1283.4	1612.5	1921.3	2246.8
EBITDA	1741.7	2168.8	2560.3	2982.3
EPS（元）	0.91	1.15	1.37	1.60

现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1362.8	1146.4	1657.8	2032.5
净利润	1378.8	1738.0	2080.2	2448.1
折旧摊销	127.7	153.1	146.5	140.7
财务费用	3.8	-5.2	-5.0	-5.0
投资损失	55.8	5.0	5.0	5.0
营运资金变动	1.7	-694.3	-525.7	-514.1
其它	-205.0	-50.2	-43.2	-42.2
投资活动现金流	-845.0	53.2	51.6	51.6
资本支出	-272.9	-150.0	-150.0	-150.0
长期投资	-697.1	200.0	200.0	200.0
其他	2.3	3.2	1.6	1.6
筹资活动现金流	-340.8	-645.0	-768.5	-897.7
短、长期借款	49.9	0.0	0.0	0.0
吸收投资	0.0	0.0	0.0	1.0
其他	-390.6	-645.0	-768.5	-898.7
现金净增加额	177.0	554.6	940.9	1186.4

主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	15.02%	23.84%	18.96%	16.65%
营业利润	16.08%	24.81%	19.74%	17.72%
归属母公司净利润	12.63%	25.64%	19.15%	16.94%
获利能力				
毛利率	64.96%	66.45%	67.09%	67.76%
净利率	37.26%	37.92%	38.16%	38.50%
ROE	19.61%	21.47%	22.18%	22.44%
ROIC	22.79%	24.83%	25.42%	25.62%
偿债能力				
资产负债率	9.22%	8.07%	7.22%	6.17%
净负债比率	10.16%	8.78%	7.79%	6.58%
流动比率	8.19	9.72	11.25	13.59
速动比率	6.52	7.43	8.66	10.63
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.56	0.58	0.59
应收账款周转率	3.36	3.67	3.62	3.59
存货周转率	1.10	1.11	1.03	1.03
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.15	1.37	1.60
每股经营现金	4.66	5.35	6.17	7.14
每股净资产	0.97	0.82	1.18	1.45
估值比率				
P/E	52.5	41.8	35.1	30.0
P/B	10.3	9.0	7.8	6.7
EV/EBITDA	38.7	31.1	26.3	22.6

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院

分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015 年 11 月加入粤开证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com