

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

华兰生物 (002007)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020 年 03 月 27 日

华兰疫苗：引入战投，增添活力

证券分析师： 谢长雁

0755-22940793

xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

联系人： 陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

事项：

3月26日晚，公司公告披露：华兰疫苗股东香港科康拟以疫苗公司138亿元的整体估值作为定价依据，向高瓴骅盈转让9%股权，向晨壹启明转让6%股权，上市公司拟放弃优先受让权。

国信医药观点：1) 华兰疫苗受到资本青睐。两大战略投资者的加入证明了资本市场对于疫苗这条细分赛道以及华兰疫苗的看好。2) 华兰疫苗极具投资价值。我们认为华兰疫苗可以在2-3年内成长为10亿利润体量的公司，现金流十分优秀，足以支撑后续管线的研发或是可能的外延收购。疫苗公司的估值合理。3) 引入战略投资者或带来新的动力。我们估计，疫苗公司在引入外部股东之后，会有更大的动力以及可能性独立走上资本市场。4) 风险提示：疫苗行业安全性事件、流感疫苗覆盖率提升不及预期。5) 投资建议：公司是血制品和流感疫苗的双龙头，血制品业务稳健增长，现金流优秀；疫苗业务随着四价流感疫苗的放量迅速增长。单抗业务预计2021年将有第一个产品上市，后续品种逐步上市，贡献销售。我们维持盈利预测，预计2020~2021年净利润为16.66/19.34/22.22亿元，同比增长30%/16%/15%，对应当前股价PE为40/35/30x，维持“买入”评级。

评论：

交易概述：华兰疫苗整体估值138亿元

2020年3月26日，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124,200万元的价格向高瓴骅盈转让疫苗公司9%的股权(对应疫苗公司900万元的出资额)，以82,800万元的价格向晨壹启明转让疫苗公司6%的股权(对应疫苗公司600万元的出资额)，公司拟放弃对上述股权的优先受让权。香港科康是上市公司实控人安康先生控制的公司，直接持有上市公司13.15%的股份。

表 1：交易前后华兰疫苗股东及股权结构

交易前				交易后			
序号	股东名称	出资额(万元)	持股比例	序号	股东名称	出资额(万元)	持股比例
1	华兰生物	7,500	75%	1	华兰生物	7500	75%
2	香港科康	2,500	25%	2	香港科康	1000	10%
				3	高瓴骅盈	900	9%
				4	晨壹启明	600	6%
合计		10,000	100%	合计		10000	100%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

交易对手之高瓴骅盈：高瓴资本广泛布局医药行业

高瓴资本广泛布局医药行业，从近年来的投资来看，其投资领域包括创新药、创新疫苗研发公司，CRO/CDMO，牙科、眼科、辅助生殖等医疗服务公司，肿瘤早筛公司等。此次对华兰疫苗的投资，再次证明其看好疫苗这条细分赛道。

表 2：2017 年以来高瓴资本医疗保健领域投资事件

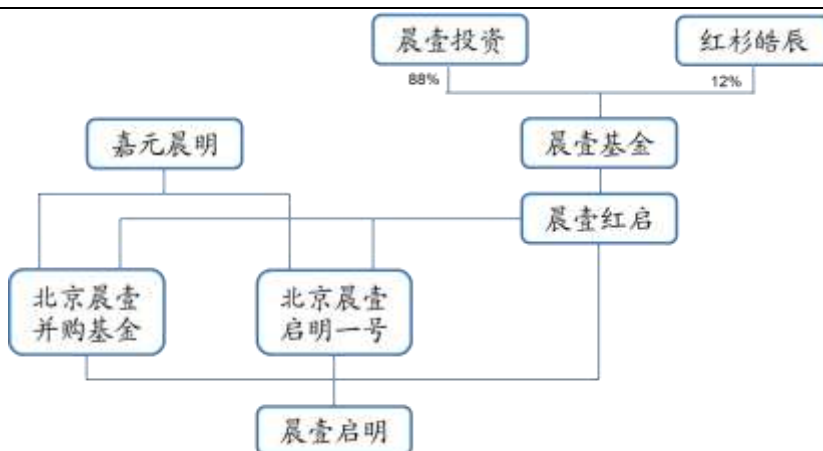
披露日期	融资企业	行业	投资方	融资轮次	融资金额 (万)	融资币种
2020-01-08	创胜生物医药(上海)有限公司(创胜集团)	生物科技	高瓴资本	B+	10000.00	美元
2019-12-28	科望(上海)生物医药科技有限公司(科望医药)	生物科技	高瓴资本	B	10000.00	人民币元
2019-12-20	上海泽润生物科技有限公司(泽润生物)	生物科技	高瓴资本	Strategy	--	--
2019-08-30	广州爱尔眼科医院有限公司(广州爱尔眼科医院)	--	高瓴资本	Strategy	102600.00	人民币元
2019-06-14	四川锦欣生殖医疗管理有限公司(锦欣生殖)	生物科技	高瓴资本	F	15000.00	美元
2019-02-11	上海海和药物研究开发有限公司(海和生物)	医疗保健技术	高瓴资本	Strategy	14660.00	美元
2018-12-03	科望(上海)生物医药科技有限公司(科望医药)	生物科技	高瓴资本	A+	3500.00	美元
2018-12-03	科望(苏州)生物医药科技有限公司	--	鼎晖投资 高瓴资本 礼颐投资	A	5500.00	美元
2018-08-30	北京加科思新药研发有限公司(加科思)	生物科技	高瓴资本	C	5500.00	美元
2018-07-30	百济神州(北京)生物科技有限公司(百济神州)	西药	高瓴资本	Strategy	--	--
2018-06-29	天境生物科技(上海)有限公司(天境生物)	生物科技	高瓴资本	C	22000.00	美元
2018-06-06	杭州奕安济世生物药业有限公司(奕安济世)	生物科技	高瓴资本	B+	3500.00	美元
2018-05-21	GRAIL(GRAIL)	--	蓝池资本 汇桥资本 通和毓承 药明明码 红杉资本中国 工银国际 黄浦江资本 高瓴资本 CRF Investment 招商证券国际	C	30000.00	美元
2018-05-09	基石药业(苏州)有限公司(基石药业)	生物科技	高瓴资本	B	165000.00	人民币元
2018-02-28	Viela Bio, Inc.(VIELA BIO)	西药	高瓴资本	A	25000.00	美元
2018-01-30	上海摩尔口腔医院投资管理有限公司(摩尔齿科)	保健护理服务	高瓴资本	B	--	人民币元
2018-01-05	爱尔眼科医院集团股份有限公司(爱尔眼科)	保健护理设施	高瓴资本	PIPE	100000.00	人民币元
2017-08-29	北京圣彬科贸有限公司(瑞尔齿科)	保健护理服务	高瓴资本	D	9000.00	美元
2017-05-22	药明康德新药开发有限公司(药明康德)	生命科学工具和服务	红杉资本中国 高瓴资本	PIPE	20000.00	美元
2017-04-17	广州尖峰眼科医院投资管理有限公司(尖峰眼科医院)	--	高瓴资本	Angel	--	--

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

交易对手之晨壹启明：刘晓丹组建、红杉资本加持

晨壹启明背后是原华泰联合证券董事长刘晓丹组建的晨壹基金。晨壹投资持有晨壹基金 88% 股份，其大股东是刘晓丹控制的北京页真管理咨询有限公司，并且，晨壹基金还得到红杉资本的加持（红杉皓辰持有晨壹基金 12% 股份）。

图 1: 晨壹启明股权结构

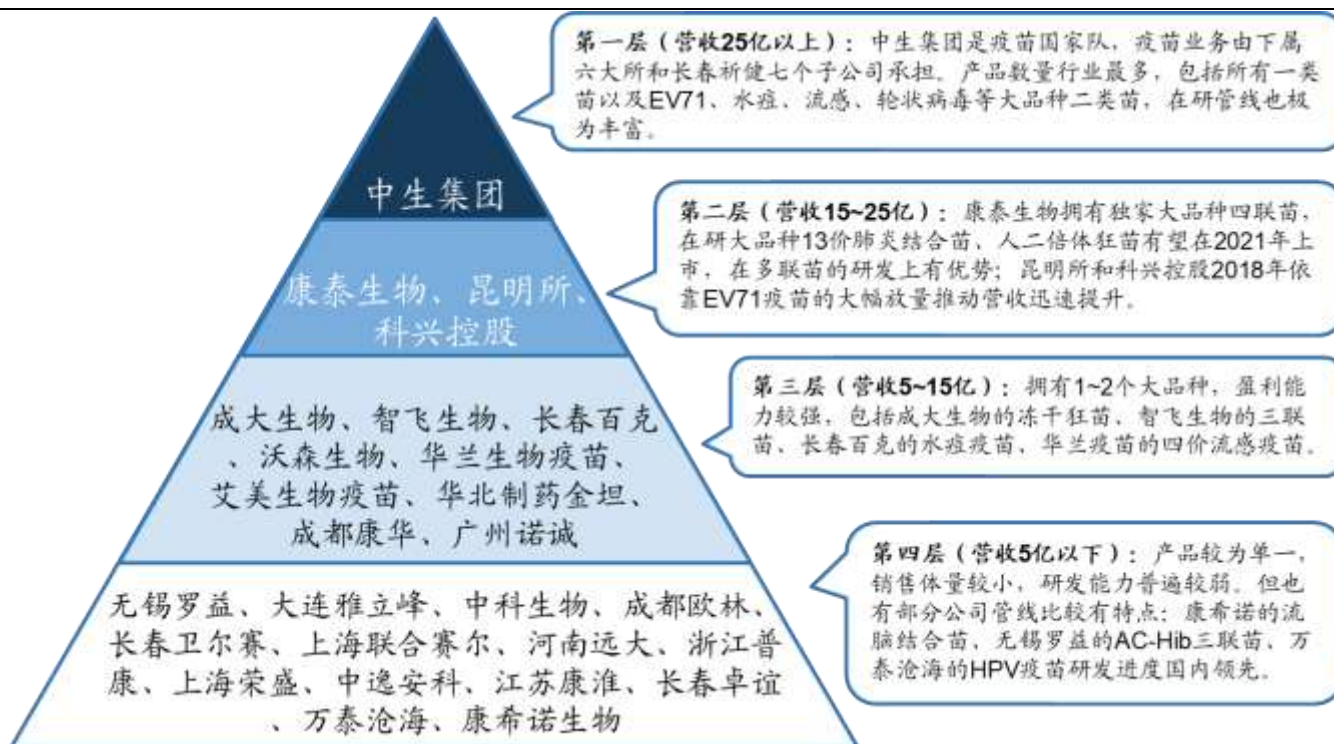


资料来源:天眼查、国信证券经济研究所整理

■ 疫苗行业: 华兰疫苗具备极强的投资价值

国内疫苗企业呈现“一超多强”的格局，“一超”即中生集团，产品线和营收在国内疫苗公司中遥遥领先；“多强”包括多个民营上市龙头如康泰生物、智飞生物、华兰疫苗、长春百克等，以及昆明所。多个疫苗龙头公司均拥有 1~2 个大品种，经营上有 10 亿级别的营收、良好的利润和现金流。（疫苗行业的梳理请参考国信医药团队 2019 年 7 月外发的行业深度报告《进击的疫苗：深度盘点，重磅迭出》）

图 2: 国内疫苗企业分层梳理



资料来源:公司公告、公司官网、中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

注 1: 营收采用 2018 年数据，除了上市公司及其子公司有公开数据披露，其余用批签发及中标价估计。

注 2: 智飞生物的营收仅包括自主产品。

华兰疫苗具备极强的投资价值。如果从稳定的利润和现金流、良好的管线和合理的估值三方面来考量，包括华兰疫苗、科兴控股、艾美生物疫苗、昆明所在内，疫苗企业中良好的投资标的屈指可数。这其中，科兴控股的核心子公

司北京科兴董事会、股东始终存在争议，昆明所的转制仍未完成；艾美生物疫苗旗下包括浙江艾美卫信、宁波荣安、大连艾美汉信、江苏艾美康淮等公司，其现有产品的盈利能力、成长性以及研发管线均略逊于华兰疫苗。我们认为华兰疫苗可以在 2~3 年内成长为 10 亿利润体量的公司，现金流十分优秀，足以支撑后续管线的研发或是可能的外延收购。

表 3：华兰生物疫苗在研进度

受理号/登记号	药物名称	申请类型	进度	更新日期
CXSS1600010	冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)	上市申请	在审评审批中	2016-12-02
CXSS1700017	吸附破伤风疫苗	上市申请	在审评审批中	2017-10-11
CTR20191427	7.5 μg/亚型/剂四价流感病毒裂解疫苗	/	3 期进行中	2019-07-18
CTR20181556	冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗	/	3 期进行中	2018-09-21
CTR20171151	H7N9 流感病毒裂解疫苗	/	2 期进行中	2017-09-22
CTR20170834	甲型 H7N9 流感全病毒灭活疫苗	/	2 期进行中	2017-08-04
CXSL1700119	吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗	临床申请	批准临床	2017-12-12
CXSL1400071	冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗	临床申请	批准临床	2016-12-30
CXSL1200095	吸附手足口病(EV71 型)灭活疫苗(Vero 细胞)	临床申请	批准临床	2018-05-24
CXSL1400097	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	临床申请	制证完毕 - 已发批件	2016-08-23
CXSL1200096	吸附手足口病(EV71 型、CA16 型)双价灭活疫苗(Vero 细胞)	临床申请	在审评审批中	2013-02-06
CXSL1200094	吸附手足口病(CA16 型)灭活疫苗(Vero 细胞)	临床申请	在审评审批中	2013-02-06

资料来源：药智网、国信证券经济研究所整理

引入战略投资者或为华兰疫苗带来新的动力。华兰疫苗以及母公司华兰生物一直以来是有着实干精神的优质龙头，少有资本市场上的运作。引入两大外部股东或许将为华兰疫苗带来更多的可能性，我们估计，这可能会使疫苗公司有更大的动力以及可能性独立走上资本市场。

投资建议：公司是血制品和流感疫苗的双龙头，血制品业务稳健增长，现金流优秀；疫苗业务随着四价流感疫苗的放量迅速增长。单抗业务预计 2021 年将有第一个产品上市，后续品种逐步上市，贡献销售。我们维持盈利预测，预计 2020~2021 年净利润为 16.66/19.34/22.22 亿元，同比增长 30%/16%/15%，对应当前股价 PE 为 40/35/30x，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
		20/3/26		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
002007	华兰生物	48.00	673	0.91	1.19	1.38	1.58	52.5	40.4	34.8	30.3	19.0%	2.0	买入
600161	天坛生物	36.35	380	0.59	0.69	0.99	1.24	61.9	52.5	36.8	29.3	16.3%	1.8	买入
300294	博雅生物	33.56	145	0.98	1.23	1.48	1.68	34.2	27.3	22.7	19.9	11.3%	1.4	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测

注：天坛生物、博雅生物尚未发布 2019 年年报，19 年 EPS 为预测值，22 年的 EPS 为趋势性预测，可能根据 19 年年报情况再做出调整。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1868	1868	2068	2767	营业收入	5375	8101	11001	14016
应收款项	1587	2393	3249	4140	营业成本	801	1349	1709	2030
存货净额	1833	3056	3896	4647	营业税金及附加	99	150	204	259
其他流动资产	1247	1880	2553	3253	销售费用	2095	2997	4015	5046
流动资产合计	6536	9197	11766	14805	管理费用	351	891	1172	1467
固定资产	1728	1848	2228	2866	财务费用	(32)	(47)	(42)	(55)
无形资产及其他	235	225	216	207	投资收益	65	0	0	0
投资性房地产	845	845	845	845	资产减值及公允价值变动	(16)	(28)	(30)	(24)
长期股权投资	69	80	83	86	其他收入	(303)	0	0	0
资产总计	9413	12196	15139	18810	营业利润	1806	2733	3913	5244
短期借款及交易性金融负债	255	175	105	120	营业外净收支	(73)	0	(4)	(25)
应付款项	187	311	303	361	利润总额	1733	2733	3909	5219
其他流动负债	2472	3988	5262	6526	所得税费用	270	426	609	813
流动负债合计	2914	4475	5670	7007	少数股东损益	456	600	170	200
长期借款及应付债券	12	12	12	12	归属于母公司净利润	1006	1707	3130	4205
其他长期负债	161	161	161	163					
长期负债合计	173	173	173	175					
负债合计	3087	4648	5844	7182	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1031	1349	1439	1545	净利润	1006	1707	3130	4205
股东权益	5295	6199	7856	10083	资产减值准备	(30)	7	4	7
负债和股东权益总计	9413	12196	15139	18810	折旧摊销	103	154	196	240
					公允价值变动损失	16	28	30	24
					财务费用	(32)	(47)	(42)	(55)
					营运资本变动	(364)	(1012)	(1100)	(1010)
					其它	326	310	86	99
					经营活动现金流	1058	1194	2345	3565
					资本开支	(489)	(300)	(600)	(900)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(484)	(311)	(603)	(903)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(1)	0	0	0
					支付股利、利息	(353)	(803)	(1473)	(1979)
					其它融资现金流	612	(80)	(70)	15
					融资活动现金流	(96)	(883)	(1542)	(1964)
					现金净变动	478	0	200	698
					货币资金的期初余额	1390	1868	1868	2068
					货币资金的期末余额	1868	1868	2068	2767
					企业自由现金流	963	1133	1788	2730
					权益自由现金流	1574	1092	1754	2791

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	4.97	8.44	15.47	20.78
每股红利	1.75	3.97	7.28	9.78
每股净资产	26.17	30.63	38.82	49.83
ROIC	29%	32%	39%	44%
ROE	19%	28%	40%	42%
毛利率	85%	83%	84%	86%
EBIT Margin	38%	34%	35%	37%
EBITDA Margin	40%	35%	37%	39%
收入增长	31%	51%	36%	27%
净利润增长率	52%	70%	83%	34%
资产负债率	44%	49%	48%	46%
息率	0.4%	0.9%	1.6%	2.2%
P/E	88.9	52.4	28.6	21.3
P/B	16.9	14.4	11.4	8.9
EV/EBITDA	43.4	32.8	23.3	17.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《华兰生物-002007-2019 年年报点评：血制品稳健，疫苗高增长》——2020-03-26
 《华兰生物-002007-深度报告：血制龙头、疫苗中坚&单抗新兵》——2020-03-02
 《华兰生物-002007-2019 年半年报点评：业绩略逊预期，期待下半年疫苗发力》——2019-08-30
 《华兰生物-002007-2018 年年报点评：业绩靓丽，稳健前行》——2019-04-01
 《华兰生物-002007-2018 年年报点评：业绩略超预期，四价苗完成目标》——2019-02-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032