

业绩符合预期，流感疫苗大幅增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司公布2020年年报, 全年实现收入约50亿元(+35.8%), 归母净利润约16亿元(+25.7%), 扣非归母净利润14.8亿元(-1.9%)。其中第四季度实现收入约19.5亿元(+84%), 实现归母净利润6.5亿元(+103%)。业绩整体符合预期。
- **Q4 流感疫苗销售加速, 提升公司整体毛利率。** 分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为6.8/7.1/16.9/19.5亿元(-2.6%/+0.3%/+36.4%/+84%), 单季度归母净利润分别为2.5/2.6/4.5/6.5亿元(-4.7%/+6.9%/-1.0%/+84%), 主要是由于流感疫苗集中在下半年销售。公司整体毛利率为72.7%, 同比大幅提升7.8pp, 其中血制品板块毛利率几乎持平, 流感疫苗扩大产能毛利率提升约4.5pp。公司2020年整体四费率30.5%(+7.5pp), 其中销售费用率18.5%(+7.3pp), 2020年公司流感疫苗销量大幅扩张, 预计后续随着销售费用投入效果显现, 盈利能力有望逐步回升。
- **疫情刺激流感疫苗需求大幅增长, 血制品业务有望迎来恢复性增长。** 分业务看, (1) 血制品业务全年收入约26亿元, 同比下滑约2%, 预计贡献归母净利润约9.2亿元左右, 同比下滑约6%。国内疫情影响公司采浆, 全年采浆量持平超过1000吨, 同时门诊及住院病人减少导致需求端受损。随着国内新冠肺炎疫苗接种顺利推进, 2021年公司血制品业务预计将会得到恢复性增长。(2) 疫苗业务收入约24亿元, 同比增长132%, 预计贡献归母净利润约6.8亿元左右, 疫情催化四价流感疫苗销量大幅增长, 从批签发看, 全年四价流感疫苗批签发2062万支(+250%), 三价流感疫苗批签发253万支, 其中四价流感贡献主要业绩, 预计实现销量约2000万只左右。公司目前有2条四价流感疫苗生产线, 是我国最大的流感疫苗生产基地, 随着疫苗子公司分拆上市进一步提升综合实力, 有望继续贡献业绩增量。
- **继续推进生物药研发, 进一步打开公司成长空间。** 在生物药领域, 公司目前已有7个单抗取得临床试验批件, 其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗目前均已进入III期临床研究阶段, 德尼单抗、帕尼单抗和伊匹单抗已经进入I期临床研究, 另有多处在不同研发阶段的单抗药物正在稳步推进, 国内生物药市场空间巨大, 公司丰富的生物药在研管线有望成为未来重要增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年归母净利润分别为19、23、27亿元, 对应EPS 1.04、1.25、1.49元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 采浆量不及预期、四价流感疫苗放量不及预期、研发进展不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5023.21	5864.70	6948.78	8332.82
增长率	35.76%	16.75%	18.48%	19.92%
归属母公司净利润(百万元)	1613.11	1891.63	2289.42	2722.23
增长率	25.69%	17.27%	21.03%	18.90%
每股收益EPS(元)	0.88	1.04	1.25	1.49
净资产收益率ROE	22.77%	22.30%	22.28%	21.95%
PE	45	39	32	27
PB	9.72	8.05	6.65	5.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 周章庆
电话: 021-68416017
邮箱: zzzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.24
流通A股(亿股)	15.73
52周内股价区间(元)	36.86-71.42
总市值(亿元)	743.25
总资产(亿元)	100.39
每股净资产(元)	4.13

相关研究

1. 华兰生物(002007): Q3收入端改善, 销售费用增长影响利润表现 (2020-11-09)
2. 华兰生物(002007): 采浆逐步恢复正常, 期待下半年流感疫苗放量 (2020-08-11)
3. 华兰生物(002007): Q1影响当期业绩, 全年有望保持较快增长 (2020-04-08)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5023.21	5864.70	6948.78	8332.82	净利润	1844.16	2232.68	2761.22	3357.59
营业成本	1371.24	1556.54	1765.68	2016.91	折旧与摊销	186.78	83.72	83.72	83.72
营业税金及附加	37.06	46.82	54.69	65.21	财务费用	-10.91	-15.00	-15.00	-15.00
销售费用	1075.54	1130.94	1354.04	1602.52	资产减值损失	-33.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	252.91	397.34	373.70	466.87	经营营运资本变动	-307.17	380.96	-317.17	-401.81
财务费用	-10.91	-15.00	-15.00	-15.00	其他	-353.95	-129.07	-160.86	-141.33
资产减值损失	-33.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1325.29	2553.29	2351.91	2883.16
投资收益	84.77	120.00	120.00	120.00	资本支出	-436.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	25.96	25.96	25.96	25.96	其他	-303.33	145.96	145.96	145.96
其他经营损益	0.00	60.00	60.00	60.00	投资活动现金流净额	-739.39	145.96	145.96	145.96
营业利润	2150.50	2699.97	3316.87	4035.38	短期借款	400.00	-400.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.12	-10.00	9.90	9.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2147.38	2689.97	3326.77	4045.28	股权融资	27.40	0.00	0.00	0.00
所得税	303.21	457.30	565.55	687.70	支付股利	0.00	-322.62	-378.33	-457.88
净利润	1844.16	2232.68	2761.22	3357.59	其他	-653.60	15.00	15.00	15.00
少数股东损益	231.06	341.05	471.80	635.36	筹资活动现金流净额	-226.20	-707.62	-363.33	-442.88
归属母公司股东净利润	1613.11	1891.63	2289.42	2722.23	现金流量净额	359.71	1991.63	2134.55	2586.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1038.33	3029.96	5164.51	7750.75	成长能力				
应收和预付款项	1800.54	1860.87	2242.67	2718.73	销售收入增长率	35.76%	16.75%	18.48%	19.92%
存货	1174.65	1316.50	1510.54	1721.13	营业利润增长率	33.14%	25.55%	22.85%	21.66%
其他流动资产	3498.51	2989.30	2989.91	2990.69	净利润增长率	33.74%	21.07%	23.67%	21.60%
长期股权投资	110.36	110.36	110.36	110.36	EBITDA 增长率	30.69%	19.01%	22.28%	21.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1766.42	1704.00	1641.59	1579.18	毛利率	72.70%	73.46%	74.59%	75.80%
无形资产和开发支出	215.92	197.38	178.83	160.28	三费率	26.23%	25.80%	24.65%	24.65%
其他非流动资产	433.92	431.16	428.41	425.65	净利率	36.71%	38.07%	39.74%	40.29%
资产总计	10038.64	11639.53	14266.81	17456.77	ROE	22.77%	22.30%	22.28%	21.95%
短期借款	400.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.37%	19.18%	19.35%	19.23%
应付和预收款项	372.55	316.90	387.90	469.86	ROIC	45.82%	52.26%	64.53%	71.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.31%	47.21%	48.72%	49.25%
其他负债	1165.68	1312.15	1485.55	1693.84	营运能力				
负债合计	1938.22	1629.06	1873.45	2163.70	总资产周转率	0.57	0.54	0.54	0.53
股本	1824.37	1824.37	1824.37	1824.37	固定资产周转率	3.85	4.33	5.37	6.77
资本公积	101.96	101.96	101.96	101.96	应收账款周转率	3.70	3.29	3.48	3.45
留存收益	5695.96	7264.97	9176.07	11440.42	存货周转率	1.15	1.24	1.24	1.24
归属母公司股东权益	7528.54	9097.55	11008.65	13272.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	76.45%	—	—	—
少数股东权益	571.87	912.92	1384.71	2020.07	资本结构				
股东权益合计	8100.41	10010.47	12393.36	15293.06	资产负债率	19.31%	14.00%	13.13%	12.39%
负债和股东权益合计	10038.64	11639.53	14266.81	17456.77	带息债务/总负债	20.64%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.92	5.72	6.43	7.09
					速动比率	3.31	4.90	5.61	6.28
					股利支付率	0.00%	17.06%	16.52%	16.82%
					每股指标				
					每股收益	0.88	1.04	1.25	1.49
					每股净资产	4.13	4.99	6.03	7.28
					每股经营现金	0.73	1.40	1.29	1.58
					每股股利	0.00	0.18	0.21	0.25
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2326.37	2768.69	3385.59	4104.10					
PE	45.39	38.70	31.98	26.89					
PB	9.72	8.05	6.65	5.52					
PS	14.57	12.48	10.54	8.79					
EV/EBITDA	29.74	24.12	19.10	15.12					
股息率	0.00%	0.44%	0.52%	0.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn