

公司研究

四价流感疫苗强劲增长，产品梯队持续丰富

——华兰生物（002007.SZ）2020 年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年报，实现营业收入 50.23 亿元，同比+35.76%；归母净利润 16.13 亿元，同比+25.69%；扣非归母净利润 14.78 亿元，同比+28.83%；经营性净现金流 13.25 亿元，同比-2.75%；EPS 0.89 元。业绩符合市场预期。

点评：

四价流感疫苗迅速放量拉动业绩增长，应收账款拖累现金流：Q1~Q4 单季度营业收入分别为 6.78/7.09/16.86/19.50 亿元，同比-2.62%/+0.31%/+36.45%/+83.74%；归母净利润 2.47/2.64/4.52/6.49 亿元，同比-4.71%/+6.86%/-0.96%/+103.02%；扣非归母净利润 2.44/2.22/4.09/6.03 亿元，同比+1.49%/-0.11%/-4.70%/+136.11%。Q4 业绩大幅增长，主要是四价流感病毒裂解疫苗迅速放量，2020 年批签发量 2062.4 万剂，占全国四价流感批签发量的 61.41%，估计实现收入约 22 亿元，疫苗业务整体营业收入 24.21 亿元，同比+132.07%。血制品方面，2020 年采浆量 1000 多吨，与 2019 年基本持平，营业收入 25.91 亿元，同比-1.99%，其中人血白蛋白收入 9.57 亿元，同比-2.22%；静丙收入 8.24 亿元，同比-7.49%；其他血制品收入 8.10 亿元，同比+4.63%。经营性净现金流下滑主要是应收账款增加较多，估计与四价流感疫苗下半年发货多，账期较长有关。

在研产品持续丰富，稳步推进疫苗分拆上市工作：血制品方面，2020 年重庆公司研发的人凝血因子 VIII 和人凝血酶原复合物已申报生产；采用层析分离纯化工艺和纳米膜过滤+低 pH 释放双重病毒灭活去除病毒工艺技术研制的三种规格新一代静丙获批临床；重组 Exendin-4-Fc 融合蛋白注射液获批临床；新工艺人纤维蛋白原和层析工艺静丙（pH4）取得《药品补充申请批准通知书》，进一步提高了产品收率和产品质量。疫苗方面，破伤风疫苗接受了国家药监局食品药品审核查验中心的生产现场核查，四价流感病毒裂解疫苗（儿童）已完成临床试验并申报药品注册。抗体药方面，阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗正在按计划开展 III 期临床研究，德尼单抗、帕尼单抗和伊匹单抗已经进入 I 期临床研究。公司稳步推进疫苗公司的分拆上市工作，顺利引入高瓴资本、晨壹基金两家战投、完成股份制改造、通过上市辅导验收并于 2020 年 11 月正式向深交所提交 IPO 并在创业板上市申请并于 2020 年 12 月 3 日获得受理。

盈利预测、估值与评级：考虑到四价流感疫苗的市场竞争日益激烈，略下调 2021~2022 年 EPS 预测为 1.09/1.29 元（原预测为 1.11/1.35 元，分别下调 2%/4%），新增预测 2023 年 EPS 为 1.52 元，同比 23.84%/18.12%/17.22%，现价对应 PE 分别为 37/31/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：血制品和疫苗批签发量低于预期；新产品研发进度低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,700	5,023	6,072	7,082	8,094
营业收入增长率	15.02%	35.76%	20.88%	16.63%	14.29%
净利润（百万元）	1,283	1,613	1,998	2,360	2,766
净利润增长率	12.63%	25.69%	23.84%	18.12%	17.22%
EPS（元）	0.91	0.89	1.09	1.29	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.62%	21.43%	22.25%	22.33%	22.26%
P/E	44	46	37	31	27
P/B	8.6	9.8	8.2	7.0	5.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-02

注：公司 2019 年末股本数为 14.03 亿股，2020 年因资本公积转增致股本增加至 18.24 亿股。

买入（维持）

当前价：40.28 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	18.24
总市值(亿元):	734.86
一年最低/最高(元):	35.71/76.00
近 3 月换手率:	87.95%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.13	-1.74	-35.89
绝对	-3.20	-3.75	3.12

资料来源：Wind

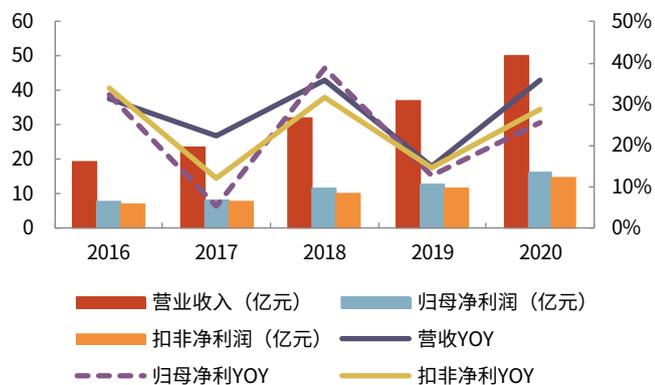
相关研报

业绩符合预期，四价流感疫苗强劲增长——华兰生物（002007.SZ）2020 年业绩快报点评（2021-03-11）

四价流感疫苗拉动 Q3 收入快速增长，营销及研发费用影响短期利润——华兰生物（002007.SZ）2020 年三季度报点评（2020-11-02）

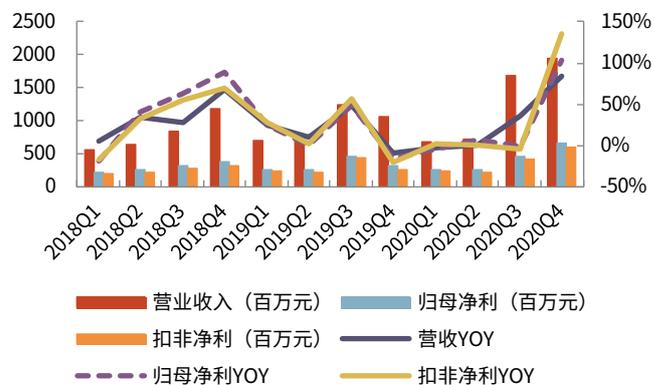
附录

图 1: 公司 2016-2020 年收入利润持续增长



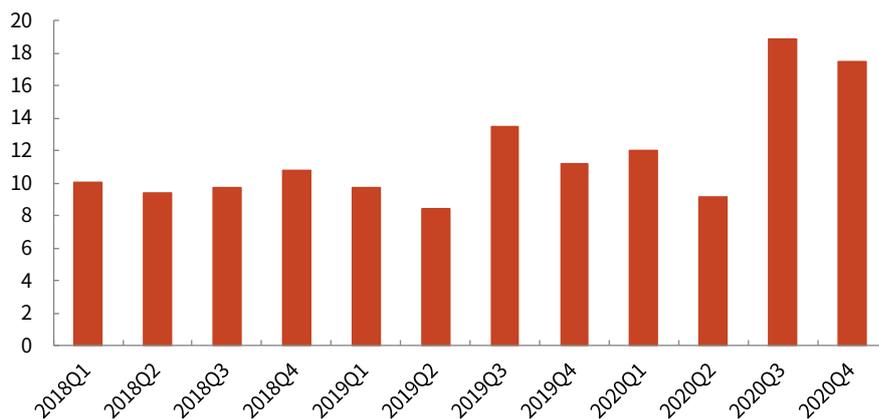
资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2: 公司 2018-2020 年单季度收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 3: 公司 2018-2020 应收票据及应收账款情况 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,700	5,023	6,072	7,082	8,094
营业成本	1,297	1,371	1,644	1,913	2,189
折旧和摊销	161	182	184	198	212
税金及附加	32	37	50	58	66
销售费用	520	1,076	1,230	1,352	1,418
管理费用	218	253	261	270	280
研发费用	144	213	352	499	646
财务费用	4	-11	-9	-28	-45
投资收益	139	85	85	85	85
营业利润	1,615	2,151	2,656	3,133	3,660
利润总额	1,610	2,147	2,653	3,130	3,656
所得税	231	303	367	433	505
净利润	1,379	1,844	2,286	2,698	3,151
少数股东损益	95	231	289	338	385
归属母公司净利润	1,283	1,613	1,998	2,360	2,766
EPS(元)	0.91	0.89	1.09	1.29	1.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,363	1,325	1,791	2,232	2,675
净利润	1,283	1,613	1,998	2,360	2,766
折旧摊销	161	182	184	198	212
净营运资金增加	-1,894	682	828	784	791
其他	1,812	-1,152	-1,218	-1,110	-1,094
投资活动产生现金流	-845	-739	-326	-258	-259
净资本支出	-273	-621	-251	-251	-251
长期投资变化	105	110	0	0	0
其他资产变化	-677	-228	-75	-7	-8
融资活动现金流	-341	-226	-933	-739	-860
股本变化	473	421	0	0	0
债务净变化	0	400	-400	0	0
无息负债变化	-21	839	-64	56	56
净现金流	177	360	531	1,235	1,557

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.0%	72.7%	72.9%	73.0%	73.0%
EBITDA 率	46.3%	46.3%	45.4%	45.6%	46.3%
EBIT 率	42.0%	42.6%	42.4%	42.8%	43.7%
税前净利润率	43.5%	42.7%	43.7%	44.2%	45.2%
归母净利润率	34.7%	32.1%	32.9%	33.3%	34.2%
ROA	18.2%	18.4%	20.2%	20.3%	20.2%
ROE (摊薄)	19.6%	21.4%	22.2%	22.3%	22.3%
经营性 ROIC	30.7%	32.7%	33.4%	34.7%	36.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	9%	19%	13%	12%	10%
流动比率	8.19	3.92	5.94	6.99	8.18
速动比率	6.52	3.31	4.96	5.88	6.95
归母权益/有息债务	-	18.82	-	-	-
有形资产/有息债务	-	24.02	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,583	10,039	11,314	13,296	15,594
货币资金	1,064	1,038	1,570	2,805	4,362
交易性金融资产	2,307	2,986	3,046	3,107	3,169
应收帐款	965	1,754	1,805	2,105	2,406
应收票据	156	0	192	224	256
其他应收款 (合计)	10	8	16	18	21
存货	1,160	1,175	1,423	1,666	1,914
其他流动资产	4	513	513	513	513
流动资产合计	5,685	7,512	8,600	10,480	12,689
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	105	110	110	110	110
固定资产	1,225	1,387	1,379	1,362	1,337
在建工程	110	379	390	397	403
无形资产	202	195	241	286	329
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	112	218	288	288	288
非流动资产合计	1,898	2,527	2,713	2,817	2,906
总负债	699	1,938	1,474	1,530	1,586
短期借款	0	400	0	0	0
应付账款	65	91	96	111	127
应付票据	0	71	28	33	38
预收账款	15	0	15	17	20
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	694	1,917	1,448	1,499	1,551
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	17	22	26	31
非流动负债合计	5	22	26	31	35
股东权益	6,884	8,100	9,840	11,766	14,008
股本	1,403	1,824	1,824	1,824	1,824
公积金	1,015	670	870	1,014	1,014
未分配利润	4,125	5,128	6,378	7,823	9,679
归属母公司权益	6,543	7,529	8,979	10,567	12,424
少数股东权益	341	572	861	1,199	1,584

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	14.07%	21.41%	20.25%	19.09%	17.51%
管理费用率	5.88%	5.03%	4.31%	3.82%	3.45%
财务费用率	0.10%	-0.22%	-0.15%	-0.39%	-0.56%
研发费用率	3.88%	4.24%	5.80%	7.05%	7.99%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.40	0.30	0.42	0.50	0.58
每股经营现金流	0.97	0.73	0.98	1.22	1.47
每股净资产	4.66	4.13	4.92	5.79	6.81
每股销售收入	2.64	2.75	3.33	3.88	4.44

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	44	46	37	31	27
PB	8.6	9.8	8.2	7.0	5.9
EV/EBITDA	31.9	31.1	26.1	22.2	18.9
股息率	1.0%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE