

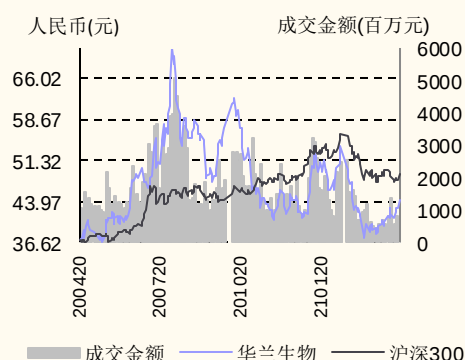
华兰生物 (002007.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.13 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	18.24
已上市流通 A 股(亿股)	15.73
总市值(亿元)	805.09
年内股价最高最低(元)	71.42/36.86
沪深 300 指数	5087
深证成指	14118



相关报告

- 1.《流感疫苗放量突出，血制品积极恢复-华兰生物公司点评》，2021.3.30
- 2.《流感疫苗高速放量，业绩稳健增长-华兰生物公司点评》，2021.3.11
- 3.《收入成功实现放量，销售费用扩张-华兰生物公司点评》，2020.11.1
- 4.《半年报经营稳健，流感即将放量-华兰生物公司点评》，2020.8.11
- 5.《拟分拆疫苗子公司，有利于整体价值确认-华兰生物公司点评》，2020.4.21

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

国际合作协议签订，赋能成长新动力

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,700	5,023	5,664	6,459	7,419
营业收入增长率	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%	14.86%
归母净利润(百万元)	1,283	1,613	2,055	2,482	2,977
归母净利润增长率	12.63%	25.69%	27.42%	20.74%	19.97%
摊薄每股收益(元)	0.915	0.884	1.127	1.360	1.632
每股经营性现金流净额	0.90	0.67	1.47	1.44	1.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.62%	21.43%	22.51%	22.43%	22.06%
P/E	38.43	47.77	39.17	32.44	27.04
P/B	7.54	10.24	8.82	7.28	5.97

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月19日，公司公告控股子公司华兰疫苗与俄罗斯“HUMAN VACCINE” (“HV 公司”) 签署了《产品技术转移和生产协议》，HV 公司向华兰疫苗转移 Sputnik-V 新冠疫苗 5L/200L 培养规模的生产技术，华兰疫苗在该技术基础上进行 2500L 培养规模的生产技术开发，生产技术开发成功后 HV 公司向华兰疫苗下达委托生产订单，订单数量不低于 1 亿剂 (5000 万人份)。

经营分析

- Sputnik-V 是俄罗斯第一款注册的新冠疫苗。**Sputnik-V 由俄罗斯加马列亚流行病与微生物学国家研究中心研发，于 2020 年 8 月 11 日获得俄罗斯批准注册。HV 公司是伽马勒研究所的合作伙伴，并获得伽马勒研究所 Sputnik-V 新冠疫苗 5L/200L 培养规模的生产技术转移及委托生产等事项的授权。
- Sputnik-V 临床数据表现优异。**Sputnik-V 基于人腺病毒载体平台开发，III 期临床试验采用随机双盲、安慰剂对照的设计思路，根据 2021 年 2 月 20 日的《柳叶刀》数据显示，Sputnik-V 新冠疫苗 III 期临床数据显示出良好的有效性和安全性，疫苗的有效性为 91.6%，94% 的不良事件为 1 级，5.66% 为 2 级，0.38% 为 3 级。
- 子公司通力合作，Sputnik-V 有望贡献较强业绩弹性。**目前，公司控股子公司华兰疫苗的相关生产车间尚在安装调试过程中，而公司参股子公司华兰基因现有生产车间具备相关研发和生产条件。华兰疫苗拟前期委托基因公司进行 5L/200L 培养规模的生产技术转移及和 2500L 培养规模的生产技术开发，并在华兰疫苗具备生产条件前委托 (授权) 基因公司生产。公司不同子公司的通力合作有望共同助力 Sputnik-V 新冠疫苗的顺利生产。

盈利调整与投资建议

- 公司作为国内血液制品和疫苗的龙头公司，后疫情时代有望受益于行业景气度的持续提升与估值的持续修复，暂不考虑 Sputnik-V 新冠疫苗委托生产带来的增量业绩，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 20.55、24.82、29.77 亿元，分别同比增长 27%、21%、20%。维持“买入”评级。

风险提示

- 产品技术转移和生产技术开发进度不达预期；委托生产订单下达进度不及预期；产能建设进度不达预期；新冠病毒变异风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,217	3,700	5,023	5,664	6,459	7,419
增长率		15.0%	35.8%	12.8%	14.0%	14.9%
主营业务成本	-1,127	-1,297	-1,371	-1,746	-2,003	-2,327
%销售收入	35.0%	35.0%	27.3%	30.8%	31.0%	31.4%
毛利	2,090	2,403	3,652	3,919	4,456	5,093
%销售收入	65.0%	65.0%	72.7%	69.2%	69.0%	68.6%
营业税金及附加	-28	-32	-37	-57	-58	-59
%销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%
销售费用	-538	-520	-1,076	-850	-937	-1,039
%销售收入	16.7%	14.1%	21.4%	15.0%	14.5%	14.0%
管理费用	-182	-218	-253	-283	-313	-349
%销售收入	5.7%	5.9%	5.0%	5.0%	4.9%	4.7%
研发费用	-146	-144	-213	-238	-265	-297
%销售收入	4.6%	3.9%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	1,196	1,490	2,073	2,491	2,883	3,349
%销售收入	37.2%	40.3%	41.3%	44.0%	44.6%	45.1%
财务费用	-1	-4	11	28	82	129
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.5%	-1.3%	-1.7%
资产减值损失	-7	56	76	-27	-20	-20
公允价值变动收益	0	32	26	0	0	0
投资收益	115	139	85	140	160	200
%税前利润	8.3%	8.6%	3.9%	5.3%	5.2%	5.5%
营业利润	1,391	1,615	2,151	2,633	3,105	3,658
营业利润率	43.3%	43.7%	42.8%	46.5%	48.1%	49.3%
营业外收支	-2	-5	-3	-10	-10	-10
税前利润	1,390	1,610	2,147	2,623	3,095	3,648
利润率	43.2%	43.5%	42.7%	46.3%	47.9%	49.2%
所得税	-180	-231	-303	-367	-433	-511
所得税率	13.0%	14.4%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,210	1,379	1,844	2,255	2,662	3,137
少数股东损益	70	95	231	200	180	160
归属于母公司的净利润	1,140	1,283	1,613	2,055	2,482	2,977
净利率	35.4%	34.7%	32.1%	36.3%	38.4%	40.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,210	1,379	1,844	2,255	2,662	3,137
少数股东损益	70	95	231	200	180	160
非现金支出	147	112	153	237	251	273
非经营收益	-129	-173	-182	65	-150	-190
营运资金变动	65	-60	-600	125	-130	-24
经营活动现金净流	1,293	1,257	1,216	2,683	2,633	3,196
资本开支	-183	-273	-621	-17	-240	-240
投资	-755	-697	-224	-10	-20	-30
其他	94	125	106	140	160	200
投资活动现金净流	-844	-845	-739	113	-100	-70
股权募资	54	50	5	94	0	0
债权募资	0	0	400	-417	0	0
其他	-275	-391	-631	-560	-547	-547
筹资活动现金净流	-221	-341	-226	-884	-547	-547
现金净流量	227	72	250	1,911	1,986	2,579

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	428	1,064	1,038	2,949	4,935	7,514
应收款项	1,091	1,131	2,271	1,358	1,444	1,542
存货	1,204	1,160	1,175	1,420	1,576	1,641
其他流动资产	2,059	2,331	3,028	3,021	3,026	3,033
流动资产	4,782	5,685	7,512	8,749	10,981	13,729
%总资产	73.7%	75.0%	74.8%	80.3%	83.5%	86.3%
长期投资	91	105	110	120	140	170
固定资产	1,249	1,337	1,769	1,764	1,738	1,691
%总资产	19.2%	17.6%	17.6%	16.2%	13.2%	10.6%
无形资产	219	239	243	264	288	312
非流动资产	1,711	1,898	2,527	2,148	2,166	2,173
%总资产	26.3%	25.0%	25.2%	19.7%	16.5%	13.7%
资产总计	6,493	7,583	10,039	10,896	13,147	15,902
短期借款	0	0	400	0	0	0
应付款项	634	608	1,299	865	978	1,117
其他流动负债	87	87	217	129	152	178
流动负债	720	694	1,917	994	1,130	1,296
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	22	0	0	0
负债	720	699	1,938	994	1,130	1,296
普通股股东权益	5,527	6,543	7,529	9,130	11,065	13,495
其中：股本	930	1,403	1,824	1,824	1,824	1,824
未分配利润	3,738	4,125	5,128	6,636	8,570	11,000
少数股东权益	245	341	572	772	952	1,112
负债股东权益合计	6,493	7,583	10,039	10,896	13,147	15,902

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.225	0.915	0.884	1.127	1.360	1.632
每股净资产	5.943	4.663	4.127	5.005	6.065	7.397
每股经营现金净流	1.390	0.896	0.666	1.470	1.443	1.752
每股股利	0.400	0.400	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	20.62%	19.62%	21.43%	22.51%	22.43%	22.06%
总资产收益率	17.55%	16.92%	16.07%	18.86%	18.88%	18.72%
投入资本收益率	18.03%	18.52%	20.94%	21.64%	20.63%	19.72%
增长率						
主营业务收入增长率	35.84%	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%	14.86%
EBIT增长率	33.35%	24.59%	39.13%	20.16%	15.73%	16.16%
净利润增长率	38.83%	12.63%	25.69%	27.42%	20.74%	19.97%
总资产增长率	24.40%	16.79%	32.38%	8.54%	20.65%	20.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.8	92.5	98.8	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	391.1	332.6	310.7	300.0	290.0	260.0
应付账款周转天数	21.6	18.3	20.8	18.0	18.0	18.0
固定资产周转天数	116.2	121.1	100.9	86.0	71.1	57.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.41%	-48.97%	-44.74%	-59.94%	-65.92%	-71.89%
EBIT利息保障倍数	2,153.9	393.3	-190.0	-88.5	-35.3	-26.0
资产负债率	11.10%	9.22%	19.31%	9.12%	8.59%	8.15%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	20	31	39	75
增持	0	9	13	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.31	1.30	1.29	1.00

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	2020-03-24	买入	43.75	N/A
2	2020-03-27	买入	48.00	N/A
3	2020-04-08	买入	51.20	N/A
4	2020-04-21	买入	48.71	N/A
5	2020-08-11	买入	60.71	N/A
6	2020-11-01	买入	51.20	N/A
7	2021-03-11	买入	37.34	N/A
8	2021-03-30	买入	40.13	N/A

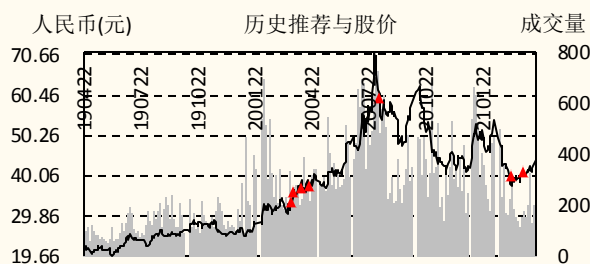
来源：国金证券研究所

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


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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402