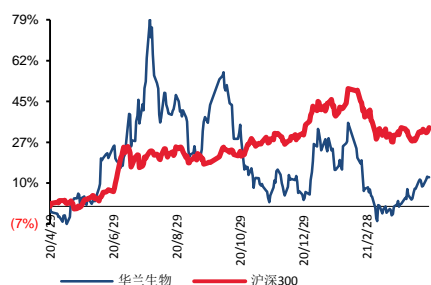


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

血制品业务有望实现稳定增长，国内 21 年四价流感需求有望持续旺盛

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,824/1,567 |
| 总市值/流通(百万元) | 81,677/70,174 |
| 12 个月最高/最低(元) | 71.42/36.86 |

相关研究报告:

华兰生物(002007)《预计 2021 年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长，四价流感疫苗需求有望持续旺盛》--2021/03/30

华兰生物(002007)《Q1 采浆量减少影响 Q3 血制品供应，四价流感收入确认超预期》--2020/11/01

华兰生物(002007)《业绩基本符合预期，景气度提升，毛利率如期提升，销售费用如期下降》--2020/08/10

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

事件：公司公布 2021 年 1 季度，1 季度实现营业收入 6.23 亿元（-7.99%），实现归母净利润 2.53 亿元（+2.23%），扣非归母净利润 2.16 亿元（-11.2%）。经营活动净额 2.73 亿元（+184.5%）。

表观利润好于扣非归母净利润，主要是本期政府补助的确认，以及投资收益确认。1 季度基本没有疫苗销售，所以都为血制品，毛利率 63.1%，同比增加 1.7pp，预计与血制品价格较之去年同期上涨有关。销售费用率 3.7%（同比下降 1.5pp），预计与血制品景气度提升有关，研发费用率 8.8%（同比增加 3.9pp）主要是来自疫苗研发投入增加。**1 季度收入增长情况好于批签发情况**，预计公司有部分存货作缓冲。根据中检院数据，2021 年 1-3 月华兰白蛋白批签发约 33 万支同比下降 47%，静丙批签发 11 万支同比下降 80%左右。预计 1-3 月批签发的下降，部分可归结于可投浆减少有关，部分与中检院批签发检查力量倾斜在新冠疫苗的检验有关。1 季度业绩情况好于批签发情况，预计公司有部分存货作缓冲。参考母公司报表（纯血制品业务）存货 5.53 亿元（2020 年 1 季度末为 4.61 亿元），2020 年底为 5.57 亿元。

预计公司 2021 年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长。从存货结构来看，公司 2020 年年底原材料 7.41 亿元(较之 2019 年年底增加 1.18 亿元)，在产品 3.34 亿元(减少 0.41 亿元)，库存商品 1.37 亿元(同比减少 0.07 亿元)。原材料按照 90%为血浆，吨浆成本 80 万，对应陈浆月份 8-9 个月左右。2020 年采浆受疫情影响，预计与 2019 年基本持平，根据目前华兰在手浆站情况，预计 2021 年公司采浆将实现 10%左右增长。虽然 1 季度中检院批签发数据不乐观。全年来看，陈浆+2021 年采浆量，预计华兰 2021 年血制品供给不成问题。**华兰疫苗与俄罗斯 HV 公司签署《产品技术转移和生产协议》，许可生产“Sputnik-V”新冠疫苗，预计供海外销售。**若许可产品 2500L 培养规模的生产技术开发成功，HV 公司将在其内部批准后向华兰疫苗下达许可产品委托生产订单，订单数量不低于 1 亿剂(5000 万人份)。公开信息显示，俄罗斯 Sputnik-V”新冠疫苗售价，一人份 170 元，5000 万人份产值 85 亿人民币。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。单抗生产线固定摊销成本为主，扣除可变成本，余下大部分为利润，预计对业绩增厚可观。如果 5L/200L 培养规模的生产技术转移及华兰疫苗

进行 2500L 培养规模的生产技术开发成功，公司也将打通腺病毒疫苗大规模生产，为公司以后自身腺病毒疫苗大规模生产打下基础。

国内 21 年四价流感需求有望持续旺盛。新冠疫情爆发，国内流感疫苗认知度有望提升，同时更多地区将流感疫苗纳入免疫规划或医保覆盖，渗透率有望持续提升。20 年华兰四价流感批签发 2062.4 万支，华兰生物 21 年流感新产能有望部分释放，供给进一步增加。

投资建议

预计 2021 年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长。全年来看，陈浆+2021 年采浆量，预计华兰 2021 年血制品供给不成问题，血制品业务有望实现稳定增长。新冠疫情有望提高民众预防意识有望继续加快流感疫苗渗透率提升，国内 2021 年四价流感需求有望持续旺盛，华兰生物 2021 年流感新产能有望部分释放，供给进一步增加。暂不考虑代工腺病毒疫苗的影响，我们预计公司 2021 年-2023 年净利 20.47/24.67/27.46 亿元，对应 EPS1.12/1.35/1.51 元，对应 2020-2022 年估值 38 倍、32 倍和 29 倍，继续维持“推荐”评级。

风险提示：采浆供应不及预期，四价流感需求不及预期，产能释放不及预期，价格波动风险，安全性生产风险。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2020A | 2021E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5023 | 6195 | 7123 | 7826 |
| (+/-%) | 35.76 | 23.33 | 14.98 | 9.87 |
| 净利润(百万元) | 1613 | 2047 | 2467 | 2746 |
| (+/-%) | 25.69 | 26.89 | 20.51 | 11.32 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.88 | 1.12 | 1.35 | 1.51 |
| 市盈率(PE) | 47.77 | 38.38 | 31.85 | 28.61 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 1064 | 1038 | 2847 | 4637 | 5960 |
| 应收和预付款项 | 1141 | 1793 | 1857 | 1978 | 2174 |
| 存货 | 1160 | 1175 | 1396 | 1532 | 1691 |
| 其他流动资产 | 2331 | 3028 | 3013 | 3016 | 3018 |
| 流动资产合计 | 5685 | 7002 | 9102 | 11153 | 12830 |
| 长期股权投资 | 105 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1225 | 1387 | 1540 | 1978 | 2811 |
| 在建工程 | 110 | 379 | 784 | 1391 | 2301 |
| 无形资产 | 202 | 195 | 189 | 182 | 176 |
| 长期待摊费用 | 23 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 其他非流动资产 | 112 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 资产总计 | 7583 | 9529 | 12174 | 15264 | 18678 |
| 短期借款 | 0 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| 应付和预收款项 | 79 | 163 | 89 | 98 | 108 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 50 | 100 | 150 |
| 其他长期负债 | 5 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 负债合计 | 699 | 1938 | 1809 | 2064 | 2322 |
| 股本 | 1403 | 1824 | 2246 | 2246 | 2246 |
| 资本公积 | 496 | 102 | 102 | 102 | 102 |
| 留存收益 | 4125 | 5128 | 6867 | 8964 | 11298 |
| 归母公司股东权益 | 6543 | 7529 | 9997 | 12463 | 15209 |
| 少数股东权益 | 245 | 341 | 572 | 878 | 1246 |
| 股东权益合计 | 6888 | 8100 | 10874 | 13710 | 16866 |
| 负债和股东权益 | 7583 | 10039 | 12684 | 15774 | 19187 |

| 现金流量表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2021E | 2022E |
| 经营性现金流 | 1363 | 1325 | 2018 | 3036 | 3479 |
| 投资性现金流 | -845 | -739 | -676 | -1290 | -2199 |
| 融资性现金流 | -341 | -226 | 467 | 44 | 42 |
| 现金增加额 | 177 | 360 | 1809 | 1791 | 1322 |

| 利润表(百万) | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 3700 | 5023 | 6195 | 7123 | 7826 |
| 营业成本 | 1297 | 1371 | 1534 | 1680 | 1854 |
| 营业税金及附加 | 32 | 37 | 49 | 56 | 61 |
| 销售费用 | 520 | 1076 | 1363 | 1581 | 1714 |
| 管理费用 | 218 | 253 | 322 | 328 | 344 |
| 财务费用 | 4 | -11 | 0 | -8 | -15 |
| 资产减值损失 | 49 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 139 | 85 | 100 | 100 | 100 |
| 公允价值变动 | 32 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1615 | 2151 | 2766 | 3318 | 3696 |
| 其他非经营损益 | -5 | -3 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 1610 | 2147 | 2768 | 3320 | 3698 |
| 所得税 | 231 | 303 | 415 | 485 | 542 |
| 净利润 | 1379 | 1844 | 2353 | 2835 | 3156 |
| 少数股东损益 | 95 | 231 | 306 | 369 | 410 |
| 归母股东净利润 | 1283 | 1613 | 2047 | 2467 | 2746 |

| 预测指标 | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 毛利率 | 64.95% | 72.70% | 75.23% | 76.42% | 76.31% |
| 销售净利率 | 37.27% | 36.71% | 37.98% | 39.80% | 40.33% |
| 销售收入增长率 | 15.02% | 35.76% | 23.32% | 14.99% | 9.86% |
| EBIT 增长率 | 24.59% | 39.13% | 28.46% | 20.45% | 11.55% |
| 净利润增长率 | 12.63% | 25.69% | 26.89% | 20.51% | 11.32% |
| ROE | 19.62% | 21.43% | 20.48% | 19.79% | 18.05% |
| ROA | 16.92% | 16.93% | 16.81% | 16.16% | 14.70% |
| ROIC | 36.32% | 39.78% | 41.22% | 41.59% | 36.06% |
| EPS (X) | 0.70 | 0.88 | 1.12 | 1.35 | 1.51 |
| PE (X) | 49.96 | 47.77 | 38.38 | 31.85 | 28.61 |
| PB (X) | 9.80 | 10.24 | 7.86 | 6.30 | 5.17 |
| PS (X) | 13.33 | 15.34 | 15.61 | 13.58 | 12.36 |
| EV/EBITDA (X) | 29.22 | 33.82 | 32.56 | 26.00 | 22.04 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。