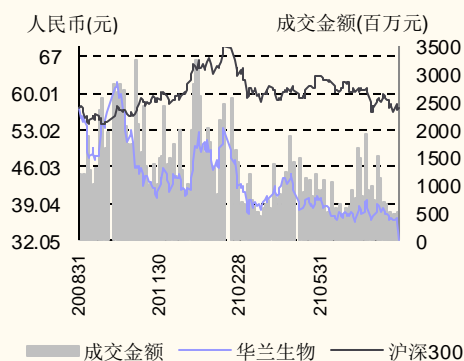


市场价格 (人民币): 32.05 元

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) | 584.71 |
| 年内股价最高最低(元) | 62.03/32.05 |
| 沪深 300 指数 | 4827 |
| 深证成指 | 14437 |



相关报告

- 1.《新冠疫苗获批临床, 主营业务放量在即-华兰生物事件点评》, 2021.7.28
- 2.《经营现金流良好, 静待各大业务放量-华兰生物公司点评》, 2021.4.30
- 3.《国际合作协议签订, 赋能成长新动力-华兰生物公司点评》, 2021.4.20
- 4.《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
- 5.《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

袁维

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

赵博宇

联系人
zhaoby@gjzq.com.cn

血制品和疫苗业务下半年有望改善和放量

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 | 1,973 | 2,430 | 2,951 |
| 归母净利润增长率 | 12.63% | 25.69% | 22.33% | 23.12% | 21.46% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.915 | 0.884 | 1.082 | 1.332 | 1.618 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.90 | 0.67 | 1.21 | 1.43 | 1.73 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 19.62% | 21.43% | 21.81% | 22.23% | 22.13% |
| P/E | 38.43 | 47.77 | 29.63 | 24.07 | 19.81 |
| P/B | 7.54 | 10.24 | 6.46 | 5.35 | 4.38 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月29日, 公司公布2021年度半年度报告, 2021 1H 公司实现营收 12.89 亿 (同比-7%), 实现归母净利润 4.57 亿元 (同比-10.6%), 实现扣非归母净利润 3.96 亿元 (同比-14.9%)。
- 分季度看, 2021Q2, 公司实现营收 6.65 亿元 (-6%), 实现归母净利润 1.99 亿元 (-22.7%), 实现扣非归母净利润 1.79 亿元 (-19%)。

经营分析

- 上半年公司血液制品毛利率整体稳定。销售费用率为 6.2%, 整体稳定 (去年上半年 6.2%), 管理费用率为 10.2%, 有所增加 (去年同期 7.9%), 研发费用 9.6% (上年同期 5.7%), 同样上行。考虑公司业务特别是疫苗业务扩张, 公司应收账款和存货均处于正常水平。
- 血制品业务预计下半年将持续恢复。分业务看, 血液制品实现收入 12.7 亿元 (-8.28%), 其中白蛋白 4.7 亿元 (+2%), 静注丙球 3.8 亿元 (-27%), 其他血液制品 4.16 亿元 (+3.65%)。2020 年疫情期间行业原料血浆采集受到一定影响, 考虑生产和批签发周期, 公司血液制品业务 2021 上半年成品供应出现一定压力, 预计下半年和 2022 年公司血液制品业务供应和业绩将持续恢复。2021 年上半年公司通过加强对单采血浆站的管理, 采浆量稳步提升, 9 家浆站的许可证到期均按时换发新的采浆许可证。
- 下半年流感疫苗有望快速贡献弹性。上半年公司疫苗业务收入 930 万元, 由于流感疫苗的销售季节性, 预计下半年将实现放量。根据控股子公司华兰疫苗招股书, 公司预计 1-9 月华兰疫苗将实现营业收入 14.4-15.5 亿元 (+30-40%), 实现净利润 5.20-5.62 亿元 (+25-35%)。根据深圳证券交易所创业板发行上市审核信息公开网站公告, 2021 年 8 月, 华兰疫苗顺利过会, 如未来顺利分拆上市, 公司主业结构更加清晰, 疫苗业务有望加速发展。

盈利调整与投资建议

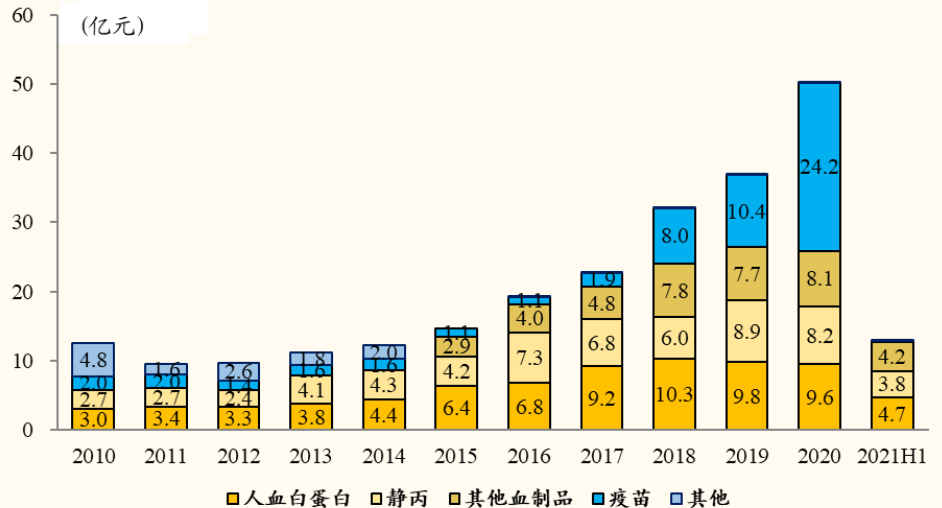
- 我们维持盈利预期, 预计公司 21-23 年实现归母净利润 19.73、24.30、29.51 亿元, 分别同比增长 22%、23%、22%。维持“买入”评级。

风险提示

- 研发进展不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 采浆恢复不达预期风险; 浆站拓展不及预期; 产品技术转移和生产技术开发进度不达预期等。

- **血制品业务预计下半年将持续恢复。**分业务看，血液制品实现收入 12.7 亿元 (-8.28%)，其中白蛋白 4.7 亿元 (+2%)，静注丙球 3.8 亿元 (-27%)，其他血液制品 4.16 亿元 (+3.65%)。2020 年疫情期间行业原料血浆采集受到一定影响，考虑生产和批签发周期，公司血液制品业务 2021 上半年成品供应出现一定压力，预计下半年和 2022 年公司血液制品业务供应和业绩将持续恢复。
- 2021 年上半年公司通过加强对单采血浆站的管理，增加宣传力度，采浆量稳步提升，长垣、都安、陆川、巫溪、文峰、彭水、桑柘、石柱及鱼池共 9 家浆站的许可证到期均按时换发新的采浆许可证。

图表 1: 公司历年收入结构变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **下半年流感疫苗有望快速贡献弹性。**上半年公司疫苗业务收入 930 万元，由于流感疫苗的销售季节性，预计下半年将实现放量。根据控股子公司华兰疫苗招股书，公司预计 1-9 月华兰疫苗将实现营业收入 14.4-15.5 亿元 (+30-40%)，实现净利润 5.20-5.62 亿元 (+25-35%)。根据深圳证券交易所创业板发行上市审核信息公开网站公告，2021 年 8 月，华兰疫苗顺利过会，如未来顺利分拆上市，公司主业结构更加清晰，疫苗业务有望加速发展。

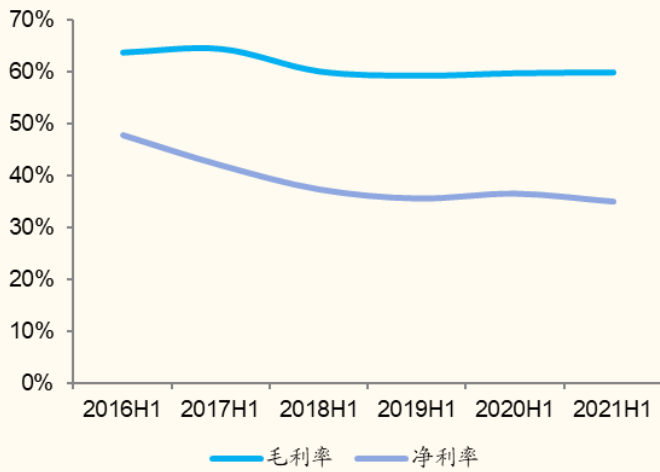
图表 2: 华兰疫苗 2021 年 1-9 月公司业绩预计

| 单位: 万元 | | | |
|------------------------|-----------------------|--------------|---------|
| 项目 | 2021 年 1-9 月 | 2020 年 1-9 月 | 变动幅度 |
| 营业收入 | 144,023.83-155,102.59 | 110,787.56 | 30%-40% |
| 净利润 | 51,993.74-56,153.24 | 41,594.99 | 25%-35% |
| 扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 | 49,972.62-53,938.70 | 39,660.81 | 26%-36% |

来源: 华兰疫苗招股书, 国金证券研究所

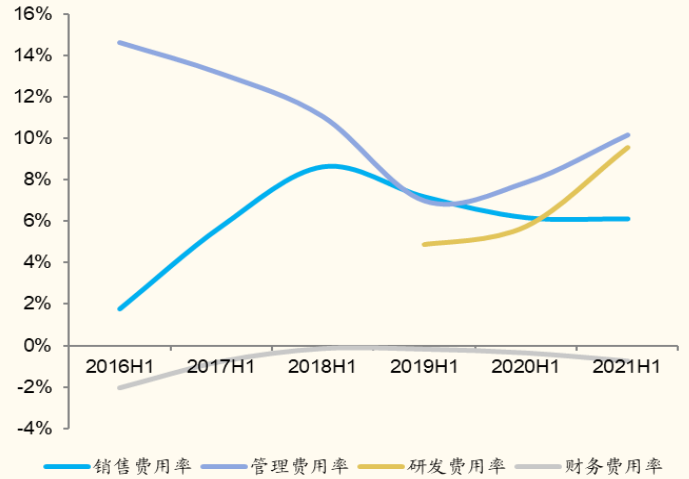
- **上半年公司血液制品毛利率整体稳定。**销售费用率为 6.2%，整体稳定 (Q2 销售费用有所上行 8.4%，Q1 为 3.7%，去年上半年 6.2%)，管理费用率为 10.2%，有所增加 (去年同期 7.9%)，研发费用 9.6% (上年同期 5.7%)，同样上行。考虑公司业务特别是疫苗业务扩张，公司应收账款和存货均处于正常水平。

图表 3: 2010-2021H1 公司利润率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 2010-2021H1 公司四项费用率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 主营业务收入 | 3,217 | 3,700 | 5,023 | 5,664 | 6,459 | 7,419 | 货币资金 | 428 | 1,064 | 1,038 | 3,080 | 4,140 | 6,475 |
| 增长率 | 15.0% | 35.8% | 12.8% | 14.0% | 14.9% | | 应收款项 | 1,091 | 1,131 | 2,271 | 1,851 | 1,939 | 2,035 |
| 主营业务成本 | -1,127 | -1,297 | -1,371 | -1,746 | -2,003 | -2,327 | 存货 | 1,204 | 1,160 | 1,175 | 1,420 | 1,576 | 1,641 |
| %销售收入 | 35.0% | 35.0% | 27.3% | 30.8% | 31.0% | 31.4% | 其他流动资产 | 2,059 | 2,331 | 3,028 | 3,021 | 3,026 | 3,033 |
| 毛利 | 2,090 | 2,403 | 3,652 | 3,919 | 4,456 | 5,093 | 流动资产 | 4,782 | 5,685 | 7,512 | 9,373 | 10,682 | 13,183 |
| %销售收入 | 65.0% | 65.0% | 72.7% | 69.2% | 69.0% | 68.6% | %总资产 | 73.7% | 75.0% | 74.8% | 80.7% | 81.7% | 83.7% |
| 营业税金及附加 | -28 | -32 | -37 | -57 | -58 | -59 | 长期投资 | 91 | 105 | 110 | 120 | 140 | 170 |
| %销售收入 | 0.9% | 0.9% | 0.7% | 1.0% | 0.9% | 0.8% | 固定资产 | 1,249 | 1,337 | 1,769 | 1,860 | 1,970 | 2,092 |
| 销售费用 | -538 | -520 | -1,076 | -878 | -937 | -1,039 | %总资产 | 19.2% | 17.6% | 17.6% | 16.0% | 15.1% | 13.3% |
| %销售收入 | 16.7% | 14.1% | 21.4% | 15.5% | 14.5% | 14.0% | 无形资产 | 219 | 239 | 243 | 264 | 288 | 312 |
| 管理费用 | -182 | -218 | -253 | -306 | -323 | -349 | 非流动资产 | 1,711 | 1,898 | 2,527 | 2,244 | 2,398 | 2,574 |
| %销售收入 | 5.7% | 5.9% | 5.0% | 5.4% | 5.0% | 4.7% | %总资产 | 26.3% | 25.0% | 25.2% | 19.3% | 18.3% | 16.3% |
| 研发费用 | -146 | -144 | -213 | -244 | -265 | -297 | 资产总计 | 6,493 | 7,583 | 10,039 | 11,617 | 13,080 | 15,758 |
| %销售收入 | 4.6% | 3.9% | 4.2% | 4.3% | 4.1% | 4.0% | 短期借款 | 0 | 0 | 400 | 724 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,196 | 1,490 | 2,073 | 2,435 | 2,873 | 3,349 | 应付款项 | 634 | 608 | 1,299 | 938 | 1,038 | 1,127 |
| %销售收入 | 37.2% | 40.3% | 41.3% | 43.0% | 44.5% | 45.1% | 其他流动负债 | 87 | 87 | 217 | 129 | 155 | 180 |
| 财务费用 | -1 | -4 | 11 | 6 | 51 | 110 | 流动负债 | 720 | 694 | 1,917 | 1,792 | 1,193 | 1,306 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.1% | -0.2% | -0.1% | -0.8% | -1.5% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -7 | 56 | 76 | -28 | -22 | -23 | 其他长期负债 | 0 | 5 | 22 | 5 | 5 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 32 | 26 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 720 | 699 | 1,938 | 1,797 | 1,198 | 1,311 |
| 投资收益 | 115 | 139 | 85 | 140 | 160 | 200 | 普通股股东权益 | 5,527 | 6,543 | 7,529 | 9,048 | 10,931 | 13,334 |
| %税前利润 | 8.3% | 8.6% | 3.9% | 5.5% | 5.2% | 5.5% | 其中：股本 | 930 | 1,403 | 1,824 | 1,824 | 1,824 | 1,824 |
| 营业利润 | 1,391 | 1,615 | 2,151 | 2,552 | 3,062 | 3,636 | 未分配利润 | 3,738 | 4,125 | 5,128 | 6,554 | 8,436 | 10,840 |
| 营业利润率 | 43.3% | 43.7% | 42.8% | 45.1% | 47.4% | 49.0% | 少数股东权益 | 245 | 341 | 572 | 772 | 952 | 1,112 |
| 营业外收支 | -2 | -5 | -3 | -10 | -10 | -10 | 负债股东权益合计 | 6,493 | 7,583 | 10,039 | 11,617 | 13,080 | 15,758 |
| 税前利润 | 1,390 | 1,610 | 2,147 | 2,542 | 3,052 | 3,626 | | | | | | | |
| 利润率 | 43.2% | 43.5% | 42.7% | 44.9% | 47.3% | 48.9% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -180 | -231 | -303 | -369 | -443 | -515 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税率 | 13.0% | 14.4% | 14.1% | 14.5% | 14.5% | 14.2% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 1,210 | 1,379 | 1,844 | 2,173 | 2,610 | 3,111 | 每股收益 | 1.225 | 0.915 | 0.884 | 1.082 | 1.332 | 1.618 |
| 少数股东损益 | 70 | 95 | 231 | 200 | 180 | 160 | 每股净资产 | 5.943 | 4.663 | 4.127 | 4.960 | 5.991 | 7.309 |
| 归属于母公司的净利润 | 1,140 | 1,283 | 1,613 | 1,973 | 2,430 | 2,951 | 每股经营现金净流 | 1.390 | 0.896 | 0.666 | 1.213 | 1.429 | 1.728 |
| 净利率 | 35.4% | 34.7% | 32.1% | 34.8% | 37.6% | 39.8% | 每股股利 | 0.400 | 0.400 | 0.300 | 0.300 | 0.300 | 0.300 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 20.62% | 19.62% | 21.43% | 21.81% | 22.23% | 22.13% |
| 净利润 | 1,210 | 1,379 | 1,844 | 2,173 | 2,610 | 3,111 | 总资产收益率 | 17.55% | 16.92% | 16.07% | 16.99% | 18.57% | 18.73% |
| 少数股东损益 | 70 | 95 | 231 | 200 | 180 | 160 | 投入资本收益率 | 18.03% | 18.52% | 20.94% | 19.73% | 20.67% | 19.88% |
| 非现金支出 | 147 | 112 | 153 | 242 | 268 | 307 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | -129 | -173 | -182 | 94 | -126 | -190 | 主营业务收入增长率 | 35.84% | 15.02% | 35.76% | 12.76% | 14.04% | 14.86% |
| 营运资金变动 | 65 | -60 | -600 | -297 | -145 | -76 | EBIT增长率 | 33.35% | 24.59% | 39.13% | 17.43% | 18.03% | 16.55% |
| 经营活动现金净流 | 1,293 | 1,257 | 1,216 | 2,212 | 2,606 | 3,152 | 净利润增长率 | 38.83% | 12.63% | 25.69% | 22.33% | 23.12% | 21.46% |
| 资本开支 | -183 | -273 | -621 | -117 | -390 | -440 | 总资产增长率 | 24.40% | 16.79% | 32.38% | 15.72% | 12.60% | 20.47% |
| 投资 | -755 | -697 | -224 | -10 | -20 | -30 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 94 | 125 | 106 | 140 | 160 | 200 | 应收账款周转天数 | 95.8 | 92.5 | 98.8 | 90.0 | 85.0 | 80.0 |
| 投资活动现金净流 | -844 | -845 | -739 | 13 | -250 | -270 | 存货周转天数 | 391.1 | 332.6 | 310.7 | 300.0 | 290.0 | 260.0 |
| 股权募资 | 54 | 50 | 5 | 94 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 21.6 | 18.3 | 20.8 | 20.0 | 19.0 | 18.0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 400 | 307 | -724 | 0 | 固定资产周转天数 | 116.2 | 121.1 | 100.9 | 89.0 | 78.6 | 69.5 |
| 其他 | -275 | -391 | -631 | -584 | -571 | -547 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -221 | -341 | -226 | -183 | -1,296 | -547 | 净负债/股东权益 | -7.41% | -48.97% | -44.74% | -54.39% | -59.97% | -65.49% |
| 现金净流量 | 227 | 72 | 250 | 2,042 | 1,061 | 2,335 | EBIT利息保障倍数 | 2,153.9 | 393.3 | -190.0 | -428.2 | -56.4 | -30.5 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 11.10% | 9.22% | 19.31% | 15.47% | 9.16% | 8.32% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 4 | 8 | 11 | 49 |
| 增持 | 0 | 2 | 5 | 8 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.33 | 1.38 | 1.42 | 1.00 |

来源：聚源数据

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。

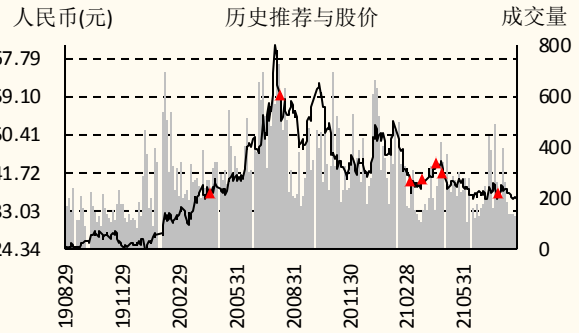
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2020-04-21 | 买入 | 48.71 | N/A |
| 2 | 2020-08-11 | 买入 | 60.71 | N/A |
| 3 | 2020-11-01 | 买入 | 51.20 | N/A |
| 4 | 2021-03-11 | 买入 | 37.34 | N/A |
| 5 | 2021-03-30 | 买入 | 40.13 | N/A |
| 6 | 2021-04-20 | 买入 | 44.13 | N/A |
| 7 | 2021-04-30 | 买入 | 43.06 | N/A |
| 8 | 2021-07-28 | 买入 | 35.89 | N/A |

来源：国金证券研究所



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