

证券研究报告—动态报告

医药保健

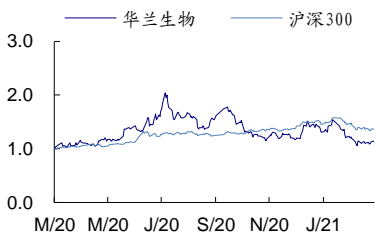
制药与生物

华兰生物(002007)
买入

2021 半年报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 01 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,824/1,571
总市值/流通(百万元)	53,691/46,224
上证综指/深圳成指	3,544/14,328
12 个月最高/最低(元)	65.00/28.74

相关研究报告:

《华兰生物-002007-2020 年报点评: 业绩符合预期, 疫苗快速增长》——2021-03-31
 《华兰生物-002007-2020 年业绩快报点评: 疫苗快速放量, 血制品业务企稳》——2021-03-12
 《华兰生物-002007-2020 年三季报点评: 疫苗高速增长, 血制品表现平淡》——2020-11-02
 《华兰生物-002007-2020 年半年报点评: 血制品平稳, 期待疫苗放量》——2020-08-11
 《华兰生物-002007-2020 年一季报点评: 业绩基本持平, 全年预期不改》——2020-04-08

证券分析师: 陈益凌

电话: 021-60933167
 E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002
联系人: 陈曦炳
 电话: 0755-81982939
 E-MAIL: chenxibing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩略低于预期, 长期逻辑不改
● 业绩略低于预期, 现金流良好

华兰生物上半年实现营收 12.89 亿元 (-7.06%), 归母净利润 4.57 亿元 (-10.64%), 经营性现金流净额 7.41 亿元 (+57.05%); Q2 单季度实现营收 6.65 亿元 (-6.2%), 归母净利润 2.04 亿元 (-22.7%)。由于去年疫情影响采浆量增长, 公司上半年业绩出现小幅下滑。

● 期待疫苗下半年快速放量

疫苗业务上半年实现营收 930 万元; 流感疫苗的销售集中在下半年, 公司产能充足, 已开始正常供货。中国流感疫苗的覆盖率仅为低个位数, 有很大提升空间, 流感疫苗市场广阔, 公司将继续主导市场。流感疫苗的价格维持稳定, 政府采购有利于渗透率的快速提升。

● 血制品板块维持稳健

血制品业务上半年实现营收 12.72 亿元 (-8.28%), 其中白蛋白、静丙和其他血制品分别销售 4.73 (+2.72%)、3.83 (-27.04%)、4.16 (+3.65%) 亿元; 受到去年疫情期间高基数的影响, 静丙销售同比出现下滑, 预计后续将恢复增长。我们估计公司采浆量在十四五期间将维持稳健的增长, 血制品业务将持续贡献稳定的现金流。

● 加大研发投入, 打造“血制品+疫苗+单抗”三驾马车

上半年公司研发费用增长至 1.23 亿元 (+54.87%), 研发费用率 9.6% (+3.8pp)。四价流感疫苗(儿童)已申报上市并进入优先审评名单, 冻干狂犬苗接受了生产现场检查; 阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗正在进行 3 期临床, 研发顺利推进。公司在生物制药领域不断拓展, 逐步打造“血制品+疫苗+单抗”三驾马车。

● 风险提示: 采浆不及预期、销售不及预期、流感疫苗价格下滑
● 投资建议: 长期逻辑不改, 维持“买入”评级

公司是血制品和流感疫苗的双龙头, 采浆逐渐恢复增长, 流感疫苗有望持续放量。我们维持盈利预测, 预计 2021~23 年净利润为 19.15/23.15/27.12 亿元, 同比增长 18.7%/20.9%/17.1%, 对应当前股价 PE 为 28.0/23.2/19.8x, 维持“买入”评级。

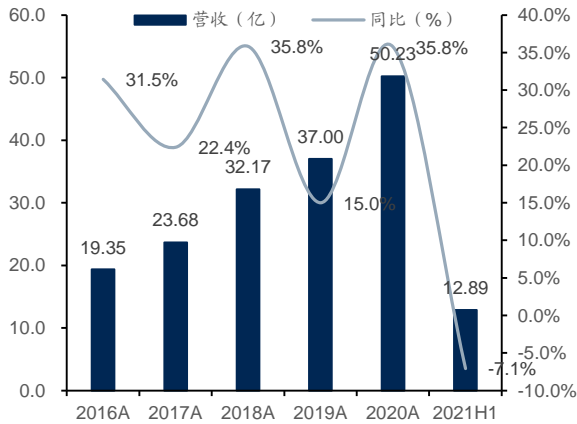
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,023	6,300	7,680	8,989
(+/-)%	35.8%	25.4%	21.9%	17.0%
净利润(百万元)	1613	1915	2315	2712
(+/-)%	25.7%	18.7%	20.9%	17.1%
摊薄每股收益(元)	0.88	1.05	1.27	1.49
EBIT Margin	45.5%	37.8%	37.3%	36.9%
净资产收益率(ROE)	21.4%	21.6%	22.1%	21.9%
市盈率(PE)	33.3	28.0	23.2	19.8
EV/EBITDA	22.5	21.9	18.2	15.9
市净率(PB)	7.1	6.1	5.1	4.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

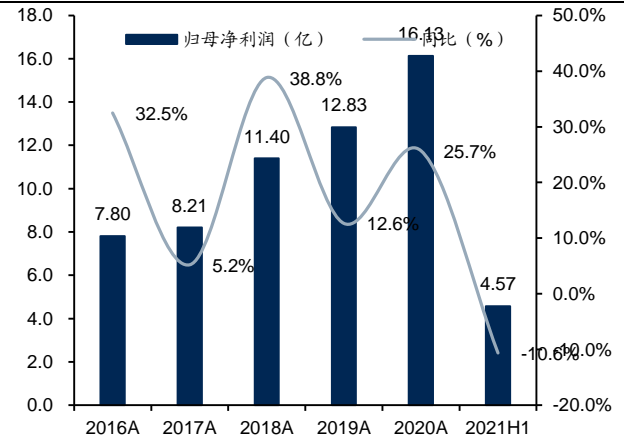
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：华兰生物营收（亿元）



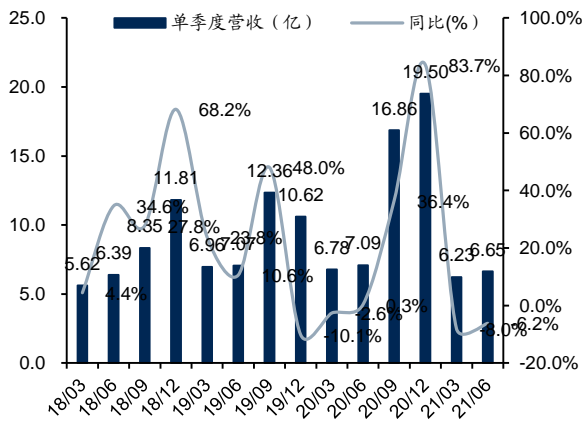
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：华兰生物归母净利润（亿元）



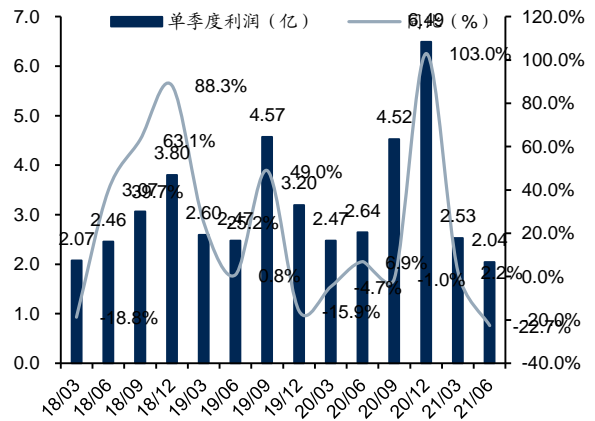
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：华兰生物单季度营收（亿元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：华兰生物单季度归母净利润（亿元）



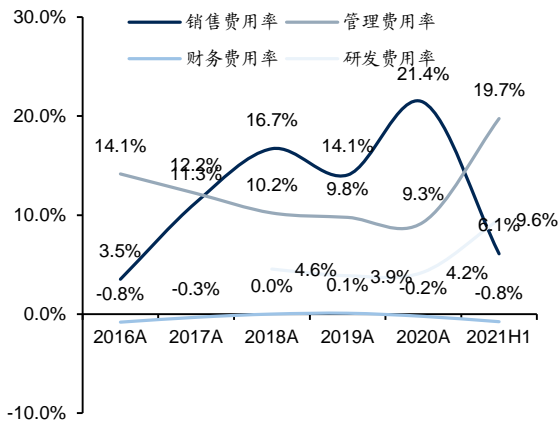
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：华兰生物主要产品销售

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
血液制品 (百万)	724	960	1071	1354	1815	2078	2408	2644	2591	1272
yoy	-2.9%	32.6%	11.6%	26.4%	34.0%	14.5%	15.9%	9.8%	-2.0%	-8.3%
白蛋白 (百万)	333	377	435	640	682	920	1,025	979	957	473
yoy	-0.9%	13.2%	15.5%	46.9%	6.5%	35.0%	11.4%	-4.6%	-2.2%	2.7%
静丙 (百万)	239	408	431	422	731	677	604	891	824	383
yoy	-10.4%	70.9%	5.7%	-2.2%	73.3%	-7.4%	-10.8%	47.5%	-7.5%	-27.0%
其他血液制品 (百万)	152	175	204	292	402	481	779	774	810	416
yoy	6.3%	15.0%	16.8%	43.3%	37.6%	19.6%	61.9%	-0.6%	4.6%	3.7%
疫苗制品 (百万)	248	156	160	111	109	281	798	1043	2421	9
yoy	15.0%	-37.1%	2.7%	-30.5%	-2.0%	157.8%	183.9%	30.8%	132.1%	NA

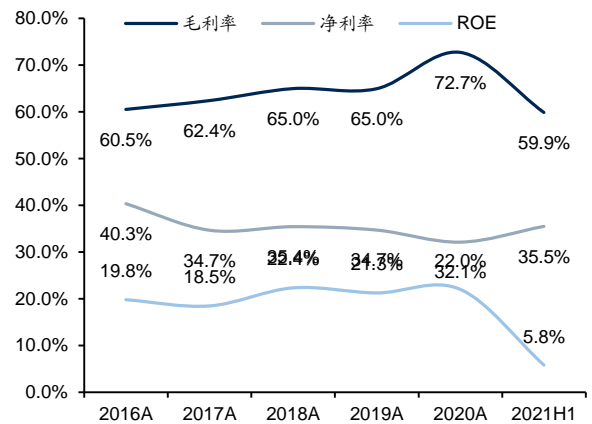
资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

图 5: 华兰生物费用率



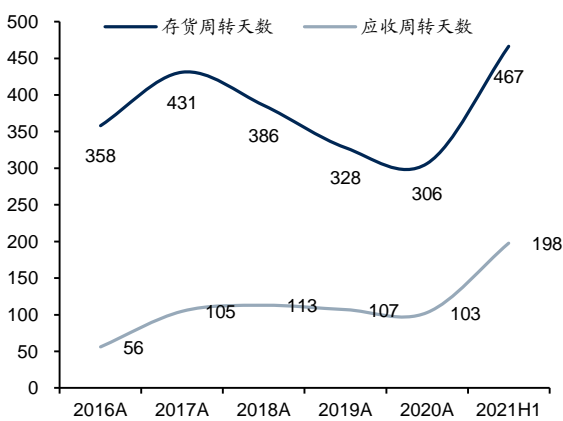
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 华兰生物毛利率、净利率、ROE



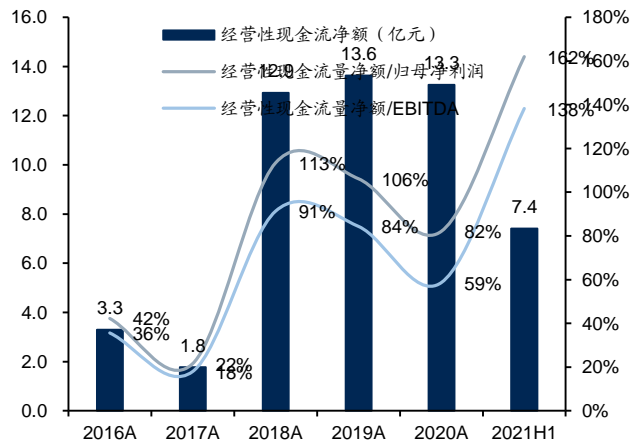
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 华兰生物主要流动资产周转天数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 华兰生物经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210831	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600161	天坛生物	31.02	426	0.47	0.55	0.70	0.89	66.7	56.9	44.4	34.9	14.8%	2.4	买入
002007	华兰生物	29.43	537	0.88	1.05	1.27	1.48	33.3	28.1	23.3	19.9	21.0%	1.5	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理、预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1038	2079	3176	4780	营业收入	5023	6300	7680	8989
应收款项	1761	1988	2424	2837	营业成本	1371	1607	1920	2202
存货净额	1175	1276	1374	1420	营业税金及附加	37	46	60	67
其他流动资产	552	692	844	987	销售费用	1076	1638	2112	2562
流动资产合计	7512	9022	10802	13010	管理费用	253	625	722	844
固定资产	1766	2012	2245	2453	财务费用	(11)	(19)	(48)	(88)
无形资产及其他	195	187	180	172	投资收益	85	80	110	150
投资性房地产	455	455	455	455	资产减值及公允价值变动	60	23	38	39
长期股权投资	110	107	107	107	其他收入	(291)	0	0	0
资产总计	10039	11784	13789	16197	营业利润	2151	2506	3062	3591
短期借款及交易性金融负债	400	500	300	200	营业外净收支	(3)	2	6	8
应付款项	163	125	149	171	利润总额	2147	2508	3068	3599
其他流动负债	1354	1545	1901	2246	所得税费用	303	376	460	540
流动负债合计	1917	2170	2350	2617	少数股东损益	231	217	293	347
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1613	1915	2315	2712
其他长期负债	22	22	22	22					
长期负债合计	22	22	22	22					
负债合计	1938	2191	2371	2638					
少数股东权益	572	724	928	1171					
股东权益	7529	8869	10489	12387					
负债和股东权益总计	10039	11784	13789	16197					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1613	1915	2315	2712
资产减值准备	(22)	13	5	5
折旧摊销	182	172	208	234
公允价值变动损失	(60)	(23)	(38)	(39)
财务费用	(11)	(19)	(48)	(88)
营运资本变动	(555)	(303)	(299)	(231)
其它	171	139	199	238
经营活动现金流	1330	1913	2391	2918
资本开支	(644)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	(679)	0	0	0
投资活动现金流	(1328)	(397)	(400)	(400)
权益性融资	5	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(572)	(575)	(695)	(814)
其它融资现金流	1111	100	(200)	(100)
融资活动现金流	(27)	(475)	(895)	(914)
现金净变动	(25)	1041	1096	1604
货币资金的期初余额	1064	1038	2079	3176
货币资金的期末余额	1038	2079	3176	4780
企业自由现金流	946	1495	1945	2419
权益自由现金流	2057	1611	1786	2394

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.88	1.05	1.27	1.49
每股红利	0.31	0.31	0.38	0.45
每股净资产	4.13	4.86	5.75	6.79
ROIC	40%	38%	44%	47%
ROE	21%	22%	22%	22%
毛利率	73%	75%	75%	76%
EBIT Margin	46%	38%	37%	37%
EBITDA Margin	49%	41%	40%	39%
收入增长	36%	25%	22%	17%
净利润增长率	26%	19%	21%	17%
资产负债率	25%	25%	24%	24%
息率	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%
P/E	33.3	28.0	23.2	19.8
P/B	7.1	6.1	5.1	4.3
EV/EBITDA	22.5	21.9	18.2	15.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032