

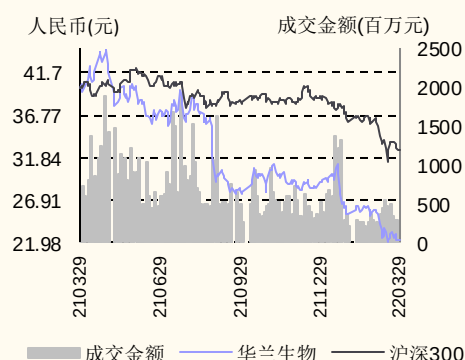
华兰生物 (002007.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.23 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	18.24
已上市流通 A 股(亿股)	15.74
总市值(亿元)	405.56
年内股价最高最低(元)	44.51/21.98
沪深 300 指数	4134
深证成指	11895

**相关报告**

- 1.《华兰疫苗获得上市批复,综合竞争力持续提升-华兰生物事件点评》, 2022.1.14
- 2.《业绩增长靓丽,血制品疫苗双轮驱动-华兰生物三季报点评》, 2021.10.30
- 3.《血制品和疫苗业务下半年有望改善和放量-华兰生物中报点评》, 2021.8.30
- 4.《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
- 5.《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

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

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,023	4,436	6,164	7,459	8,849
营业收入增长率	35.76%	-11.69%	38.95%	21.01%	18.63%
归母净利润(百万元)	1,613	1,299	1,990	2,542	3,095
归母净利润增长率	25.69%	-19.48%	53.20%	27.74%	21.77%
摊薄每股收益(元)	0.884	0.712	1.091	1.393	1.697
每股经营性现金流净额	0.68	0.71	1.55	1.57	1.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.43%	15.58%	19.89%	20.87%	20.76%
P/E	47.77	40.93	20.38	15.96	13.10
P/B	10.24	6.38	4.05	3.33	2.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月29日,公司公布2021年年报,2021年实现营收44.36亿元(-11.69%),归母净利润12.99亿元(-19.48%),扣非归母净利润12.01亿元(-18.71%)。业绩低于预期。

经营分析

- **流感疫苗短期有所承压,看好中长期产业发展趋势。**公司21年疫苗业务实现收入18.30亿元,同比下降24.59%。主要因下半年流感销售季节受到新冠疫苗加强针接种及12岁以下儿童补种新冠疫苗等因素影响,市场销售工作受到较大影响。中长期看,我国流感疫苗渗透率低,远低于发达国家平均水平,疫情后民众对于呼吸道疾病的健康意识提高,行业渗透率持续提升空间仍较大。
- **血液制品业务基本稳定,采浆量稳步有所增长。**2021年,公司血液制品业务实现收入25.98亿元,同比增长0.25%。分产品看,人血白蛋白实现收入10.11亿元(+5.7%),静注丙球实现收入7.09亿元(-14%),其他血液制品实现收入8.78亿元(+8%),2021年公司实现采浆量1000吨以上,较去年同期有所增长,公司血浆综合利用率居于行业前列,血液制品业务成长稳健。
- **四价流感疫苗儿童剂型获批上市,成长动力持续夯实。**2月份,公司四价流感病毒裂解疫苗用于6个月至3岁的人群获得NMPA批准,成为国内首家取得四价流感疫苗(儿童剂型)的获批企业,进一步扩大了四价流感疫苗的覆盖人群。此外,公司冻干人用狂犬病疫苗(vero细胞)与吸附破伤风疫苗也已完成现场检查,处于待获批注册的阶段,疫苗产品管线持续丰富。

盈利调整与投资建议

- 我们维持2022-2023年盈利预期,预计公司分别实现归母净利润19.9(+53%)、25.42(+28%)亿元,考虑到公司疫苗产品线不断丰富,预计2024年实现归母净利润30.95亿元(+22%)。
- 2022-2024年公司对应EPS分别为1.09、1.39、1.70元,对应当前PE分别为20、16、13倍。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;疫情反复影响采浆及疫苗接种风险;浆站拓展不及预期等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,700	5,023	4,436	6,164	7,459	8,849
增长率		35.8%	-11.7%	39.0%	21.0%	18.6%
主营业务成本	-1,297	-1,371	-1,387	-2,032	-2,454	-2,903
%销售收入	35.0%	27.3%	31.3%	33.0%	32.9%	32.8%
毛利	2,403	3,652	3,049	4,133	5,005	5,947
%销售收入	65.0%	72.7%	68.7%	67.0%	67.1%	67.2%
营业税金及附加	-32	-37	-36	-62	-67	-71
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%
销售费用	-520	-1,076	-775	-986	-1,216	-1,469
%销售收入	14.1%	21.4%	17.5%	16.0%	16.3%	16.6%
管理费用	-218	-253	-254	-333	-388	-442
%销售收入	5.9%	5.0%	5.7%	5.4%	5.2%	5.0%
研发费用	-144	-213	-254	-265	-306	-363
%销售收入	3.9%	4.2%	5.7%	4.3%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	1,490	2,073	1,731	2,487	3,029	3,602
%销售收入	40.3%	41.3%	39.0%	40.3%	40.6%	40.7%
财务费用	-4	11	-10	-5	65	116
%销售收入	0.1%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.9%	-1.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	32	26	27	20	20	20
投资收益	139	85	73	70	80	80
%税前利润	8.6%	3.9%	4.3%	2.7%	2.5%	2.1%
营业利润	1,615	2,151	1,696	2,571	3,193	3,817
营业利润率	43.7%	42.8%	38.2%	41.7%	42.8%	43.1%
营业外收支	-5	-3	-8	-10	-10	-10
税前利润	1,610	2,147	1,688	2,561	3,183	3,807
利润率	43.5%	42.7%	38.1%	41.5%	42.7%	43.0%
所得税	-231	-303	-234	-371	-462	-552
所得税率	14.4%	14.1%	13.9%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	1,379	1,844	1,454	2,190	2,722	3,255
少数股东损益	95	231	155	200	180	160
归属于母公司的净利润	1,283	1,613	1,299	1,990	2,542	3,095
净利率	34.7%	32.1%	29.3%	32.3%	34.1%	35.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,379	1,844	1,454	2,190	2,722	3,255
少数股东损益	95	231	155	200	180	160
非现金支出	161	187	206	343	399	455
非经营收益	-173	-182	-85	171	-52	-62
营运资金变动	-60	-600	-288	125	-204	-395
经营活动现金净流	1,307	1,249	1,287	2,828	2,865	3,253
资本开支	-273	-621	-810	1,257	-590	-640
投资	-697	-224	-1,075	10	0	-10
其他	125	106	127	70	80	80
投资活动现金净流	-845	-739	-1,759	1,337	-510	-570
股权募资	50	5	0	41	0	0
债权募资	0	400	600	-402	-187	-115
其他	-391	-631	-564	-420	-403	-393
筹资活动现金净流	-341	-226	36	-781	-590	-507
现金净流量	121	284	-436	3,384	1,765	2,175

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,064	1,038	693	4,077	5,842	8,017
应收款项	1,131	2,271	2,101	2,076	2,307	2,737
存货	1,160	1,175	1,359	1,726	2,084	2,465
其他流动资产	2,331	3,028	2,698	2,710	2,720	2,732
流动资产	5,685	7,512	6,851	10,588	12,954	15,951
%总资产	75.0%	74.8%	59.4%	78.6%	80.8%	82.9%
长期投资	105	110	96	106	126	156
固定资产	1,337	1,769	2,338	2,501	2,658	2,810
%总资产	17.6%	17.6%	20.3%	18.6%	16.6%	14.6%
无形资产	239	243	261	278	301	325
非流动资产	1,898	2,527	4,686	2,885	3,086	3,291
%总资产	25.0%	25.2%	40.6%	21.4%	19.2%	17.1%
资产总计	7,583	10,039	11,537	13,473	16,040	19,242
短期借款	0	400	811	467	280	165
应付款项	608	1,299	1,311	1,647	1,987	2,357
其他流动负债	87	217	93	235	292	349
流动负债	694	1,917	2,215	2,349	2,559	2,870
长期贷款	0	0	190	190	190	190
其他长期负债	5	22	68	5	5	5
负债	699	1,938	2,473	2,544	2,754	3,065
普通股股东权益	6,543	7,529	8,337	10,003	12,180	14,910
其中：股本	1,403	1,824	1,824	1,824	1,824	1,824
未分配利润	4,125	5,128	5,769	7,394	9,571	12,302
少数股东权益	341	572	727	927	1,107	1,267
负债股东权益合计	7,583	10,039	11,537	13,473	16,040	19,242

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.915	0.884	0.712	1.091	1.393	1.697
每股净资产	4.663	4.127	4.570	5.483	6.676	8.173
每股经营现金净流	0.931	0.685	0.706	1.550	1.570	1.783
每股股利	0.400	0.400	0.300	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	19.62%	21.43%	15.58%	19.89%	20.87%	20.76%
总资产收益率	16.92%	16.07%	11.26%	14.77%	15.85%	16.09%
投入资本收益率	18.52%	20.94%	14.80%	18.34%	18.82%	18.62%
增长率						
主营业务收入增长率	15.02%	35.76%	-11.69%	38.95%	21.01%	18.63%
EBIT增长率	24.59%	39.13%	-16.52%	43.67%	21.79%	18.92%
净利润增长率	12.63%	25.69%	-19.48%	53.20%	27.74%	21.77%
总资产增长率	16.79%	32.38%	14.93%	16.78%	19.05%	19.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.5	98.8	147.4	100.0	90.0	90.0
存货周转天数	332.6	310.7	333.4	310.0	310.0	310.0
应付账款周转天数	18.3	20.8	40.6	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	121.1	100.9	181.4	134.3	111.3	91.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.97%	-44.74%	-25.93%	-55.62%	-60.45%	-63.80%
EBIT利息保障倍数	393.3	-190.0	176.5	456.6	-46.6	-31.1
资产负债率	9.22%	19.31%	21.44%	18.88%	17.17%	15.93%

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	1	5	8	14	33
增持	0	2	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.38	1.33	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	2021-03-11	买入	37.34	N/A
2	2021-03-30	买入	40.13	N/A
3	2021-04-20	买入	44.13	N/A
4	2021-04-30	买入	43.06	N/A
5	2021-07-28	买入	35.89	N/A
6	2021-08-30	买入	32.05	N/A
7	2021-10-30	买入	29.70	N/A
8	2022-01-14	买入	29.16	N/A

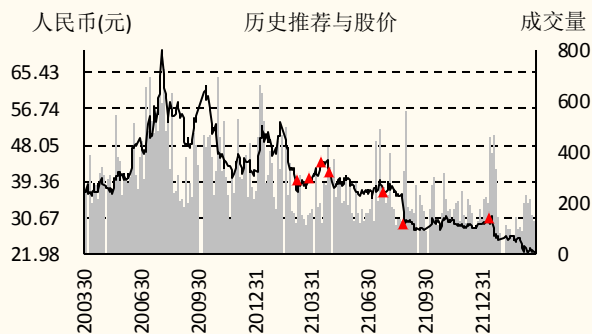
来源：国金证券研究所

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