

华兰生物 (002007.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

血制品和疫苗业务有望迎来双重反转

投资逻辑：

血制品、疫苗双轮驱动，疫情负面影响逐渐消退。公司是一家从事血液制品、疫苗、基因工程产品研发、生产和销售的国家高新技术企业。1998年，公司首家通过了血液制品行业的GMP认证；2008年，流感病毒裂解疫苗获国家批准文号；2013年，公司参股设立华兰基因工程有限公司，进军单抗领域，主要开展创新药和生物类似药的研发、生产。

采浆量受疫情影响逐渐消退，浆站数量稳步提升。国家对血液制品行业实施严格的监管制度，准入门槛较高。2022年公司累计获批7家新浆站，预计23年上半年起陆续实现采浆。获批新浆站均位于河南地区，所在地具有人口密度大且交通便利等优势，单站满产有望达70吨以上，23年总采浆量有望突破1300吨。受新冠疫情影响，院端对血制品的认知程度提升较大，未来有望维持高需求态势。

新冠封控使流感疫情得到缓解，流感疫苗批签发量逐年上升。2021年，中国流行性感冒发病数为66.8万例，较上年减少了47.7万例，同比下降42%。公司重磅产品四价流感疫苗市占率领先，新冠疫情对疫苗接种影响较大，未来随着疫情防控进入新阶段，接种点工作陆续恢复正常，二类苗接种逐步复苏。目前国内流感疫苗接种率较低，后续随着市场教育程度的进一步提升，疫苗接种率有望贡献新的业绩增量。

盈利预测与投资建议

预计公司2022-2024年营业收入分别为45、53和62亿元，增速分别为2%、17%和18%；预计2022-2024年归母净利润分别为11、15和18亿元，增速分别为-13%、28%和24%。我们选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值。公司属生物制品板块，我们选择类似属性的博雅生物、卫光生物、天坛生物和康泰生物作为可比公司，给予2023年34倍PE，目标价27.20元，并给予公司“买入”评级。

风险提示

公司浆站建设进度低于预期风险；行业政策风险；血液制品安全性潜在风险；竞争加剧风险

医疗组

分析师：袁维（执业S1130518080002）

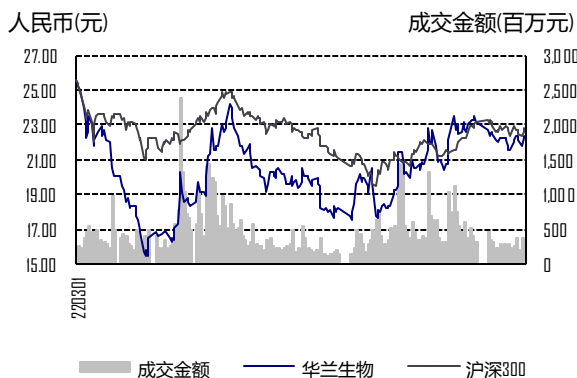
yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：22.33元

目标价（人民币）：27.20元

相关报告：

- 1.《河南省再获批3家新浆站-华兰生物事件点评》，2022.12.28
- 2.《疫苗公司发布激励方案，彰显快速发展信心-华兰生物事件点评》，2022.10.10
- 3.《流感疫苗释放弹性，上半年业绩快速增长-华兰生物中报点评》，2022.8.23



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	4,517	5,277	6,202
营业收入增长率	35.76%	-11.69%	1.82%	16.83%	17.53%
归母净利润(百万元)	1,613	1,299	1,137	1,456	1,800
归母净利润增长率	25.69%	-19.48%	-12.49%	28.09%	23.63%
摊薄每股收益(元)	0.884	0.712	0.623	0.798	0.987
每股经营性现金流净额	0.73	0.78	-0.21	1.05	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.43%	15.58%	9.27%	11.09%	12.66%
P/E	47.77	40.93	36.02	27.91	22.56
P/B	10.24	6.38	3.37	3.14	2.90

来源：公司年报、国金证券研究所

目录

血制品+疫苗双轮驱动，疫情负面影响逐渐消退.....	4
公司产品管线丰富.....	4
业绩承压谷底已过，新浆站获批利好长期发展.....	4
血制品景气度回升，公司作为龙头率先受益.....	5
采浆量：疫情负面影响逐渐消退，浆站数量稳步提升.....	5
白蛋白：恢复性增长明显，行业景气度不断改善.....	7
静丙：疫情加速市场教育推进，终端需求有望持续提升.....	8
流感疫苗渗透率低，四价疫苗市场广阔.....	9
流感病毒具有多种亚型且抗原极易突变.....	9
新冠封控使流感疫情得到缓解，流感疫苗批签发量逐年上升.....	9
盈利预测与投资建议.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 公司产品管线丰富.....	4
图表 2： 2018 至 1-3Q2022 公司营收（百万元）及增速.....	5
图表 3： 2018 至 1-3Q 2022 归母净利润（百万元）及增速.....	5
图表 4： 2018 年至 1-3Q2022 公司毛利率及净利率（%）.....	5
图表 5： 2018 年至 1-3Q2022 公司期间费用率（%）.....	5
图表 6： 我国采浆量情况（吨）.....	6
图表 7： 我国历年单采血浆站的数量（个）.....	6
图表 8： 血制品相关政策.....	6
图表 9： 中国和美国人均采浆量（ml，疫情前：2019 年）.....	7
图表 10： 血浆采集方式对比.....	7
图表 11： 白蛋白批签发数据（万瓶）.....	7
图表 12： 白蛋白样本医院销售额（亿元）.....	7
图表 13： 2020 年人血白蛋白批签发支数竞争格局.....	8
图表 14： 静丙批签发数据（万瓶）.....	8
图表 15： 静丙样本医院销售情况（亿元）.....	8
图表 16： 2020 年静丙批签发支数竞争格局.....	9
图表 17： 流感病毒具有多种亚型.....	9
图表 18： 中国流感病例数（万人，左）及占法定传染病人比例（%，右）.....	10
图表 19： 2014-2020 年流感疫苗签发量（万支）及增速（%）.....	10

图表 20: 国内已上市流感疫苗汇总	11
图表 21: 2020 年流感疫苗批签发支数竞争格局	11
图表 22: 公司主营业务盈利预测	12
图表 23: 主要费用率预测	12
图表 24: 可比公司估值比较 (市盈率法, 数据截至 2023.03.01 收盘)	13

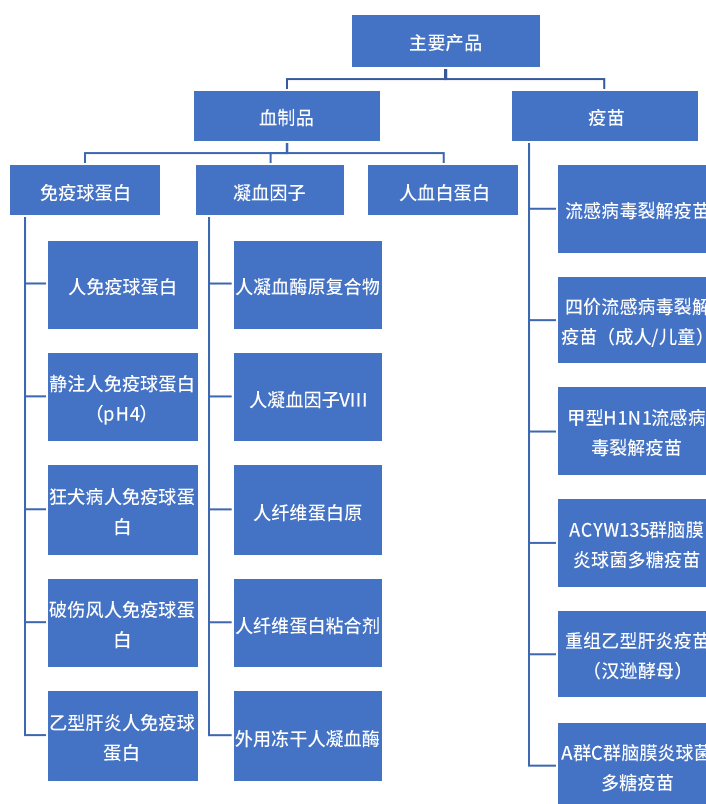
血制品+疫苗双轮驱动，疫情负面影响逐渐消退

公司产品管线丰富

公司成立于 1992 年，是一家从事血液制品、疫苗、基因工程产品研发、生产和销售的国家高新技术企业。公司业务包括血液制品、疫苗制品、创新药和生物类似药研发、生产三类业务，其中血液制品有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原、狂犬病人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白等 11 个品种（34 个规格），是我国血液制品行业中血浆综合利用率较高、品种较多、规格较全的企业之一。

公司控股子公司华兰生物疫苗股份有限公司从事疫苗的研发、生产和销售，目前已上市的疫苗产品有流感病毒裂解疫苗、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗（儿童剂型）、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）。

图表1：公司产品管线丰富

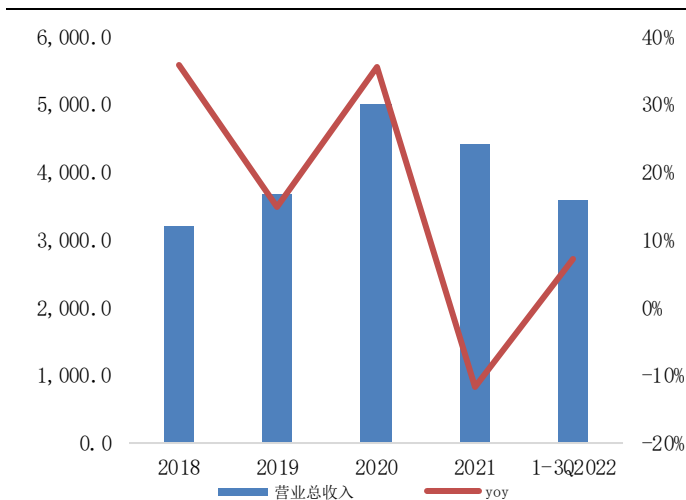


来源：公司公告，国金证券研究所

业绩承压谷底已过，新浆站获批利好长期发展

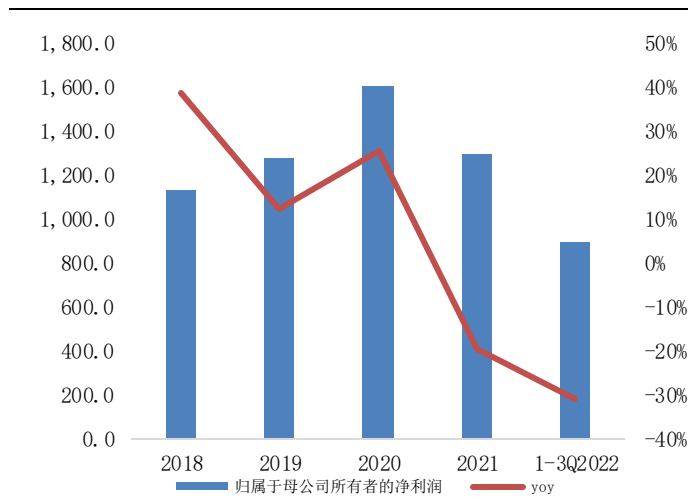
2018-2020 年，公司营收和归母净利润呈现逐年增长态势，受疫情影响，2021 年下降较为明显。1-3Q2022 实现营收 36.0 亿元，同比增长 7.2%，主要为二季度我国南方流感疫情带动流感疫苗需求爆发，公司疫苗发货提前所致；实现归母净利润 9.0 亿元，同比减少 30.7%，主要为采浆、产品运输等综合成本上升，同时疫苗推广投入增加，及血制品业务费用结算延迟所致。公司现有 25 个浆站在采，2022 年公司在河南省累计获批 7 个新浆站，目前正积极投入浆站建设工作，部分浆站有望于 2023 年上半年前实现采浆，为公司注入新的浆量增长动力。

图表2: 2018至1-3Q2022 公司营收(百万元)及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

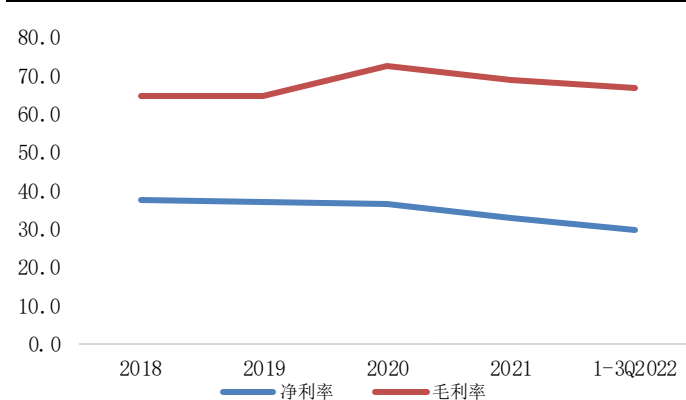
图表3: 2018至1-3Q 2022 归母净利润(百万元)及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

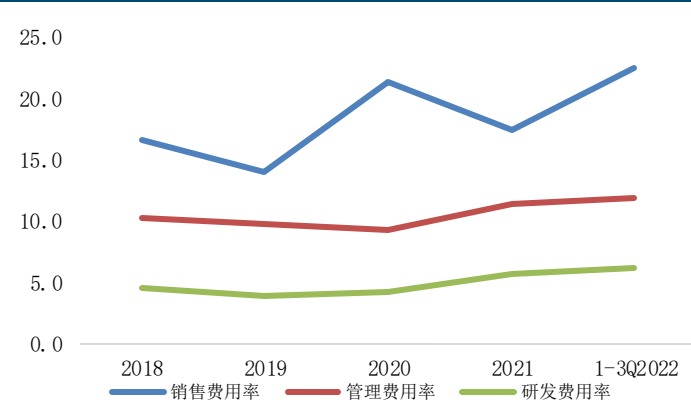
2020年毛利率上升至72.7%，主要由于高毛利产品流感疫苗（毛利率：89.52%）营收增加（同比：+132.07%）所致。随后两年呈现轻微下降趋势，其中血制品业务的毛利率波动主要为采浆成本（献浆员营养费）提升以及产品结构的变化所致。从净利率来看，由于2017年血制品行业两票制的影响，销售费用率提升较快，导致净利率近年来略有下滑。2020年销售收入增加，相应推广咨询费增加至21.4%，3Q22销售费用上升主要系疫苗推广投入增加，及血制品业务费用结算延迟所致。管理和研发费用率整体保持平稳，未来随着两票制的影响逐渐减轻以及规模效应凸显，预计期间费用率将不断优化，公司盈利能力有望逐渐提升。

图表4: 2018年至1-3Q2022 公司毛利率及净利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 2018年至1-3Q2022 公司期间费用率 (%)



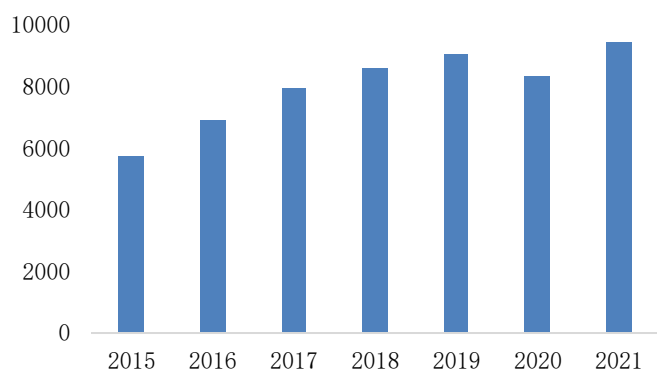
来源: 公司公告, 国金证券研究所

血制品景气度回升，公司作为龙头率先受益

采浆量：疫情负面影响逐渐消退，浆站数量稳步提升

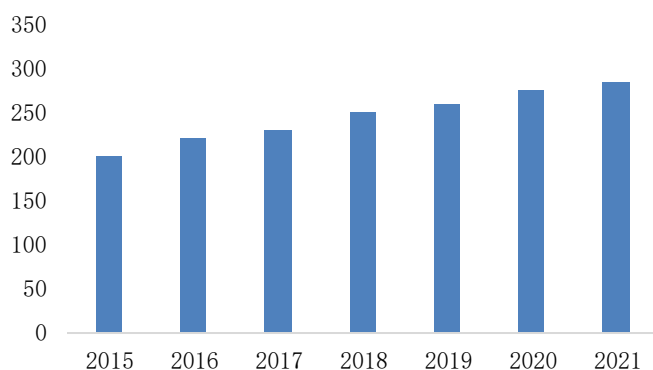
国家对血液制品行业实施严格的监管制度，准入门槛较高。2015-2021年我国单采血浆站数量稳步增长，2018年增速最快，当年单采血浆站数量为253个，增速达9.52%。2021年我国单采血浆站数量为287个，同比上一年增加了10个。2020年受到疫情的影响，全国采浆量有所下滑，到3月份之后才开始逐步恢复，这导致2020年采浆量出现我国近年来首次负增长，2020年我国血浆站采浆量为8380吨，同比下降了7.91%。2020年下半年国内单采血浆站均恢复至正常状态，2021年我国血浆站采浆量为9455吨，同比上涨12.83%。

图表6: 我国采浆量情况 (吨)



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

图表7: 我国历年单采血浆站的数量 (个)



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

由于血液制品的特殊性, 政府对血液制品行业的监管极为严格, 血液制品行业的准入要求高、行业壁垒坚固。我国近年来不断出台政策以加强对单采血站质量的监管, 未来随着行业政策的不断完善, 血浆资源稀缺价值有望得到市场进一步重视。

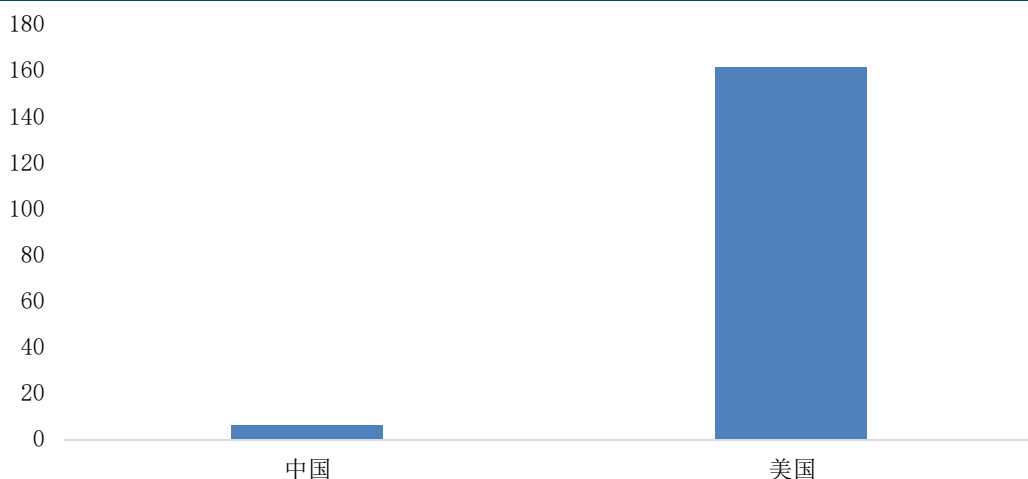
图表8: 血制品相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2017 年 12 月	药监局	《生物制品批签发管理办法》	加强生物制品监督管理, 规范生物制品批签发行为, 保证生物制品安全、有效。未通过批签发的产品, 不得上市销售或者进口。
2019 年 12 月	第十三届全国人大常委会	《中华人民共和国药品管理法》	允许药品上市许可人委托其他企业进行药品生产和经营工作, 但血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、药品类易制毒化学品不得委托生产。
2020 年 6 月	药监局	《<药品生产质量管理规范(2010 修订)> 血液制品附录修订稿的公告》	对血液制品企业生产管理负责人、质量管理负责人和质量受权人的资质要求有了提升; 要求企业定期开展实验室能力评估, 确保实验结果准确、可靠和检验过程信息记录的真实性、准确、完整和可追溯要求企业对所有投料生产用原料血浆留样, 至血浆投料生产所有产品有效期届满后 1 年。
2021 年 9 月	卫健委	《关于印发献血浆者须知(2021 年版)的通知》《国卫办医函(2021)480 号》	进一步加强单采血浆站管理, 保障献血浆者身体健康, 保证原料血浆质量。
2021 年 12 月	卫健委	《关于印发单采血浆站基本标准(2021 年版)的通知》	进一步加强单采血浆站管理, 提升单采血浆站质量标准及要求, 确保血浆质量和献血浆者安全。
2022 年 3 月	卫健委	《关于印发单采血浆站质量管理规范(2022 年版)的通知》《国卫医发(2022)5 号》	进一步规范单采血浆站全面质量管理, 提升单采血浆站血浆采集供应全过程质量标准及要求, 保证血浆质量和献血浆者安全。

来源: 药监局, 卫健委, 中国政府网, 国金证券研究所

国内血浆采集量远低于美国。近两年国内外受疫情影响时间不同, 因此采用 2019 年疫情前情况进行比较。2019 年我国采浆量约为 9100 吨, 以 2019 年末我国人口 14.0 亿计算, 人均采浆量约为 6.5ml。2019 年美国采浆总量约为 5.3 万吨, 人口数量为 3.28 亿人, 人均采浆量为 161.6ml, 是我国人均采浆量的 25 倍。

图表9：中国和美国人均采浆量（ml，疫情前：2019年）



来源：Statista，国金证券研究所

国内回收血浆不允许用于血液制品的生产，原料血浆只能通过单采血浆技术采集。同时，原料血浆的采集和管理体系非常严格，原料血浆的采集和供应必须由依法审批设立的单采血浆站进行，其他单位和个人不得从事单采血浆活动。

图表10：血浆采集方式对比

公司名称	中国	美国	欧洲部分国家
频次	≤2次/月，最低间隔14天	≤2次/周，最低间隔72小时	≤4次/月，最低间隔48小时
采集量	≤580ml（含抗凝剂）	590-880ml	≤600ml
回收血浆	不可用于生产加工	可用于生产加工	可用于生产加工

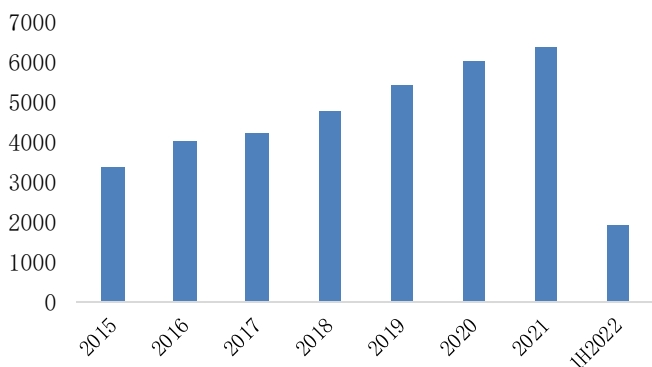
来源：卫光生物招股书，国金证券研究所

白蛋白：恢复性增长明显，行业景气度不断改善

人血白蛋白作为中国血液制品市场中最大的销售品种，也是目前唯一允许进口的血液制品，目前国内人血白蛋白市场渗透率与国际市场有一定差距。国内市场的供给仍以进口为主，2021年白蛋白中国的批签发量为6367万瓶，其中进口和国产的占比分别为65.0%和35.0%。

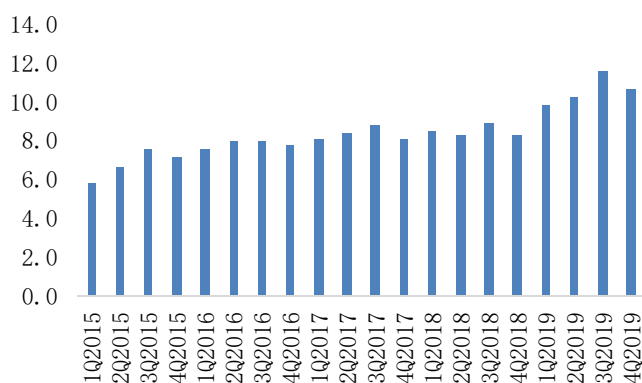
2015-2019年白蛋白样本医院销售额总体呈现上升趋势，2015年放开价格管制后，当年批签发量增长迅速。2017年血制品行业实行两票制后，中小经销商积压库存较多，经营压力较大，4季度生产企业的采购节奏放缓。2018年下半年开始，渠道中库存逐渐消化，9月销售额有所回升，回温迹象明显。

图表11：白蛋白批签发数据（万瓶）



来源：中检所及地方所，国金证券研究所

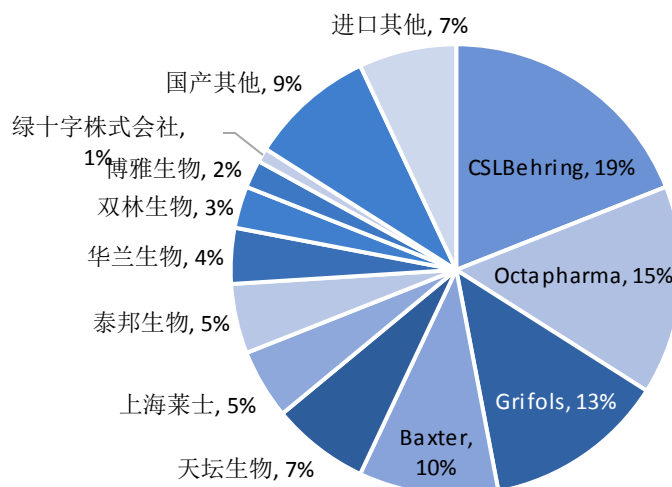
图表12：白蛋白样本医院销售额（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

国产白蛋白份额格局较为稳定，头部集中效应明显。其中，天坛生物、泰邦生物、上海莱士、华兰生物、双林生物批签发支数市占率分别为7%、5%、5%、4%、3%。

图表13：2020年人血白蛋白批签发支数竞争格局

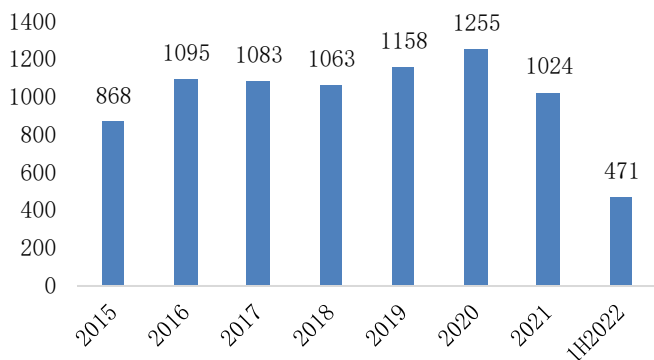


来源：公司公告，国金证券研究所

静丙：疫情加速市场教育推进，终端需求有望持续提升

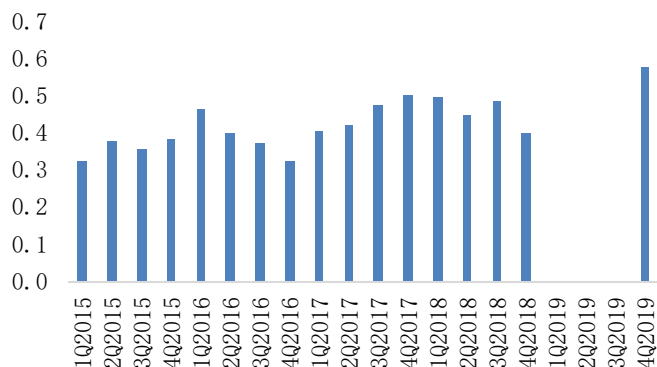
静丙批签发量在2017、2018年下滑主要是去库存影响，之后增长修复。受疫情影响，4Q2019静丙样本医院销售额提升明显，由4Q2018的0.4亿元提升至4Q2019的0.6亿元，同时批签发数量也由2018年的1063万瓶增长至2020年的1255万瓶。2021年血浆供给偏紧外加行业库存减少导致批签发数量有所回落。新冠疫情加速了市场教育推进，终端需求有望持续提升，预计未来批签发下滑幅度有望收窄。

图表14：静丙批签发数据（万瓶）



来源：中检院及地方分院，国金证券研究所

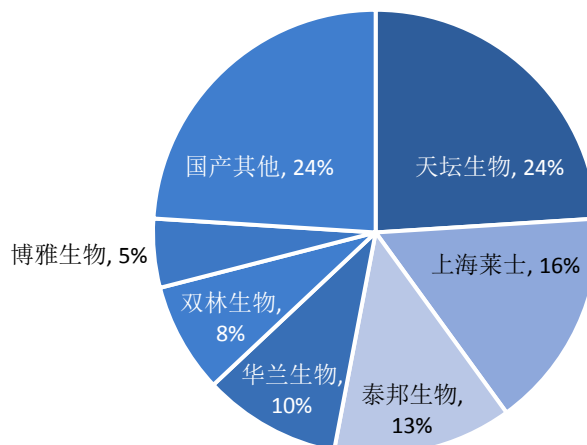
图表15：静丙样本医院销售情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

2020年中国静丙行业批签发数量占比超过10%的企业有天坛生物、上海莱士、泰邦生物和华兰生物，四家企业批签发占比合计64%。其中天坛生物批签发份额24%，上海莱士批签发份额17%，泰邦生物批签发份额13%，华兰生物批签发份额10%。

图表16：2020 年静丙批签发支数竞争格局



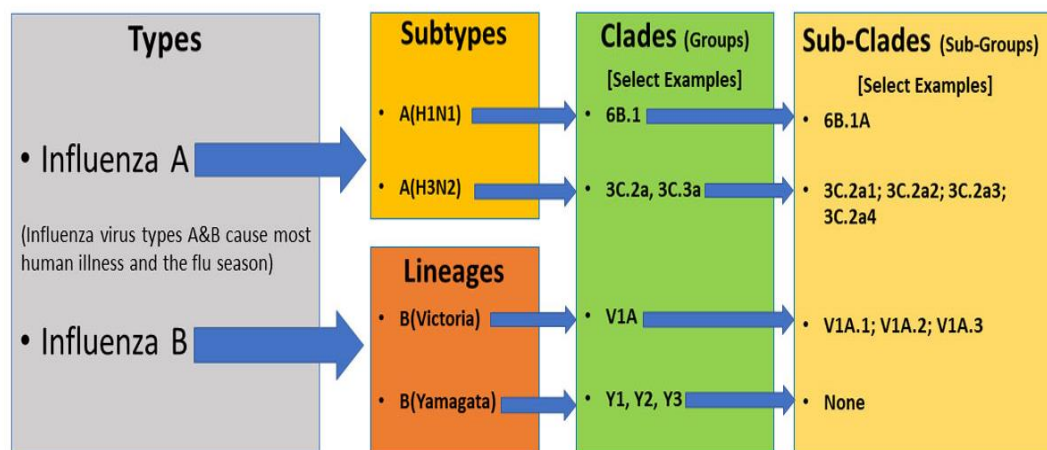
来源：中检所，国金证券研究所

流感疫苗渗透率低，四价疫苗市场广阔

流感病毒具有多种亚型且抗原极易突变

甲型（A）流感和乙型（B）流感是造成每年流感爆发的主要原因。甲型流感病毒根据病毒表面的血凝素（HA）和神经氨酸酶（NA）这两种蛋白可分为多个亚型。目前已知 HA 亚型有 18 种，NA 亚型有 11 种，HA 和 NA 之间可以自由组合，理论计算流感病毒的亚型有 198 种。目前经常在人类中传播的甲型流感病毒亚型包括：甲型 H1N1 和甲型 H3N2。乙型流感病毒分为 2 种亚型 Victoria 系和 Yamagata 系。世卫组织每年 2 月底对北半球的流感生产用病毒株进行推荐，以应对国内秋冬季流感爆发的市场需求。

图表17：流感病毒具有多种亚型

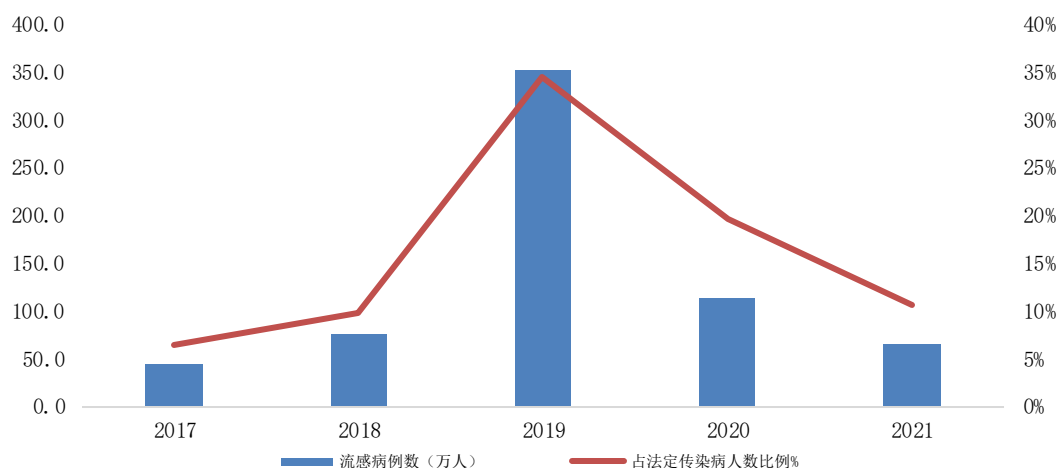


来源：CDC，国金证券研究所

新冠封控使流感疫情得到缓解，流感疫苗批签发量逐年上升

2019 年我国流感发病人数达 353.8 万人次，达到近五年历史新高，占法定传染病比例从 2018 年的 9.9% 提升至 34.5%，流感疫情高发与流感疫苗关系密切，18-19 年流感季我国流感的优势毒株以甲型 H1N1 为主，已上市的三价四价流感疫苗虽有覆盖，但由于疫苗批签发数量远低于往年，接种率过低造成免疫范围有限。2021 年，中国流感发病数为 66.8 万例，较上年减少了 47.7 万例，同比下降 42%；占法定传染病总发病人数比例的 10.7%，较上年减少了 9%。

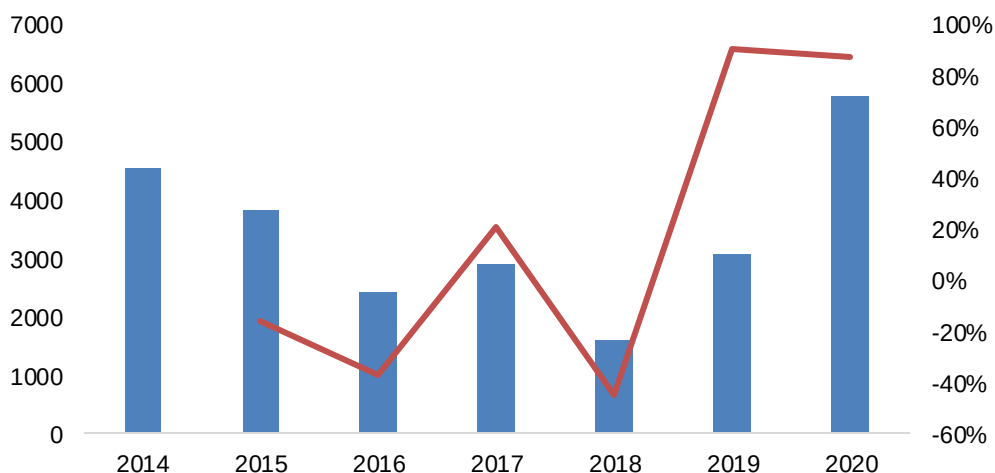
图表18：中国流感病例数（万人，左）及占法定传染病人数比例（%，右）



来源：疾病预防控制中心，国金证券研究所

在2018年以前，我国仅上市有三价流感疫苗；2018年，华兰生物和长生生物的四价流感疫苗获批上市，2014-2018年流感疫苗批签发量大体呈现下降趋势，2018年流感疫苗供给不足也是我国18-19流感季疫情爆发的主要原因。随后公众接种意愿提高，流感疫苗需求量大增。2019年我国流感疫苗批签发数量显著回升，2020年为近7年最高水平，达5765万支。

图表19：2014-2020年流感疫苗签发量（万支）及增速（%）



来源：中检院，国金证券研究所

2022年中国疾控发布的《中国流感疫苗预防接种技术指南(2022-2023)》显示，我国现已批准上市的流感疫苗有三价灭活流感疫苗(IIV3)、四价灭活流感疫苗(IIV4)和三价减毒活疫苗(LAIV3)。IIV3包括裂解疫苗和亚单位疫苗，IIV4为裂解疫苗，LAIV3为减毒疫苗。

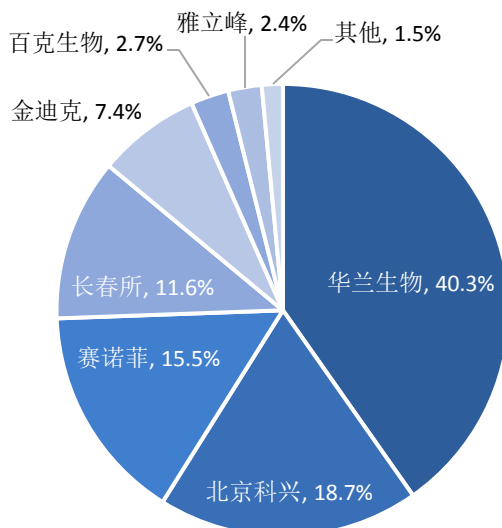
图表20：国内已上市流感疫苗汇总

疫苗	厂家	类型	规格	给药方式	目标人群	接种程序	价格（元/支）
三价灭活疫苗	华兰生物	裂解	0.5ml/0.25ml	肌肉注射	6-35月龄婴幼儿 0.25ml 6月龄-8岁儿童：首次接种（2针/年，间隔≥4周）、非首次接种（1针/年）； 3岁以上人群：0.5ml剂型	9岁及以上人群：1针/年	0.25ml：31-50
	赛诺菲	裂解	0.5ml/0.25ml				0.5ml：53-65
	长春所	裂解	0.5ml/0.25ml				
	上海所	裂解	0.5ml				
	北京科兴	裂解	0.5ml/0.25ml				
	雅立峰	裂解	0.5ml/0.25ml				
	国光生物	裂解	0.5ml				
	中逸安科	亚单位	0.5ml				168
三价减毒活疫苗	百克生物	减毒活疫苗	0.2ml	鼻腔喷雾	3-17岁人群	3-8岁儿童：首次接种，2喷/年，间隔≥4周。非首次接种，1喷/年； 9岁以上人群：1喷/年	298
四价灭活疫苗（四价流感病毒裂解疫苗）	华兰生物	裂解	0.5ml	肌肉注射	3-8岁儿童：首次接种，2针/年，间隔≥4周、非首次接种，1针/年； 9岁及以上人群：1针/年		128
	长春所	裂解	0.5ml				
	金迪克	裂解	0.5ml				
	北京科兴	裂解	0.5ml				
	武汉所	裂解	0.5ml				

来源：中检院，药智网，国金证券研究所

2020年有11家厂家供应流感疫苗，其中7家市占率超1%，华兰生物的三价与四价流感灭活疫苗合计市占率40.3%。2020年，流感疫苗批签发量为5752万支/瓶，同比增长约87%。华兰生物占据领先地位，其中四价流感疫苗批签发量2062万支，占华兰生物总批签发量的89%。

图表21：2020年流感疫苗批签发支数竞争格局



资料来源：中检院，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

公司目前有疫苗和血液制品两大业务。预计血液制品总体保持平稳增长，疫苗业务受益于四价流感发力增长，有望贡献业绩增量：

血液制品业务整体平稳增长。目前国内人均献浆量远低于欧美发达国家，外加新冠疫情需求增加，行业库存已基本清理到较低水平。2022 年公司接连有 7 家新浆站获批，预计 23 年下半年或 24 年逐渐贡献业绩增量，由于新浆站位于河南地区，人口稠密且交通便利，未来有望提升公司采浆能力。

四价流感疫苗受疫情影响，近两年业绩略有下滑，随着疫情防控进入新阶段，疾控中心二类疫苗接种逐渐恢复。疫情过后，人们对疫苗接种意识加强，且 2022 年多地发现较多流感病例，预计后续两年流感疫苗接种将快速恢复。

图表22：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3700	5023	4436	4517	5277	6202
YOY	15%	36%	-12%	2%	17%	18%
营业成本	1289	1371	1387	1447	1562.2	1793.5
毛利率	65%	73%	68.7%	68.0%	70.4%	71.1%
血制品						
业务营业收入	2644	2591	2598	2667	2700	2980
YOY%	10%	-2%	0%	2.7%	1%	10%
业务营业成本	1133.2	1111.1	1162.3	1208	1229	1380
业务毛利率	57%	57%	55.3%	54.7%	54.5%	53.7%
占总营业收入比例	71%	52%	59%	59%	51%	48%
疫苗						
业务营业收入	1043	2421	1825	1834	2560	3200
YOY%	31%	132%	-25%	1%	40%	25%
业务营业成本	156.2	253.6	215.3	228	322	399
业务毛利率	85%	90%	88.2%	87.6%	87.4%	87.5%
占总营业收入比例	28%	48%	41%	41%	49%	52%
其他						
业务营业收入	13	11	14	16	17	22
YOY%	20%	-14%	25%	15%	6%	29%
业务营业成本	-	6.6	9.3	11	11.2	14.5
业务毛利率	-	41%	33%	31.3%	34.1%	34.1%
占总营业收入比例	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率：预计 22-24 年销售费用率分别为 18.0%、18.0%和 17.9%；预计管理费用率保持较为稳定；随着公司持续加大研发力度，预计 22-24 年研发费用率分别为 5.6%、5.6%和 5.6%。

图表23：主要费用率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	14.1%	21.4%	17.5%	18.0%	18.0%	17.9%
管理费用率	5.9%	5.0%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用率	3.9%	4.2%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%

来源：Wind，国金证券研究所

我们选取可比公司，采用市盈率法进行估值。选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值。公司属生物制品板块，我们选择类似属性的博雅生物、卫光生物、天坛生物和康泰生物作为可比公司，给予 2023 年 34 倍 PE，目标价 27.20 元，并给予公司“买入”评级。

图表24：可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2023.03.01 收盘）

代码	名称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS					PE				
				2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
300294.SZ	博雅生物	34.86	176	0.60	0.67	1.01	1.20	1.39	55.89	56.95	34.51	29.05	25.08
002880.SZ	卫光生物	30.38	69	1.18	0.91	0.91	1.03	1.20	40.87	35.53	33.38	29.50	25.32
600161.SH	天坛生物	23.26	383	0.51	0.55	0.53	0.60	0.74	81.86	52.32	43.89	38.77	31.43
300601.SZ	康泰生物	34.47	386	0.99	1.84	0.35	1.59	2.07	175.97	53.59	97.95	21.73	16.63
平均数									88.65	49.60	52.64	29.81	24.65
	华兰生物	22.33	407	0.88	0.71	0.62	0.80	0.99	47.77	40.93	36.02	27.91	22.56

来源：Wind，国金证券研究所，注：博雅生物与天坛生物为国金预测、卫光生物与康泰生物为 Wind 预期。

风险提示

公司浆站建设进度低于预期风险：新开浆站从建设到运营存在一定周期，建设周期及预计投产时间存在不确定性，采浆也存在爬坡过程，若新浆站采浆量不及预期，可能对公司业绩造成影响。

行业政策风险：血液制品行业是国家重点监管的产业之一，包括产品质量、生产标准、行业准入等。监管政策发生变化将对整体行业竞争态势和公司经营情况带来不确定性风险。

血液制品安全性潜在风险：血液制品是以健康人血浆为原料，采用生物学工艺或分离纯化技术制备的生物活性制剂。可能出现原料血浆遭受病毒感染，出现污染安全事故的风险。

竞争加剧风险：国内流感疫苗在研厂家众多，多家公司处于临床 3 期。并且目前国内有 10 家以上流感疫苗供应商，竞争较为激烈。

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	4,517	5,277	6,202
增长率		35.8%	-11.7%	1.8%	16.8%	17.5%
主营业务成本	-1,297	-1,371	-1,387	-1,447	-1,562	-1,794
%销售收入	35.0%	27.3%	31.3%	32.0%	29.6%	28.9%
毛利	2,403	3,652	3,049	3,070	3,715	4,409
%销售收入	65.0%	72.7%	68.7%	68.0%	70.4%	71.1%
营业税金及附加	-32	-37	-36	-33	-40	-50
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
销售费用	-520	-1,076	-775	-812	-948	-1,111
%销售收入	14.1%	21.4%	17.5%	18.0%	17.9%	17.9%
管理费用	-218	-253	-254	-255	-298	-346
%销售收入	5.9%	5.0%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用	-144	-213	-254	-254	-298	-345
%销售收入	3.9%	4.2%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	1,490	2,073	1,731	1,717	2,131	2,555
%销售收入	40.3%	41.3%	39.0%	38.0%	40.4%	41.2%
财务费用	-4	11	-10	-54	-26	3
%销售收入	0.1%	-0.2%	0.2%	1.2%	0.5%	-0.1%
资产减值损失	-56	-76	-145	-217	-161	-128
公允价值变动收益	32	26	27	28	31	35
投资收益	139	85	73	84	94	102
%税前利润	8.6%	3.9%	4.3%	5.4%	4.6%	4.0%
营业利润	1,615	2,151	1,696	1,557	2,070	2,568
营业利润率	43.7%	42.8%	38.2%	34.5%	39.2%	41.4%
营业外收支	-5	-3	-8	0	0	0
税前利润	1,610	2,147	1,688	1,557	2,070	2,568
利润率	43.5%	42.7%	38.1%	34.5%	39.2%	41.4%
所得税	-231	-303	-234	-234	-319	-393
所得税率	14.4%	14.1%	13.9%	15.0%	15.4%	15.3%
净利润	1,379	1,844	1,454	1,324	1,751	2,175
少数股东损益	95	231	155	187	295	375
归属于母公司的净利润	1,283	1,613	1,299	1,137	1,456	1,800
净利率	34.7%	32.1%	29.3%	25.2%	27.6%	29.0%

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	1,324	1,751	2,175
少数股东损益	95	231	155	187	295	375
非现金支出	217	263	351	519	513	528
非经营收益	-173	-182	-85	-78	-91	-124
营运资金变动	-60	-600	-288	-2,143	-263	-251
经营活动现金净流	1,363	1,325	1,432	-378	1,910	2,328
资本开支	-273	-621	-810	-2,385	-213	-780
投资	-697	-224	-1,075	-172	31	35
其他	125	106	127	84	94	102
投资活动现金净流	-845	-739	-1,759	-2,473	-88	-643
股权募资	50	5	0	3,241	0	0
债权募资	0	400	600	-20	-648	0
其他	-391	-631	-564	-515	-617	-733
筹资活动现金净流	-341	-226	36	2,705	-1,265	-733
现金净流量	177	360	-291	-146	557	952

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	546	1,103	2,055
应收款项	1,131	2,271	2,101	3,196	3,011	3,283
存货	1,160	1,175	1,359	1,230	1,197	1,302
其他流动资产	2,331	3,028	2,698	3,977	4,490	4,511
流动资产	5,685	7,512	6,851	8,949	9,801	11,151
%总资产	75.0%	74.8%	59.4%	56.9%	59.6%	61.3%
长期投资	105	110	96	96	96	96
固定资产	1,337	1,769	2,338	2,655	2,937	3,182
%总资产	17.6%	17.6%	20.3%	16.9%	17.9%	17.5%
无形资产	239	243	261	449	596	731
非流动资产	1,898	2,527	4,686	6,786	6,647	7,028
%总资产	25.0%	25.2%	40.6%	43.1%	40.4%	38.7%
资产总计	7,583	10,039	11,537	15,735	16,448	18,179
短期借款	0	400	811	648	0	0
应付款项	608	1,299	1,311	1,365	1,520	1,758
其他流动负债	87	217	93	158	196	234
流动负债	694	1,917	2,215	2,171	1,716	1,992
长期贷款	0	0	190	390	390	390
其他长期负债	5	22	68	0	0	0
负债	699	1,938	2,473	2,561	2,106	2,382
普通股股东权益	6,543	7,529	8,337	12,260	13,133	14,213
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	6,451	7,325	8,405
少数股东权益	341	572	727	914	1,209	1,584
负债股东权益合计	7,583	10,039	11,537	15,735	16,448	18,179

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.915	0.884	0.712	0.623	0.798	0.987
每股净资产	4.663	4.127	4.570	6.720	7.199	7.791
每股经营现金净流	0.971	0.726	0.785	-0.207	1.047	1.276
每股股利	0.400	0.400	0.300	0.249	0.319	0.395
回报率						
净资产收益率	19.62%	21.43%	15.58%	9.27%	11.09%	12.66%
总资产收益率	16.92%	16.07%	11.26%	7.22%	8.85%	9.90%
投入资本收益率	18.52%	20.94%	14.80%	10.27%	12.24%	13.37%
增长率						
主营业务收入增长率	15.02%	35.76%	-11.69%	1.82%	16.83%	17.53%
EBIT 增长率	24.59%	39.13%	-16.52%	-0.79%	24.11%	19.90%
净利润增长率	12.63%	25.69%	-19.48%	-12.49%	28.09%	23.63%
总资产增长率	16.79%	32.38%	14.93%	36.38%	4.54%	10.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92.5	98.8	147.4	230.0	180.0	165.0
存货周转天数	332.6	310.7	333.4	365.0	368.0	368.0
应付账款周转天数	18.3	20.8	40.6	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	121.1	100.9	181.4	179.6	152.4	126.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.97%	-44.74%	-25.93%	-16.45%	-23.51%	-27.37%
EBIT 利息保障倍数	393.3	-190.0	176.5	31.5	82.1	-751.5
资产负债率	9.22%	19.31%	21.44%	16.28%	12.80%	13.10%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2021-10-30	买入	29.70	N/A
2	2022-01-14	买入	29.16	N/A
3	2022-03-30	买入	22.23	N/A
4	2022-06-14	买入	19.29	N/A
5	2022-07-12	买入	22.35	N/A
6	2022-08-23	买入	19.59	N/A
7	2022-10-10	买入	18.16	N/A
8	2022-12-28	买入	20.77	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。

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402