

华兰生物(002007)/生物制品

证券研究报告/公司点评

2024年5月8日

评级：买入(维持)

市场价格：19.53

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：张楠

执业证书编号：S0740523070005

Email: zhangnan03@zts.com.cn

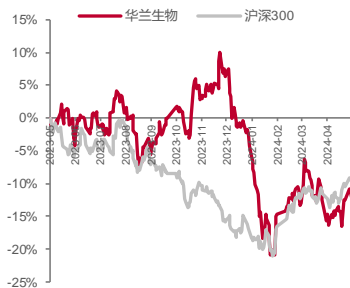
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4516.98	5341.87	6129.73	7216.10	8499.01
增长率 yoy%	1.82%	18.26%	14.75%	17.72%	17.78%
净利润(百万元)	1076.27	1481.58	1741.03	2059.99	2412.58
增长率 yoy%	-17.14%	37.66%	17.51%	18.32%	17.12%
每股收益(元)	0.59	0.81	0.95	1.13	1.32
每股现金流量	0.60	0.54	2.49	2.65	2.85
净资产收益率	9%	11%	12%	12%	13%
P/E	33.11	24.11	20.51	17.34	14.80
PEG	-1.93	0.64	1.17	0.95	0.86
P/B	3.43	3.14	2.88	2.63	2.40

备注：数据截止 2024.5.8

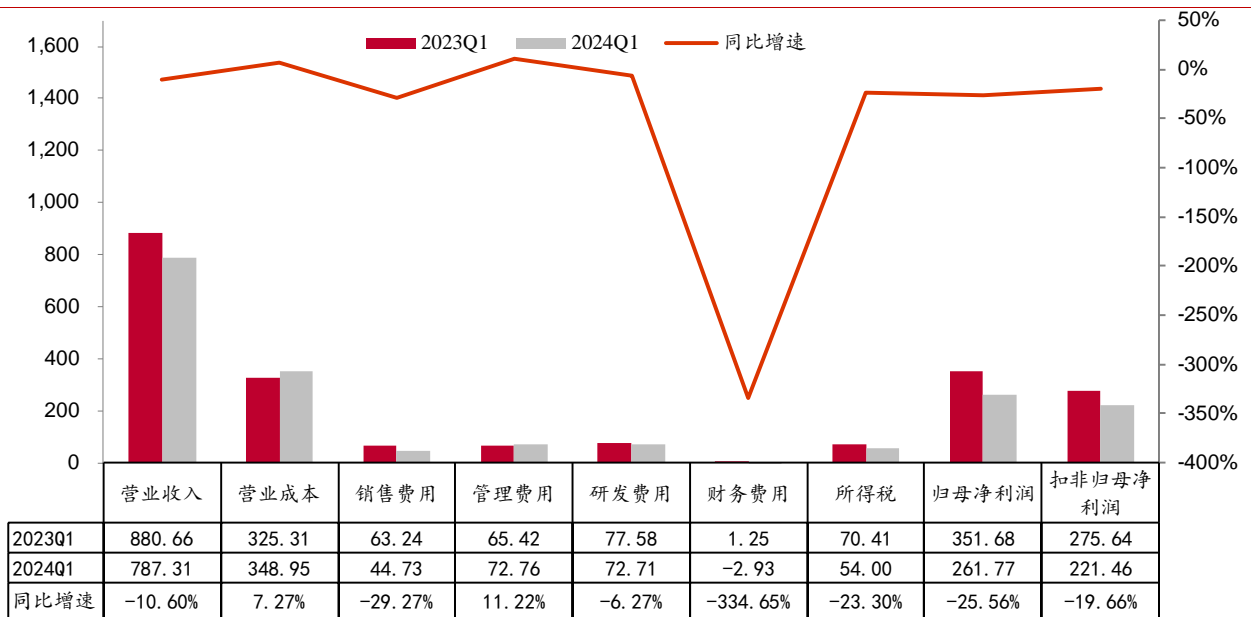
基本状况

总股本(百万股)	1,829
流通股本(百万股)	978
市价(元)	19.53
市值(百万元)	35,716
流通市值(百万元)	19,093

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：公司发布 2024 年一季报，2024 年一季度公司实现营业收入 7.87 亿元，同比下滑 10.60%；实现归母净利 2.62 亿元，同比下滑 25.56%；实现扣非净利 2.21 亿元，同比下滑 19.66%。**
- 疫苗业务：Q2 开始批签发、下半年进入高峰。**流感业务季节性明显，基本在 Q2 末、Q3 初开始上市销售，Q3/Q4 进入销售高峰。目前公司流感疫苗已经开始批签发，我们预计 24 年流感疫苗的批签发、终端接种将回暖。长期来看，流感疫苗认知度不断提升，未来流感疫苗渗透率有望不断提升，公司作为流感疫苗龙头有望持续保持较快增长。
- 血制品业务：全年有望保持稳健。**去年 Q1 新冠带动下血制品业务形成高基数，血制品业务利润有所波动。2022 年公司获批 7 家新浆站，是 2018 年以来首次大规模获批新设浆站。23 年下半年开始，随着新获批的浆站开始贡献浆量，公司血制品浆量、业绩将在 23 年下半年开始加速换挡。获批新浆站将有望提升采浆量和收入规模，进一步打开血制品成长空间。
- 业务变动致销售费率下降，存货保持平稳。**2024Q1 公司销售费用 0.45 亿元(-29.27%)，销售费率 5.68%(-1.50pp)，去年 Q1 甲流带动流感疫苗销售从而导致去年销售费用形成高基数。管理费用 0.73 亿元(+11.22%)、管理费率 9.24%(+1.81pp)。研发费用 0.73 亿元(-6.27%)，研发费率 9.24%(+0.43pp)。财务费率-0.37%(-0.51pp)。2024Q1 公司存货期末存货余额 19.23 亿元，占资产比重 11.82%(+0.95pp)。
- 盈利预测与投资建议：**预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 61.30、72.16、84.99 亿元，同比增长 14.75%、17.72%、17.78%，归母净利润分别为 17.41、20.60、24.13 亿元，同比增长 17.51%、18.32%、17.12%。公司是血制品龙头之一，四价流感疫苗认知度不断提升带来持续较快放量，维持“买入”评级。
- 风险提示：**血制品价格波动的风险，采浆量不及预期的风险，四价流感疫苗竞争加剧的风险，单抗业务研发进度不及预期的风险。

图表 1：华兰生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）



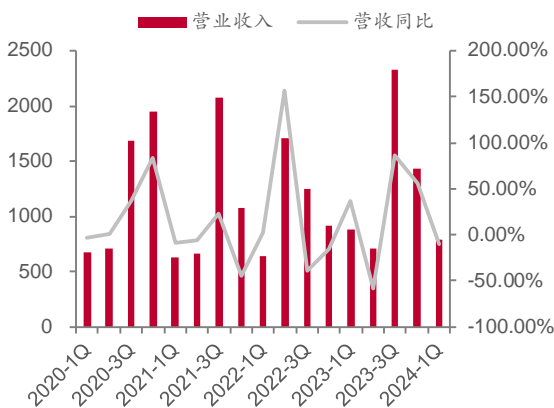
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：华兰生物分季度财务指标变化（单位：百万元，%）

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	677.54	709.00	1686.26	1950.41	623.38	665.22	2072.48	1075.13	640.65	1708.75	1252.94	914.64	880.66	704.58	2327.73	1428.90	787.31
营收同比	-2.62%	0.31%	36.45%	83.74%	-7.99%	-6.17%	22.90%	-44.88%	2.77%	156.87%	-39.54%	-14.93%	37.46%	-58.77%	85.78%	56.23%	-10.60%
营收环比	-36.17%	4.64%	137.84%	15.67%	-68.04%	6.71%	211.55%	-48.12%	-40.41%	166.72%	-26.68%	-27.00%	-3.72%	-19.99%	230.37%	-38.61%	-44.90%
营业成本	261.14	297.04	427.93	385.13	229.74	287.16	521.29	348.69	252.76	504.42	429.59	346.09	325.31	313.95	548.84	436.37	348.95
毛利率	61.46%	58.10%	74.62%	80.25%	63.15%	56.83%	74.85%	67.57%	60.55%	70.48%	65.71%	62.16%	63.06%	55.44%	76.42%	69.46%	55.68%
销售费用	35.24	50.32	481.69	508.29	22.82	55.87	536.41	160.09	13.06	578.66	217.13	120.86	63.24	96.14	734.37	308.67	44.73
管理费用	54.52	54.94	56.41	87.04	67.23	63.91	67.41	54.97	50.48	80.48	75.86	77.68	65.42	68.18	74.14	66.55	72.76
研发费用	32.93	46.64	66.20	67.44	54.60	68.62	68.26	62.16	63.76	85.76	72.48	92.71	77.58	67.69	72.59	62.99	72.71
财务费用	-1.01	-3.66	-1.02	-5.21	-4.20	-5.16	-6.02	25.19	3.47	0.58	3.90	1.73	1.25	1.37	-0.68	-3.61	-2.93
营业利润	294.02	305.09	699.07	852.32	305.27	228.74	855.58	306.83	277.21	512.02	456.77	178.45	452.45	246.01	868.12	531.81	331.13
利润总额	292.02	306.35	698.54	850.47	302.81	228.08	854.77	302.59	276.88	519.90	455.49	176.10	452.78	235.09	862.63	527.14	328.38
所得税	54.59	38.47	135.83	74.33	52.04	28.97	117.29	35.83	43.33	73.48	70.53	-6.57	70.41	55.36	152.46	37.74	54.00
归母净利润	247.29	264.45	452.45	648.91	252.81	204.48	599.48	242.13	233.87	349.12	317.61	175.66	351.68	174.98	540.63	414.29	261.77
归母净利润同比	-4.71%	6.86%	-0.96%	103.02%	2.23%	-22.68%	32.50%	-62.69%	-7.49%	70.74%	-47.02%	-27.45%	50.38%	-49.88%	70.22%	135.85%	-25.56%
净利率	36.50%	37.30%	26.83%	33.27%	40.55%	30.74%	28.93%	22.52%	36.50%	20.43%	25.35%	19.21%	39.93%	24.83%	23.23%	28.99%	33.25%
扣非归母净利润	243.81	221.51	409.35	602.85	216.51	179.38	578.18	227.07	216.43	246.20	295.65	135.24	275.64	121.90	508.20	361.05	221.46
扣非归母净利润同比	1.49%	-0.11%	-4.70%	136.11%	-11.20%	-19.02%	41.24%	-62.33%	-0.04%	37.25%	-48.87%	-40.44%	27.35%	-50.49%	71.90%	166.97%	-19.66%

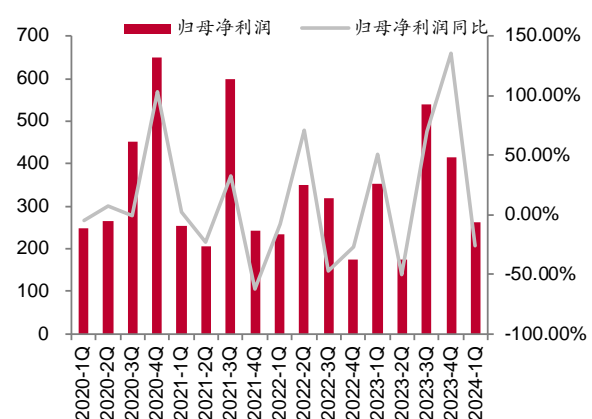
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：华兰生物分季度收入情况（单位：百万元，%）



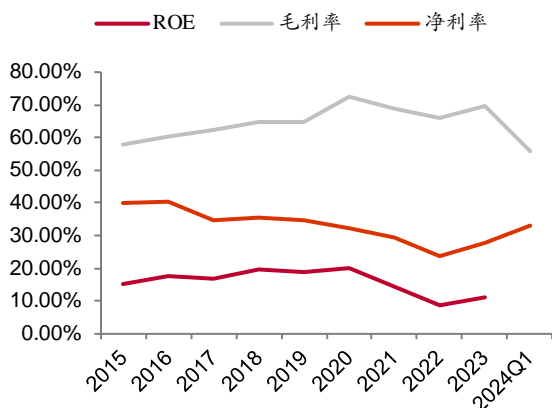
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：华兰生物分季度归母净利润情况（单位：百万元，%）



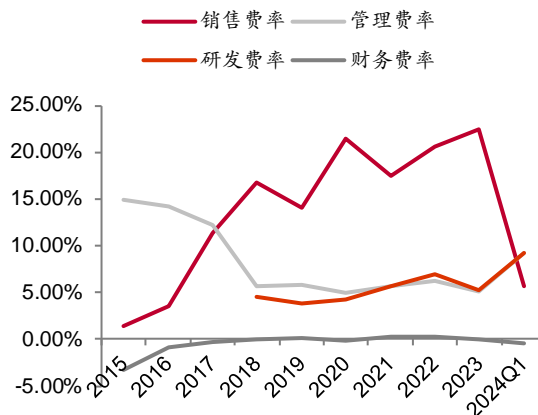
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：华兰生物盈利情况（单位：%）



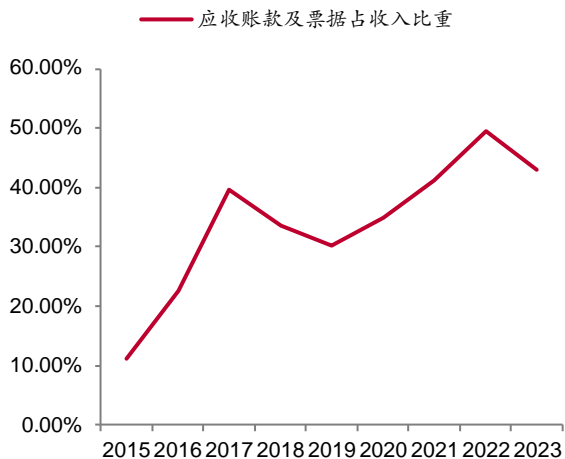
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：华兰生物费用率情况（单位：%）



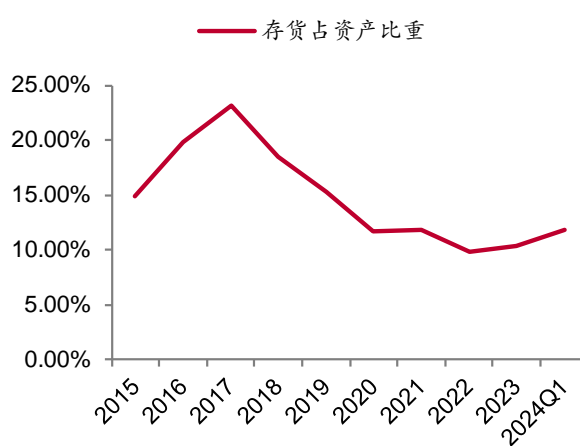
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：华兰生物存货占资产比重（单位：%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：华兰生物应收账款及票据情况（单位：%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：华兰生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	994	4,556	4,854	5,207	营业收入	5,342	6,130	7,216	8,499
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,624	1,836	2,185	2,601
应收账款	2,296	2,576	3,177	3,815	税金及附加	45	51	61	73
预付账款	34	44	49	56	销售费用	1,202	1,349	1,515	1,785
存货	1,674	1,747	2,133	2,537	管理费用	274	306	361	425
合同资产	0	0	0	0	研发费用	281	337	397	450
其他流动资产	4,329	3,298	3,876	4,444	财务费用	-2	-6	-6	-6
流动资产合计	9,327	12,221	14,089	16,059	信用减值损失	-14	-19	-22	-18
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-91	-127	-125	-114
长期股权投资	26	26	26	26	公允价值变动收益	61	61	61	61
固定资产	2,055	2,203	2,271	2,371	投资收益	149	110	122	127
在建工程	662	712	762	812	其他收益	32	32	32	32
无形资产	320	339	367	375	营业利润	2,098	2,358	2,815	3,302
其他非流动资产	3,716	2,570	3,102	3,371	营业外收入	1	1	0	0
非流动资产合计	6,779	5,850	6,528	6,955	营业外支出	21	21	21	21
资产合计	16,106	18,071	20,617	23,014	利润总额	2,078	2,338	2,794	3,281
短期借款	700	700	700	600	所得税	316	327	389	457
应付票据	0	36	26	27	净利润	1,762	2,011	2,405	2,824
应付账款	197	206	270	300	少数股东损益	280	270	345	411
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,482	1,741	2,060	2,413
合同负债	9	15	15	19	NOPLAT	1,760	2,006	2,400	2,819
其他应付款	1,287	1,153	1,157	1,179	EPS (摊薄)	0.81	0.95	1.13	1.32
一年内到期的非流动负债	300	300	300	300					
其他流动负债	89	79	101	115	主要财务比率				
流动负债合计	2,582	2,489	2,569	2,540	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	500	1,000	1,500	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	18.3%	14.7%	17.7%	17.8%
其他非流动负债	103	69	81	84	EBIT增长率	44.4%	12.3%	19.6%	17.5%
非流动负债合计	103	569	1,081	1,584	归母公司净利润增长率	37.7%	17.5%	18.3%	17.1%
负债合计	2,685	3,058	3,650	4,124	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,359	12,387	13,603	14,896	毛利率	69.6%	70.1%	69.7%	69.4%
少数股东权益	2,062	2,626	3,364	3,994	净利率	33.0%	32.8%	33.3%	33.2%
所有者权益合计	13,421	15,013	16,967	18,890	ROE	11.0%	11.6%	12.1%	12.8%
负债和股东权益	16,106	18,071	20,617	23,014	ROIC	23.6%	18.4%	19.3%	20.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	16.7%	16.9%	17.7%	17.9%
					债务权益比	8.2%	10.5%	12.3%	13.2%
					流动比率	3.6	4.9	5.5	6.3
					速动比率	3.0	4.2	4.7	5.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
					应收账款周转天数	153	143	143	148
					应付账款周转天数	40	40	39	39
					存货周转天数	346	335	320	323
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.81	0.95	1.13	1.32
					每股经营现金流	0.74	1.12	0.66	0.90
					每股净资产	6.21	6.77	7.44	8.15
					估值比率				
					P/E	24	21	17	15
					P/B	3	3	3	2
					EV/EBITDA	5	5	4	3

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。