

华兰股份 (301093.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年5月14日

评级: 买入(维持)

市场价格: 22.61元

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: 于佳喜

执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@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)	584	623	753	978	1,286
增长率 yoy%	-29%	7%	21%	30%	31%
净利润(百万元)	94	118	124	178	255
增长率 yoy%	-57%	26%	5%	43%	44%
每股收益(元)	0.72	0.91	0.96	1.37	1.97
每股现金流量	0.73	1.73	1.05	1.58	2.33
净资产收益率	4%	5%	5%	7%	9%
P/E	31	25	24	16	11
P/B	1	1	1	1	1

注: 股价信息截止至 2024 年 5 月 13 日

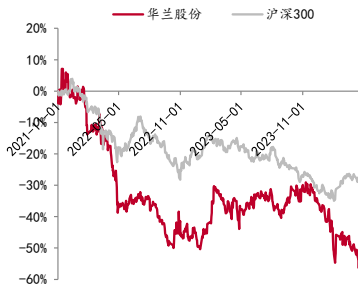
投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 6.23 亿元, 同比增长 6.64%, 归母净利润 1.18 亿元, 同比增长 25.79%, 扣非净利润 0.66 亿元, 同比增长 1.98%。**
- **分季度来看: 2023Q4 实现收入 1.69 亿元, 同比下降 4.36%, 归母净利润 0.29 亿元, 同比增长 67.37%, 扣非净利润 0.17 亿元, 同比增长 45.94%; 公司单季度收入相对稳健, 环比 Q3 增长 12.15%, 呈现较好恢复趋势, 单季度利润在低基数下实现高增。**
- **期间费用率稳中有降, 厂房折旧等影响短期毛利水平。公司 2023 年销售费用率 8.90%, 同比下降 0.15pp, 管理费用率 14.86%, 同比下降 0.37 pp, 研发费用率 5.81%, 同比下降 0.47pp, 财务费用率 -0.64%, 同比提 0.40pp, 公司期间费用率整体有所优化, 其中财务费用率略有提升, 主要因本期利息收入减少。伴随募投厂区逐渐投产, 相关折旧摊销有所增加, 对公司利润率造成一定影响, 2023 年公司毛利率 41.62%, 同比下降 2.00 pp, 净利率 18.93%, 同比提升 2.88pp。**
- **胶塞需求逐渐回暖, 在手项目储备丰富。2023 年公司覆膜胶塞产品收入 3.19 亿元, 同比增长 3.07%, 常规胶塞产品收入 2.91 亿元, 同比增长 10.59%, 年初迄今伴随诊疗需求的持续复苏, 配套胶塞产品需求逐渐释放, 相关产品迎来稳健增长。公司基于持续品牌技术优势持续加大市场开拓和终端营销, 2023 年新增上海凯莱英、云南白药、华熙生物等 284 家客户, 在手授权项目达 2398 项, 与多家制剂客户推进产品共同审批, 未来有望逐步推向市场。**
- **产能项目加快推进, 注射笔、预灌封等多款新品进展顺利。2023 年公司全力推进自动化、智能化工厂改造项目和扩大预充式医用包装材料产能项目的建设投产, 目前高价值丁基胶塞、笔式注射器用及预灌封注射器用橡胶组件等多个新品种已经完成产品研发和申报登记, 顺利进入客户联合验证阶段。2024 年公司将进一步加快相关品种的客户联合验证和关联审评步伐, 推动 COC 产品的开发工作, 推动公司营收规模实现更快发展。**
- **盈利预测与投资建议: 根据财报数据, 我们调整盈利预测, 预计新冠过后公司盈利能力有望逐渐回升, 医疗监管政策可能造成新品入院的短期波动, 预计 2024-2026 年营业收入 7.53、9.78、12.86 亿元 (+21%、+30%、+31%), 调整前 24-25 年 10.01、13.70 亿元; 预计归母净利润 1.24、1.78、2.55 亿元 (+5%、+43%、+44%), 调整前 24-25 年 1.82、2.83 亿元。公司当前股价对应 2024-2026 年约 24、16、11 倍 PE。考虑药用胶塞空间广阔, 公司作为国产龙头凭借比较优势将逐步扩大市场份额, 智能化改造及扩产破除产能瓶颈, 打造新增长点, 业绩有望保持快速增长, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 新产品研发、注册及认证风险, 政策变化风险, 汇率变动风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

基本状况

总股本(百万股)	129
流通股本(百万股)	90
市价(元)	22.61
市值(百万元)	2,925
流通市值(百万元)	2,042

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 华兰股份: 股份支付影响业绩, 新产能释放可期
- 2 华兰股份: 客户开拓顺利, 静待新产能释放
- 3 华兰股份: 疫情扰动、产品结构等影响短期业绩, 看好国产替代趋势

内容目录

全年业绩表现稳健，毛利能力逐步改善	- 3 -
下游需求持续回暖，新车间产能有望逐渐释放	- 5 -
风险提示	- 6 -

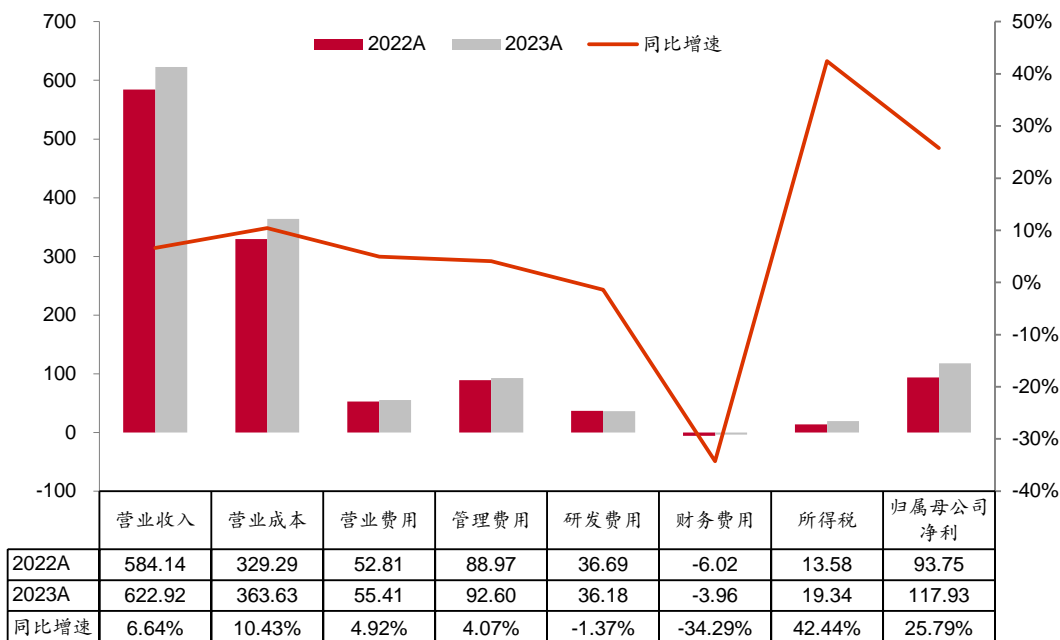
图表目录

图表 1: 华兰股份主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 华兰股份主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 华兰股份归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 华兰股份分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 5: 华兰股份分季度营业收入变化 (百万元)	- 4 -
图表 6: 华兰股份分季度归母净利润变化 (百万元)	- 4 -
图表 7: 华兰股份期间费用率变化情况	- 5 -
图表 8: 华兰股份盈利能力变化	- 5 -
图表 9: 华兰股份主要产品增长情况 (百万元)	- 5 -
图表 10: 华兰股份主要产品毛利率变化情况/%	- 5 -
图表 11: 华兰股份在手授权项目数量/个	- 6 -
图表 12: 华兰股份财务报表预测	- 7 -

全年收入表现稳健，毛利能力逐步改善

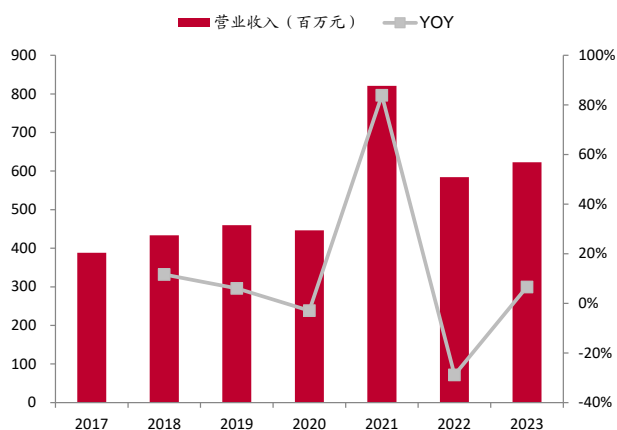
- 2023年公司实现营业收入6.23亿元,同比增长6.64%,归母净利润1.18亿元,同比增长25.79%,扣非净利润0.66亿元,同比增长1.98%。

图表 1: 华兰股份主要财务指标变化 (百万元)



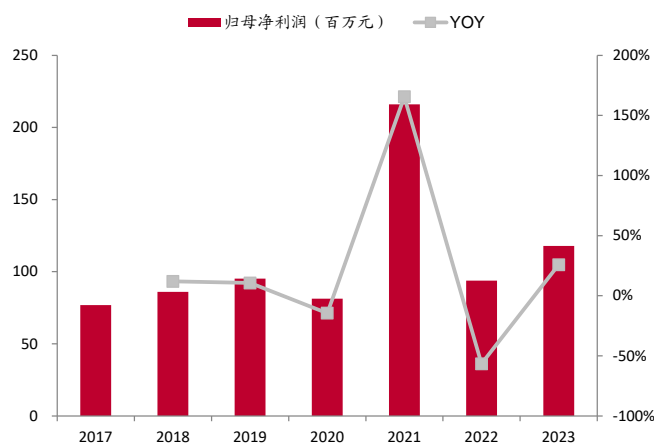
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 华兰股份主营业务收入情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 华兰股份归母净利润情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

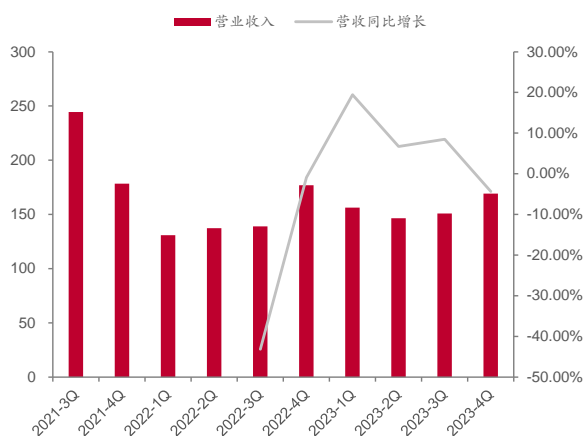
- 分季度来看: 2023Q4 实现收入 1.69 亿元, 同比下降 4.36%, 归母净利润 0.29 亿元, 同比增长 67.37%, 扣非净利润 0.17 亿元, 同比增长 45.94%; 公司单季度收入相对稳健, 环比 Q3 增长 12.15%, 呈现较好恢复趋势, 单季度利润在低基数下实现高增。

图表 4: 华兰股份分季度财务数据 (百万元)

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	244.42	178.46	130.92	137.32	139.02	176.89	156.34	146.57	150.84	169.17
营收同比增长					-43.12%	-0.88%	19.42%	6.74%	8.50%	-4.36%
营收环比增长		-26.99%	-26.64%	4.89%	1.24%	27.24%	-11.62%	-6.25%	2.91%	12.15%
营业成本	104.30	90.65	71.24	77.13	84.45	96.46	87.28	81.56	90.48	104.32
营业费用	20.13	19.25	11.37	16.03	12.92	12.49	13.44	17.22	11.48	13.28
管理费用	17.51	26.00	16.67	14.72	16.57	41.01	21.81	22.21	23.81	24.77
财务费用	0.66	-3.34	-3.46	-0.35	-2.17	-0.04	1.10	-2.37	-0.24	-2.46
营业利润	92.47	31.51	36.84	29.44	26.68	18.27	38.94	32.27	35.24	32.25
利润总额	91.44	31.80	36.56	29.24	24.85	16.68	38.89	31.76	34.26	32.37
所得税	15.01	0.09	5.39	4.26	4.34	-0.41	5.64	4.98	4.98	3.75
归母净利润	76.43	31.71	31.17	24.98	20.51	17.10	33.25	26.78	29.27	28.62
归母净利润同比					-73.16%	-46.07%	6.67%	7.21%	42.71%	67.37%

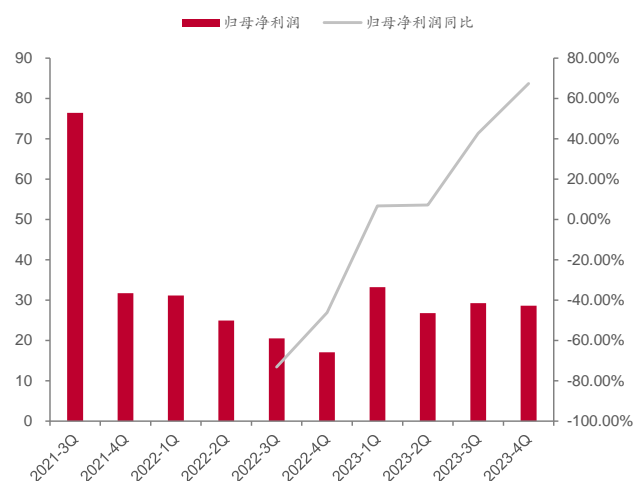
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 华兰股份分季度营业收入变化 (百万元)



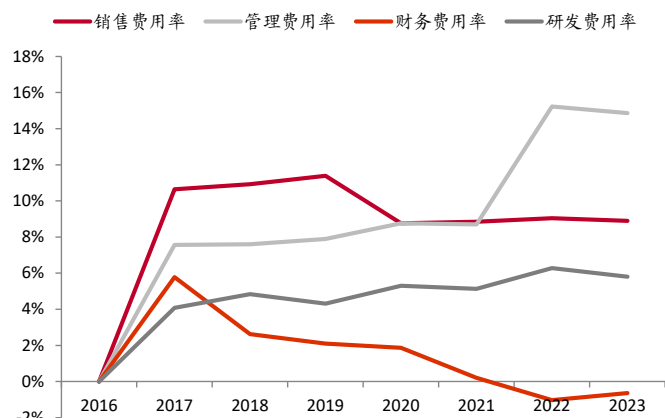
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 华兰股份分季度归母净利润变化 (百万元)

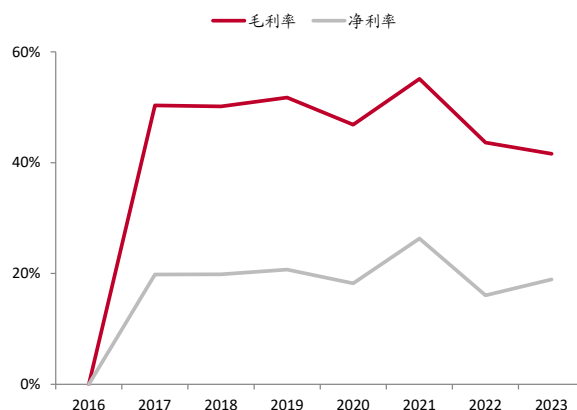


来源: wind, 中泰证券研究所

- 期间费用率稳中有降, 厂房折旧等影响短期毛利水平。公司 2023 年销售费用率 8.90%, 同比下降 0.15pp, 管理费用率 14.86%, 同比下降 0.37pp, 研发费用率 5.81%, 同比下降 0.47pp, 财务费用率-0.64%, 同比提升 0.40pp, 公司期间费用率整体有所优化, 其中财务费用率略有提升, 主要因本期利息收入减少。伴随募投厂区逐渐投产, 相关折旧摊销有所增加, 对公司利润率造成一定影响, 2023 年公司毛利率 41.62%, 同比下降 2.00pp, 净利率 18.93%, 同比提升 2.88pp。

图表 7: 华兰股份期间费用率变化情况


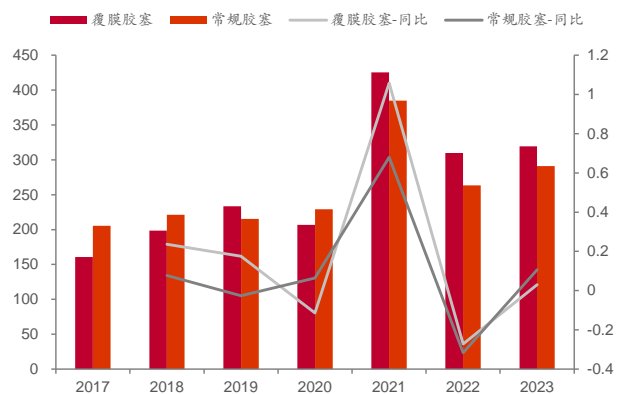
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 华兰股份盈利能力变化


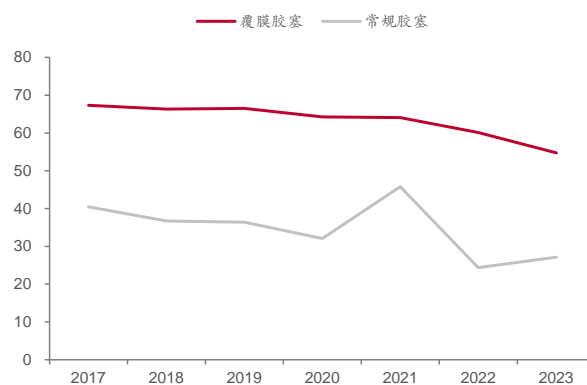
来源: wind, 中泰证券研究所

下游需求持续回暖, 新车间产能有望逐渐释放

- 胶塞需求逐渐回暖, 在手项目储备丰富。**2023 年公司覆膜胶塞产品收入 3.19 亿元, 同比增长 3.07%, 常规胶塞产品收入 2.91 亿元, 同比增长 10.59%, 年初迄今伴随诊疗需求的持续复苏, 配套胶塞产品需求逐渐释放, 相关产品迎来稳健增长。公司基于持续品牌技术优势持续加大市场开拓和终端营销, 2023 年新增上海凯莱英、云南白药、华熙生物等 284 家客户, 在手授权项目达 2398 项, 与多家制剂客户推进产品共同审批, 未来有望逐步推向市场。

图表 9: 华兰股份主要产品增长情况 (百万元)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 华兰股份主要产品毛利率变化情况/%


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 华兰股份在手授权项目数量/个

项目类型	生物药		化学药		合计数量	
	项目阶段	覆膜胶塞项目	常规胶塞项目	覆膜胶塞项目		常规胶塞项目
临床一期		164	72	41	31	308
临床二期		57	18	7	5	87
临床三期		29	15	10	4	58
临床四期		0	7	0	0	7
已获得生产批件		2	26	16	8	52
新药上市		108	85	225	177	595
一致性评价		18	14	156	147	335
补充申请		0	7	5	8	20
老药品注册		5	63	20	124	212
其他		158	122	214	230	724
总计		541	429	694	734	2398

来源: wind, 中泰证券研究所

- 产能项目加快推进, 注射笔、预灌封等多款新品进展顺利。**2023 年公司全力推进自动化、智能化工厂改造项目和扩大预充式医用包装材料产能项目的建设投产, 目前高价值丁基胶塞、笔式注射器用及预灌封注射器用橡胶组件等多个新品种已经完成产品研发和申报登记, 顺利进入客户联合验证阶段。2024 年公司将进一步加快相关品种的客户联合验证和关联审评步伐, 推动 COC 产品的开发工作, 推动公司营收规模实现更快发展。

风险提示

- 新产品研发、注册及认证风险:** 由于公司的研发、注册和认证涉及到多个技术平台、多个产品领域和多个国家, 因此总体上对研发能力和产品注册能力要求更高。自 2018 年以来中国、欧盟及美国的注册政策趋严, 注册难度加大, 如果公司不能保持持续的研发能力, 在未来发展过程中将面临新产品的研发、注册和认证风险。
- 政策变化风险:** 体外诊断行业受国家的严格管控, 在持续深入的医改背景下, 两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响, 从而产生业绩波动。
- 汇率变动风险:** 公司境外收入占比较大。受国内外经济形势变化影响, 人民币对美元、欧元等主要货币的汇率可能会出现波动, 产生的汇兑损益也可能对公司的业绩造成影响。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 12: 华兰股份财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	422	226	293	386	营业收入	623	753	978	1,286
应收票据	0	0	0	0	营业成本	364	416	498	608
应收账款	176	214	272	354	税金及附加	6	8	10	13
预付账款	16	22	28	31	销售费用	55	68	88	116
存货	95	108	140	177	管理费用	93	113	147	193
合同资产	0	0	0	0	研发费用	36	44	57	75
其他流动资产	1,265	1,223	1,137	1,032	财务费用	-4	-4	10	17
流动资产合计	1,972	1,793	1,871	1,980	信用减值损失	1	-1	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	3	10	13	9
固定资产	390	798	1,266	1,791	投资收益	45	20	20	15
在建工程	157	257	257	157	其他收益	17	10	10	13
无形资产	61	69	81	98	营业利润	139	146	209	299
其他非流动资产	132	144	154	161	营业外收入	-1	0	1	0
非流动资产合计	739	1,268	1,757	2,207	营业外支出	1	2	3	2
资产合计	2,712	3,061	3,628	4,187	利润总额	137	144	207	297
短期借款	0	103	378	560	所得税	19	20	29	42
应付票据	49	71	84	95	净利润	118	124	178	255
应付账款	67	83	101	125	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	118	124	178	255
合同负债	3	11	14	18	NOPLAT	115	120	186	270
其他应付款	16	16	16	16	EPS (按最新股本摊薄)	0.91	0.96	1.37	1.97
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	37	41	48	58	主要财务比率				
流动负债合计	172	324	641	872	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	200	300	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	6.6%	20.8%	30.0%	31.4%
其他非流动负债	54	54	54	54	EBIT增长率	31.6%	5.2%	54.6%	44.7%
非流动负债合计	54	154	254	354	归母公司净利润增长率	25.8%	5.0%	43.5%	43.7%
负债合计	225	478	895	1,226	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,486	2,583	2,733	2,962	毛利率	41.6%	44.8%	49.1%	52.7%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	18.9%	16.5%	18.2%	19.9%
所有者权益合计	2,486	2,583	2,733	2,962	ROE	4.7%	4.8%	6.5%	8.6%
负债和股东权益	2,712	3,061	3,628	4,187	ROIC	5.6%	5.3%	6.8%	8.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	8.3%	15.6%	24.7%	29.3%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	2.2%	9.9%	23.1%	30.9%
经营活动现金流	224	136	205	301	流动比率	11.5	5.5	2.9	2.3
现金收益	135	132	205	294	速动比率	10.9	5.2	2.7	2.1
存货影响	25	-13	-31	-38	营运能力				
经营性应收影响	16	-43	-62	-83	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
经营性应付影响	16	38	31	35	应收账款周转天数	103	93	90	88
其他影响	33	21	63	94	应付账款周转天数	64	65	67	67
投资活动现金流	105	-512	-474	-448	存货周转天数	106	88	89	94
资本支出	-220	-529	-496	-465	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.91	0.96	1.37	1.97
其他长期资产变化	325	17	22	17	每股经营现金流	1.73	1.05	1.58	2.33
融资活动现金流	-56	180	337	239	每股净资产	19.22	19.96	21.13	22.89
借款增加	0	203	375	282	估值比率				
股利及利息支付	-41	-41	-63	-95	P/E	25	24	16	11
股东融资	12	0	0	0	P/B	1	1	1	1
其他影响	-27	18	25	52	EV/EBITDA				

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。