

华兰疫苗 (301207.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

签发批次持续领先，静待流感疫苗放量

业绩简评

2024年8月29日，公司发布2024年半年度报告，2024年上半年公司实现收入0.36亿元，同比-76%；实现归母净利润0.25亿元，同比-77%；实现扣非归母净利润-0.21亿元，同比转亏%；单季度来看，2024年第二季度公司实现收入0.01亿元，同比-73%；实现归母净利润-0.13亿元，同比转亏；实现扣非归母净利润-0.35亿元，亏损同比增加249%。

经营分析

批签发工作稳步推进，静待流感疫苗放量。根据公司公告，2021年至2023年，公司流感疫苗分别获的批签发100批次、103批次和94批次，流感疫苗批签发批次数量持续保持国内龙头地位。2024年上半年公司流感疫苗生产及批签发早于上年，截止2024年6月底公司流感疫苗共批签发66批；但由于上半年是流感疫苗的销售淡季，加之6月份公司四价流感疫苗价格调整后各省招标采购平台需对产品价格进行更新，故上半年流感疫苗销售整体较少。

主要产品价格调整，流感疫苗接种率有望提升。根据公司此前公告，公司决定自2024年6月5日起对公司四价流感疫苗产品价格进行调整：四价流感病毒裂解疫苗（成人剂型、预充式0.5ml/支）调整至88元/支；四价流感病毒裂解疫苗（成人剂型、西林瓶0.5ml/瓶）调整至85元/瓶；四价流感病毒裂解疫苗（儿童剂型、预充式0.25ml/支）调整至128元/支。从长远来看，价格降低有利于刺激流感疫苗市场需求的增长，进一步提升流感疫苗接种率，扩大市场规模，带来以价换量的市场机遇。

架设多元在研产品管线，培育新利润增长点。公司研发的吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗、A群C群脑膜炎球菌结合疫苗等疫苗正在按计划开展临床研究或注册申报工作；此外，公司稳步开展冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗、重组带状疱疹疫苗（CHO细胞）、流感病毒mRNA疫苗、mRNA呼吸道合胞病毒疫苗的临床前研发工作。公司将持续推进疫苗新产品研发，增加新的利润增长点。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司产品价格调整等因素，我们下调公司24-25年盈利预测，预计公司24-26年分别实现归母净利润5.89（-32%）、7.31（+24%）、8.77亿元（+20%）。2023-2025年公司对应EPS分别为0.98、1.22、1.46元，对应当前PE分别为18、15、12倍。维持“买入”评级。

风险提示

流感疫苗销售推广不及预期风险；在研产品的研发风险；市场竞争加剧的风险；股东减持的风险。

医药组

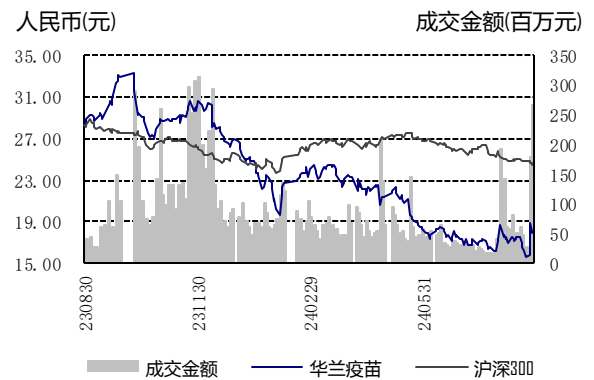
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.90元

相关报告：

1.《华兰疫苗公司点评：流感疫苗如期放量，建议持续关注甲流边际变化》，2023.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,826	2,410	1,721	2,102	2,485
营业收入增长率	-0.23%	32.03%	-28.60%	22.13%	18.22%
归母净利润(百万元)	520	860	589	731	877
归母净利润增长率	-16.32%	65.49%	-31.52%	24.17%	19.88%
摊薄每股收益(元)	1.299	1.433	0.982	1.219	1.461
每股经营性现金流净额	0.72	1.48	2.46	1.49	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.45%	13.73%	8.83%	10.12%	11.07%
P/E	34.32	19.40	18.24	14.69	12.25
P/B	3.24	2.66	1.61	1.49	1.36

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,830	1,826	2,410	1,721	2,102	2,485
增长率		-0.2%	32.0%	-28.6%	22.1%	18.2%
主营业务成本	-221	-217	-287	-268	-334	-399
%销售收入	12.1%	11.9%	11.9%	15.6%	15.9%	16.1%
毛利	1,609	1,608	2,123	1,453	1,768	2,086
%销售收入	87.9%	88.1%	88.1%	84.5%	84.1%	84.0%
营业税金及附加	-11	-13	-15	-9	-11	-12
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-583	-681	-949	-637	-773	-904
%销售收入	31.9%	37.3%	39.4%	37.0%	36.8%	36.4%
管理费用	-65	-96	-70	-83	-95	-97
%销售收入	3.5%	5.2%	2.9%	4.8%	4.5%	3.9%
研发费用	-144	-135	-91	-122	-147	-171
%销售收入	7.9%	7.4%	3.8%	7.1%	7.0%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	807	685	998	603	742	901
%销售收入	44.1%	37.5%	41.4%	35.1%	35.3%	36.3%
财务费用	-8	5	5	11	32	38
%销售收入	0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.6%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	-134	-181	-116	-2	0	0
公允价值变动收益	14	17	40	0	0	0
投资收益	24	56	70	50	50	50
%税前利润	3.4%	9.4%	7.0%	7.5%	6.0%	5.0%
营业利润	707	593	1,010	669	831	996
营业利润率	38.6%	32.5%	41.9%	38.9%	39.5%	40.1%
营业外收支	-1	-3	-3	0	0	0
税前利润	706	589	1,007	669	831	996
利润率	38.6%	32.3%	41.8%	38.9%	39.5%	40.1%
所得税	-85	-70	-147	-80	-100	-120
所得税率	12.0%	11.8%	14.6%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	621	520	860	589	731	877
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	621	520	860	589	731	877
净利率	33.9%	28.5%	35.7%	34.2%	34.8%	35.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	621	520	860	589	731	877
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	205	322	261	147	152	158
非经营收益	-34	-84	-104	-33	-46	-46
营运资金变动	-223	-471	-129	772	59	-91
经营活动现金净流	569	287	889	1,475	896	898
资本开支	-636	-92	-63	-269	-470	-470
投资	-479	-1,712	-711	0	0	0
其他	23	48	53	50	50	50
投资活动现金净流	-1,092	-1,756	-721	-219	-420	-420
股权募资	0	2,255	0	0	0	0
债权募资	300	-200	0	-332	0	0
其他	-14	-103	-126	-190	-180	-180
筹资活动现金净流	286	1,952	-126	-521	-180	-180
现金净流量	-237	484	41	735	296	298

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	132	600	641	1,376	1,671	1,969
应收款项	1,441	1,797	1,992	1,274	1,267	1,362
存货	107	167	173	108	126	145
其他流动资产	849	1,629	2,421	1,684	1,691	1,698
流动资产	2,529	4,193	5,227	4,441	4,756	5,174
%总资产	55.9%	59.3%	65.4%	57.8%	57.2%	57.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,350	1,287	1,176	1,382	1,582	1,777
%总资产	29.8%	18.2%	14.7%	18.0%	19.0%	19.7%
无形资产	55	49	48	66	84	102
非流动资产	1,994	2,883	2,769	3,244	3,558	3,866
%总资产	44.1%	40.7%	34.6%	42.2%	42.8%	42.8%
资产总计	4,523	7,076	7,995	7,685	8,314	9,040
短期借款	501	300	300	0	0	0
应付款项	1,139	1,221	1,325	995	1,069	1,094
其他流动负债	31	16	60	18	22	26
流动负债	1,672	1,537	1,686	1,013	1,091	1,120
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	43	42	47	0	0	0
负债	1,715	1,579	1,732	1,013	1,091	1,120
普通股股东权益	2,808	5,497	6,263	6,672	7,223	7,920
其中：股本	360	400	600	600	600	600
未分配利润	1,411	1,808	2,462	2,871	3,422	4,118
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,523	7,076	7,995	7,685	8,314	9,040

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.725	1.299	1.433	0.982	1.219	1.461
每股净资产	7.800	13.741	10.438	11.120	12.038	13.199
每股经营现金净流	1.580	0.718	1.481	2.458	1.493	1.496
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	22.11%	9.45%	13.73%	8.83%	10.12%	11.07%
总资产收益率	13.73%	7.34%	10.76%	7.66%	8.80%	9.70%
投入资本收益率	21.43%	10.40%	12.96%	7.96%	9.04%	10.01%
增长率						
主营业务收入增长率	-24.59%	-0.23%	32.03%	-28.60%	22.13%	18.22%
EBIT增长率	-28.55%	-15.12%	45.81%	-39.57%	23.00%	21.40%
净利润增长率	-32.86%	-16.32%	65.49%	-31.52%	24.17%	19.88%
总资产增长率	24.00%	56.42%	13.00%	-3.88%	8.18%	8.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	296.1	323.4	286.7	270.0	220.0	200.0
存货周转天数	126.2	230.4	216.5	150.0	140.0	135.0
应付账款周转天数	161.8	228.0	144.4	190.0	180.0	170.0
固定资产周转天数	269.2	256.6	177.5	228.8	170.0	128.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.24%	-31.28%	-30.96%	-44.58%	-45.27%	-45.05%
EBIT利息保障倍数	98.3	-125.0	-198.8	-54.8	-23.5	-23.9
资产负债率	37.92%	22.32%	21.67%	13.18%	13.12%	12.39%

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	0	0	0	1	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	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	2023-07-18	买入	35.00	39.78~39.78
2	2023-10-30	买入	28.86	N/A

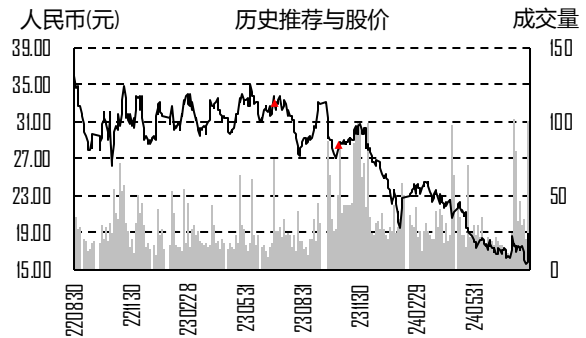
来源：国金证券研究所

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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806