

华兰生物(002007)/生物制品

证券研究报告/公司点评

2023年04月22日

评级：买入(维持)

市场价格：23.59

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

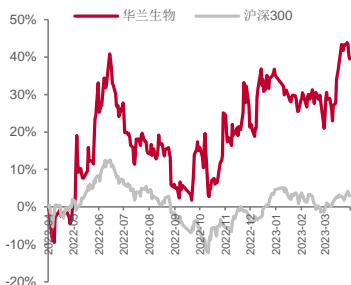
Email: zhujq@r.qlzq.com.cn:

联系人：张楠

Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,824
流通股本(百万股)	978
市价(元)	23.59
市值(亿元)	43,037
流通市值(亿元)	23,062

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 华兰生物(002007)-2023Q1 预告点评: Q1 甲流贡献可观增量, 血制品稳健增长-买入-(中泰证券_祝嘉琦、张楠)-20230410

公司盈利预测及估值

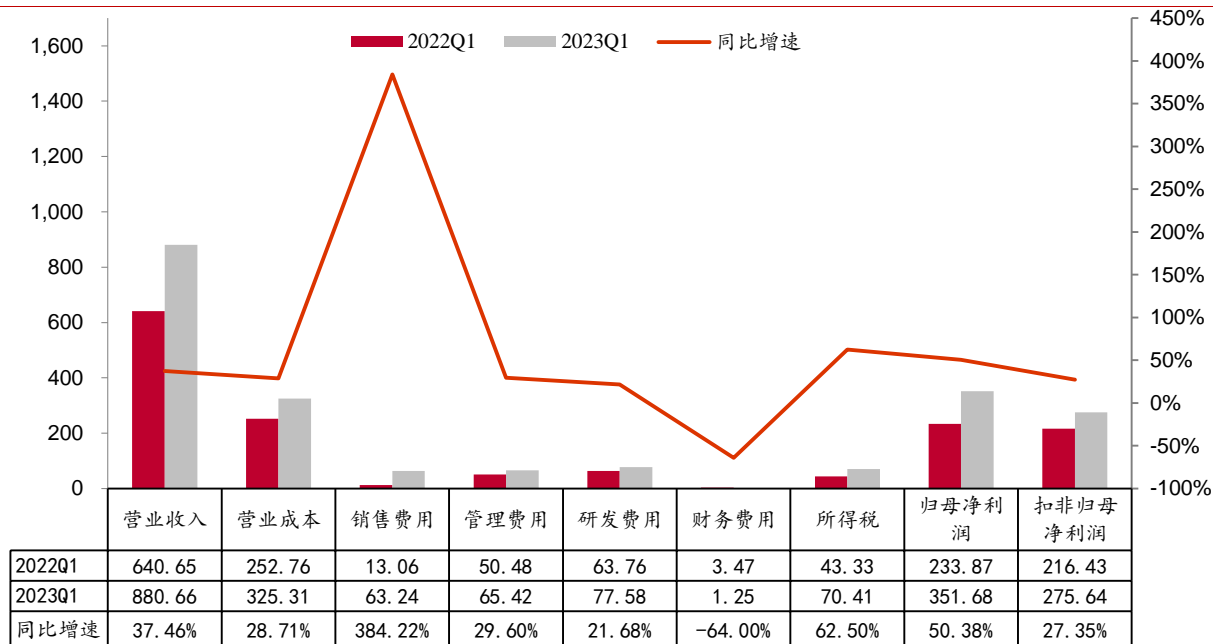
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4436.20	4516.98	5480.01	6405.23	7522.42
增长率 yoy%	-11.69%	1.82%	21.32%	16.88%	17.44%
净利润(百万元)	1298.90	1076.27	1565.43	1897.46	2272.20
增长率 yoy%	-19.48%	-17.14%	45.45%	21.21%	19.75%
每股收益(元)	0.71	0.59	0.86	1.04	1.25
每股现金流量	0.38	0.60	1.58	2.11	2.72
净资产收益率	14%	9%	12%	12%	13%
P/E	33.13	39.99	27.49	22.68	18.94
PEG	-1.70	-2.33	0.60	1.07	0.96
P/B	5.16	4.14	3.82	3.43	3.09

备注：截止 2023.4.21

投资要点

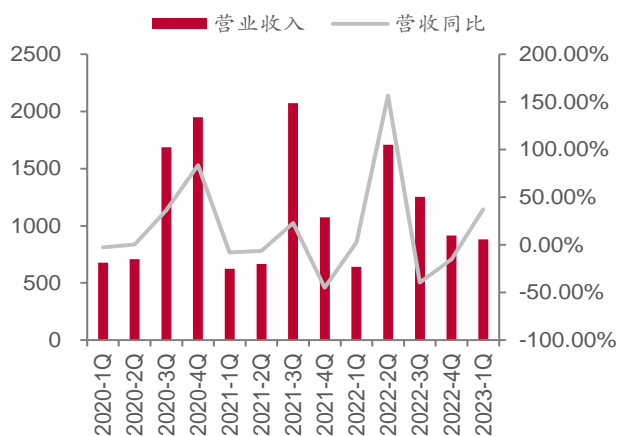
- **事件：公司发布 2023 年一季报，一季度实现营业收入 8.81 亿元，同比增长 37.46%；归母净利润 3.52 亿元，同比增长 50.38%；扣非净利润 2.76 亿元，同比增长 27.35%。**
- **疫苗业务：甲流贡献较大增量，看好全年恢复性放量。**2023Q1 子公司华兰疫苗实现营业收入 1.45 亿元(+892.96%)，归母净利润 9397 万元(同期亏损 84.99 万元)，扣非归母净利润 6803 万元(同期亏损 359.68 万元)。2023Q1 甲流疫情催化，公司部分库存流感疫苗对外销售，同时该部分疫苗在销售后结转的成本与 22 年已计提的减值准备相抵消。随着疫情管控放开、新冠挤兑边际大幅减弱、大规模感染的可能性降低、易感人群积累等，我们预计 23 年流感疫苗的批签发、终端接种将回暖。
- **血制品业务：新浆站获批打开成长空间。**23Q1 血液制品业务保持稳定增长，根据中检院批签发数据，23Q1 公司人血白蛋白批签发 52 批次(+4%)，静丙批签发 44 批次(+57.14%)。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。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。
- **甲流致销售费用增幅明显，存货保持稳定。**2023Q1 公司销售费用 6324 万元(+384.22%)，销售费率 7.18% (+5.14pp)，流感疫苗的销售高峰期一般为下半年，今年 Q1 部分流感疫苗销售导致相应服务费大幅增加。管理费用 6542 万元(+29.60%)，管理费用率 7.43% (-0.45pp)。研发费用 7758 万元(+21.68%)，研发费率 8.81% (-1.14pp)。财务费率 0.14% (-0.40pp)。2023Q1 年公司存货 16.40 亿元，占资产比重 10.87% (-1.06pp)。
- **在研管线丰富，打造长期发展基石。**目前公司在研管线主要集中在血制品、疫苗、单抗等 3 个领域，形成梯度适中、布局丰富的研发格局。凝血八因子、凝血酶原复合物 23Q1 获批上市，新一代静丙处于临床阶段；狂犬疫苗、破伤风疫苗 23Q1 获批上市，2 价流脑结合、组分百白破处于 III 期临床；参股公司华兰基因共有 7 个单抗获批临床，其中贝伐珠单抗 NDA，阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、地诺单抗正在开展 III 期临床，帕尼单抗和伊匹木单抗正在进行 I 期临床，为公司培育新的利润增长点。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 55、64、75 亿元，同比增长 21.32%、16.88%、17.44%，归母净利润分别为 15.65、18.97、22.72 亿元，同比增长 45.45%、21.21%、19.75%。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: 华兰生物分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)



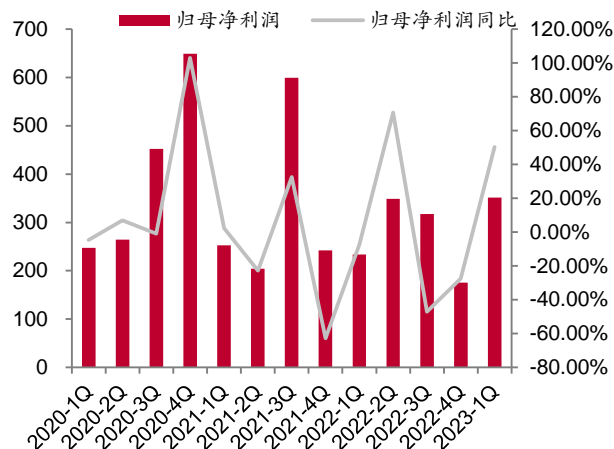
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 华兰生物分季度收入情况 (单位: 百万元, %)



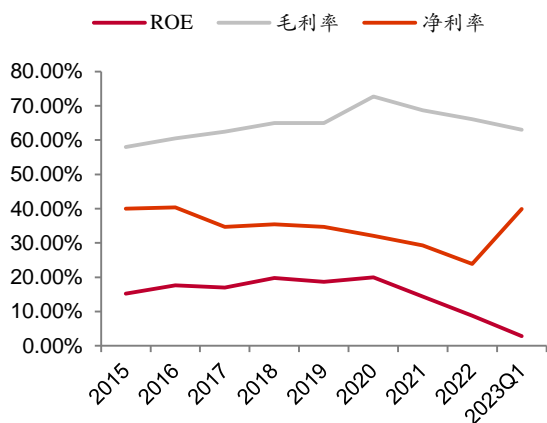
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 华兰生物分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %)



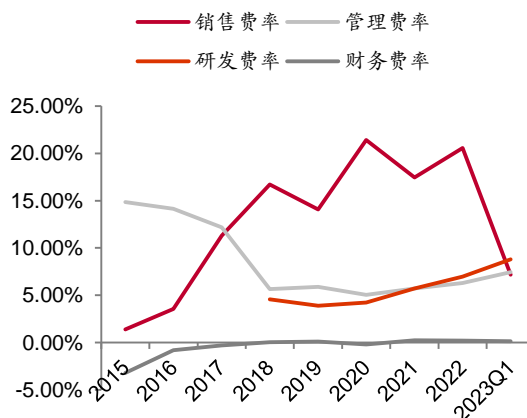
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 华兰生物盈利情况 (单位: %)



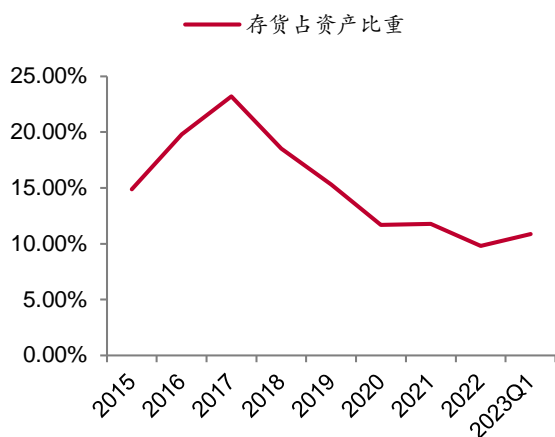
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 华兰生物费用率情况 (单位: %)



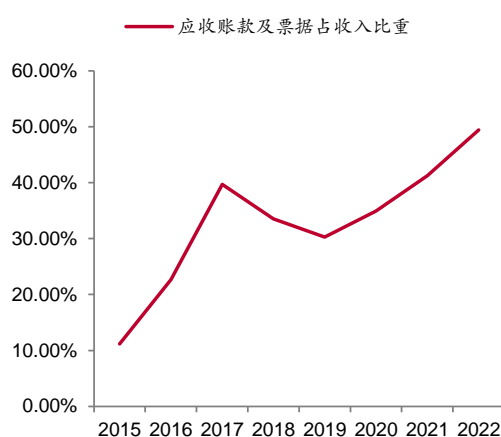
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 华兰生物存货占资产比重 (单位: %)



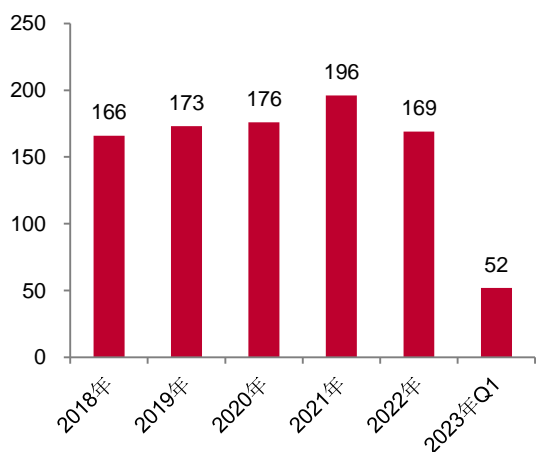
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 华兰生物应收账款及票据情况 (单位: %)



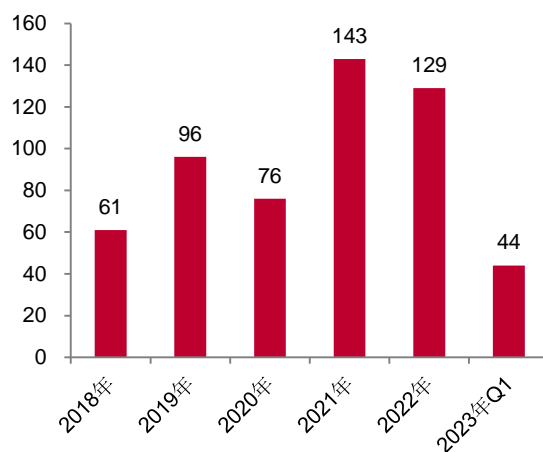
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 华兰生物人血白蛋白批签发情况 (单位: 批次)



来源: 中检院, 中泰证券研究所

图表 9: 华兰生物静丙批签发情况 (单位: 批次)



来源: 中检院, 中泰证券研究所

图表 10: 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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,099	2,880	3,842	4,953	营业收入	4,517	5,480	6,405	7,522
应收票据	0	58	17	25	营业成本	1,533	1,640	1,848	2,090
应收账款	2,232	2,097	2,670	3,279	税金及附加	42	46	53	64
预付账款	29	37	45	48	销售费用	930	1,178	1,345	1,580
存货	1,447	1,505	1,707	1,967	管理费用	284	340	384	451
合同资产	0	0	0	0	研发费用	315	274	320	376
其他流动资产	3,270	2,830	3,037	3,352	财务费用	10	-9	-8	-8
流动资产合计	8,077	9,407	11,318	13,624	信用减值损失	-33	-29	-24	-29
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-157	-108	-133	-133
长期股权投资	70	70	70	70	公允价值变动收益	36	36	36	36
固定资产	2,063	2,220	2,357	2,414	投资收益	108	89	90	96
在建工程	216	266	316	366	其他收益	19	19	19	19
无形资产	310	323	349	387	营业利润	1,424	2,066	2,498	3,006
其他非流动资产	4,005	3,960	3,983	3,986	营业外收入	10	10	10	10
非流动资产合计	6,664	6,839	7,075	7,223	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	14,741	16,246	18,393	20,847	利润总额	1,428	2,070	2,502	3,010
短期借款	800	800	800	799	所得税	180	285	340	405
应付票据	15	32	46	38	净利润	1,248	1,785	2,162	2,605
应付账款	160	155	195	241	少数股东损益	171	220	265	332
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,077	1,565	1,897	2,273
合同负债	15	14	19	21	NOPLAT	1,256	1,778	2,155	2,598
其他应付款	1,121	1,121	1,121	1,121	EPS (摊薄)	0.59	0.86	1.04	1.25
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	37	82	81	106	主要财务比率				
流动负债合计	2,148	2,204	2,262	2,326	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	300	410	520	630	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	1.8%	21.3%	16.9%	17.4%
其他非流动负债	82	44	54	62	EBIT增长率	-15.3%	43.3%	21.0%	20.4%
非流动负债合计	382	454	574	692	归母公司净利润增长率	-17.1%	45.5%	21.2%	19.7%
负债合计	2,530	2,658	2,836	3,018	获利能力				
归属母公司所有者权益	10,399	11,252	12,550	13,948	毛利率	66.1%	70.1%	71.2%	72.2%
少数股东权益	1,812	2,336	3,007	3,881	净利率	27.6%	32.6%	33.8%	34.6%
所有者权益合计	12,211	13,588	15,557	17,829	ROE	8.8%	11.5%	12.2%	12.7%
负债和股东权益	14,741	16,246	18,393	20,847	ROIC	18.1%	21.4%	21.4%	21.4%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	17.2%	16.4%	15.4%	14.5%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	9.7%	9.2%	8.8%	8.4%
经营活动现金流	938	2,270	1,443	1,682	流动比率	3.8	4.3	5.0	5.9
现金收益	1,545	2,060	2,450	2,920	速动比率	3.1	3.6	4.2	5.0
存货影响	-88	-59	-202	-260	营运能力				
经营性应收影响	-237	177	-407	-488	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
经营性应付影响	-10	12	53	38	应收账款周转天数	162	142	134	142
其他影响	-271	79	-452	-528	应付账款周转天数	44	35	34	38
投资活动现金流	-2,450	-216	-116	57	存货周转天数	329	324	313	316
资本支出	-336	-503	-509	-468	每股指标 (元)				
股权投资	26	0	0	0	每股收益	0.59	0.86	1.04	1.25
其他长期资产变化	-2,140	287	393	525	每股经营现金流	0.51	1.24	0.79	0.92
融资活动现金流	1,918	-273	-365	-628	每股净资产	5.70	6.17	6.88	7.65
借款增加	100	110	110	110	估值比率				
股利及利息支付	-425	-687	-996	-1,338	P/E	40	27	23	19
股东融资	2,255	2,255	2,255	2,255	P/B	4	4	3	3
其他影响	-12	-1,951	-1,734	-1,655	EV/EBITDA	9	7	6	5

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。