

2023 年 04 月 11 日
华兰生物 (002007.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

Q1 血制品业务保持稳定增长，流感疫苗销量同比明显提升

事件：公司发布 2023 一季度业绩预告。2023 年一季度，公司预计实现归母净利润 3.27-3.74 亿元，同比增长 40%-60%；报告期内，公司非经常性损益对净利润影响金额约为 7600 万元（主要系公司本期出售资产产生收益及利用闲置资金投资理财收益增加所致，去年同期仅为 1743.25 万元），因此公司 2023Q1 预计实现扣非归母净利润 2.51-2.98 亿元，同比增长 16.16%-37.77%。

血制品业务保持稳定增长，新浆站建设持续推进。根据公司公告，2023Q1 公司血液制品业务保持稳定增长，从批签发数据看，2023Q1 公司主要产品批签发批次实现较大增长，其中：静丙 47 批次 (+62%)、肌丙 5 批次 (+400%)、八因子 34 批次 (+70%)、PCG 40 批次 (+48%)、破免 22 批次 (+29%)、狂免 9 批次 (+29%)、白蛋白 58 批次 (+9%)、乙免 6 批次 (2022Q1 无批签发)、纤原 4 批次 (-71%)。2022 年公司积极申请新建浆站同时加强对原有浆站的浆源拓展，先后获准在河南 7 地设置单采血浆站，25 家在营浆站(含分站)共实现采浆量 1100 多吨，同比增长 8% 以上。根据投资者关系记录，公司正按计划推进 7 家新浆站的建设工作，有部分单采血浆站已经建成，正在等待验收，争取 2023 年内 7 家浆站全部顺利通过验收并开始采浆，新浆站的建设及原浆站持续挖潜有望为公司血液制品业务稳定增长奠定坚实基础。同时，为满足采浆量上涨后各类产品的生产需求，公司征地 350 亩新建医药研发及智能化生产基地，扩大和拓展公司现有生产规模和产业布局，公司在血液制品行业的领先地位有望得到进一步巩固。

流感疫苗业务有望回暖，狂犬疫苗及破伤风疫苗将贡献新增长点。2023Q1 全国多地甲型流感疫情呈现高发态势，公司控股子公司华兰疫苗 2022 年底库存的部分流感疫苗销量较上年同期明显增长；同时，由于该部分疫苗已在 2022 年报中全额计提减值准备，在实现销售后，应结转的成本与上年已计提的减值准备相抵消，对公司 2023Q1 业绩产生了积极影响。2022 年公司流感疫苗销售受到了新冠疫情等不利影响，2023Q1 部分省份流感高发下，民众对疫苗的接种意识或有所增强，随着 2023 年公司流感疫苗接种工作的正常推进，流感疫苗销售较去年有望逐步回暖。此外，2023 年初公司先后取得冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞) 及吸附破伤风疫苗的生产批件，产品管线进一步丰富。根据投资者关系记录，公司的冻干人用狂犬病疫苗生产过程不含任何抗生素，拥有更好的安全性和有效性；吸附破伤风疫苗采用先精制后脱毒的工艺进行生产，并采用柱层析法取代了硫酸铵盐析法，提高了破伤风类毒素原液的纯度，增强了免疫原性。两款产品正

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **28.25 元**
股价 (2023-04-10) **24.62 元**

交易数据

总市值(百万元)	44,915.91
流通市值(百万元)	38,741.71
总股本(百万股)	1,824.37
流通股本(百万股)	1,573.59
12 个月价格区间	15.54/24.62 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.4	3.9	29.6
绝对收益	9.9	6.1	26.6

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

血制品业务有望重回增长轨道，四价流感疫苗疫后恢复可期	2023-04-04
华兰生物：Q3 业绩受流感疫苗销售提前影响短期承压，长期增长趋势未变	2022-11-06

式销售后有望对公司业绩产生积极影响。

目 **投资建议**：我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 20.0%、20.8%、16.6%，净利润增速分别为 33.0%、25.3%、17.4%，对应 EPS 分别为 0.78 元、0.98 元、1.15 元，对应 PE 分别为 31.4 倍、25.0 倍、21.3 倍；维持买入-A 的投资评级。

目 **风险提示**：浆站建设进度不及预期、流感疫情的不确定性、产品市场推广及销售不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	4,436.2	4,517.0	5,421.6	6,549.9	7,636.0
净利润	1,298.9	1,076.3	1,431.8	1,794.3	2,106.3
每股收益(元)	0.71	0.59	0.78	0.98	1.15
每股净资产(元)	4.57	5.70	6.48	7.47	8.62

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	34.6	41.7	31.4	25.0	21.3
市净率(倍)	5.4	4.3	3.8	3.3	2.9
净利润率	29.3%	23.8%	26.4%	27.4%	27.6%
净资产收益率	15.6%	10.4%	12.1%	13.2%	13.4%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	36.3%	26.7%	29.5%	34.7%	38.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,436.2	4,517.0	5,421.6	6,549.9	7,636.0	成长性					
减:营业成本	1,386.9	1,532.9	1,728.2	2,033.7	2,400.5	营业收入增长率	-11.7%	1.8%	20.0%	20.8%	16.6%
营业税费	36.2	41.7	44.8	56.0	66.3	营业利润增长率	-21.1%	-16.0%	33.6%	25.3%	17.3%
销售费用	775.2	929.7	1,152.0	1,397.1	1,638.1	净利润增长率	-19.5%	-17.1%	33.0%	25.3%	17.4%
管理费用	253.5	284.5	328.0	375.3	424.0	EBITDA 增长率	-9.9%	-8.0%	17.9%	18.7%	12.9%
研发费用	253.6	314.7	336.1	399.5	458.2	EBIT 增长率	-11.4%	-12.7%	19.9%	21.2%	14.4%
财务费用	9.8	9.7	-4.8	-31.2	-61.8	NOPLAT 增长率	-20.0%	-14.8%	32.3%	23.9%	16.2%
资产减值损失	-133.3	-157.3	-80.0	-70.0	-60.0	投资资本增长率	15.9%	20.0%	5.4%	5.6%	10.4%
加:公允价值变动收益	26.9	36.1	-	-	-	净资产增长率	11.9%	34.7%	13.6%	15.0%	15.3%
投资和汇兑收益	73.4	107.9	143.7	134.3	141.6						
营业利润	1,696.4	1,424.5	1,902.7	2,383.5	2,795.7	利润率					
加:营业外净收支	-8.2	3.9	-2.5	-2.2	-0.3	毛利率	68.7%	66.1%	68.1%	69.0%	68.6%
利润总额	1,688.2	1,428.4	1,900.2	2,381.3	2,795.4	营业利润率	38.2%	31.5%	35.1%	36.4%	36.6%
减:所得税	234.1	180.8	240.5	301.4	353.8	净利润率	29.3%	23.8%	26.4%	27.4%	27.6%
净利润	1,298.9	1,076.3	1,431.8	1,794.3	2,106.3	EBITDA/营业收入	48.7%	44.0%	43.2%	42.4%	41.1%
						EBIT/营业收入	44.3%	38.0%	37.9%	38.1%	37.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	146	170	128	91	65
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	165	204	214	203	207
货币资金	692.5	1,098.6	1,418.8	2,712.6	4,008.1	流动资产周转天数	583	595	560	546	574
交易性金融资产	2,659.1	2,369.3	2,369.3	2,369.3	2,369.3	应收帐款周转天数	146	162	160	156	159
应收帐款	1,834.4	2,236.2	2,583.0	3,094.9	3,667.9	存货周转天数	103	112	102	101	102
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	875	1,047	1,011	933	919
预付帐款	36.7	29.5	51.8	46.5	64.3	投资资本周转天数	354	411	384	335	311
存货	1,358.8	1,446.7	1,640.5	2,049.5	2,296.2						
其他流动资产	269.3	896.8	722.5	794.7	874.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.6%	10.4%	12.1%	13.2%	13.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	8.5%	10.6%	11.4%	11.8%
长期股权投资	96.4	70.0	70.0	70.0	70.0	ROIC	36.3%	26.7%	29.5%	34.7%	38.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,204.8	2,063.8	1,792.6	1,521.5	1,250.3	销售费用率	17.5%	20.6%	21.2%	21.3%	21.5%
在建工程	133.0	216.4	296.4	346.4	396.4	管理费用率	5.7%	6.3%	6.0%	5.7%	5.6%
无形资产	227.1	334.2	399.3	432.7	464.4	研发费用率	5.7%	7.0%	6.2%	6.1%	6.0%
其他非流动资产	2,025.2	3,979.5	4,370.8	4,801.7	5,276.2	财务费用率	0.2%	0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.8%
资产总额	11,537.2	14,741.0	15,715.0	18,240.0	20,737.4	四费/营业收入	29.1%	34.1%	33.4%	32.7%	32.2%
短期债务	800.7	800.4	215.1	195.1	175.1	偿债能力					
应付帐款	1,282.8	1,281.2	1,496.4	1,954.3	2,027.9	资产负债率	21.4%	17.2%	11.7%	12.6%	11.3%
应付票据	24.2	15.3	27.9	28.6	34.2	负债权益比	27.3%	20.7%	13.3%	14.4%	12.8%
其他流动负债	107.3	51.5	47.9	42.6	38.8	流动比率	3.09	3.76	4.92	4.98	5.83
长期借款	190.0	300.0	-	-	-	速动比率	2.48	3.09	4.00	4.06	4.83
其他非流动负债	68.3	82.0	57.3	69.2	69.5	利息保障倍数	200.26	177.18	-424.77	-79.77	-46.09
负债总额	2,473.2	2,530.4	1,844.7	2,289.7	2,345.5	分红指标					
少数股东权益	727.1	1,812.0	2,040.0	2,325.6	2,660.9	DPS(元)	0.20	-	-	-	-
股本	1,824.4	1,824.4	1,824.4	1,824.4	1,824.4	分红比率	28.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	6,553.2	8,574.2	10,006.0	11,800.3	13,906.6	股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	9,064.0	12,210.6	13,870.3	15,950.2	18,391.9						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	1,454.1	1,247.6	1,431.8	1,794.3	2,106.3
						加:折旧和摊销	206.4	287.3	286.0	287.7	289.5
						资产减值准备	133.3	157.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-26.9	-36.1	-	-	-
						财务费用	21.4	30.3	-4.8	-31.2	-61.8
						投资收益	-73.4	-107.9	-143.7	-134.3	-141.6
						少数股东损益	155.2	171.3	227.9	285.6	335.3
						营运资金的变动	-1,713.3	-2,977.9	-821.8	-953.0	-1,316.1
						经营活动产生现金流量	1,432.5	957.3	975.4	1,249.1	1,211.6
						投资活动产生现金流量	-1,758.8	-2,450.0	223.7	34.3	41.6
						融资活动产生现金流量	35.9	1,918.0	-878.9	10.5	42.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.71	0.59	0.78	0.98	1.15
						BVPS(元)	4.57	5.70	6.48	7.47	8.62
						PE(X)	34.6	41.7	31.4	25.0	21.3
						PB(X)	5.4	4.3	3.8	3.3	2.9
						P/FCF	35.8	186.9	184.4	31.2	31.3
						P/S	10.1	9.9	8.3	6.9	5.9
						EV/EBITDA	22.9	18.4	16.7	13.5	11.5
						CAGR(%)	12.7%	25.1%	-3.5%	12.7%	25.1%
						PEG	2.7	1.7	-9.1	2.0	0.9
						ROIC/WACC	3.5	2.6	2.8	3.3	3.6
						REP	3.0	2.5	2.3	1.8	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034