

### 中信证券研究部



**陈竹**  
首席非药品行业  
分析师  
S1010516100003



**田加强**  
首席医疗健康产业  
分析师  
S1010515070002

### 核心观点

**公司 2019 年全年业绩符合预期；静丙驱动血制品板块稳健增长，疫苗业务 2020 年有望放量；疫情影响下血制品行业战略资源属性凸显，研发管线稳步推进打造利润增长点。我们看好公司长期成长价值；重点推荐，上调至“买入”评级。**

■ **2019 年业绩稳健增长，符合预期。**公司 2019 年实现营业收入 37 亿元，归母净利润 12.83 亿元，分别同比增长 15.02%和 12.63%；实现扣非归母净利润 11.47 亿元，同比增长 14.47%；经营性现金流净额 13.63 亿元，同比增长 5.42%。从单季度看，2019Q4 公司分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 10.62 亿/3.20 亿/2.55 亿元，分别同比-10.12%/-15.87%/-20.69%。Q4 业绩阶段性承压，主要受疫苗业务 2018Q4 基数较高且四价流脑和三价流感疫苗（受国家收储影响）计提资产减值损失。全年业绩保持稳健增长，符合预期。

■ **静丙驱动血制品板块持续增长，疫苗业务 2020 年有望放量。**报告期内综合毛利率小幅下降 0.03PCT 至 64.95%。销售费用率下降 2.65PCTs 至 14.07%；管理费用率和财务费用率分别小幅+0.23/+0.09PCT 至 5.88%和 0.10%。血制品板块实现收入 26.44 亿元（+9.77%），其中白蛋白收入 9.79 亿元（-4.57%），静丙受益于临床需求旺盛且前期库存储备充分实现收入 8.91 亿元，同比大幅增长 47.46%。疫苗业务实现收入 10.43 亿元（+30.77%），净利润 3.75 亿元。受益于良好的竞争格局，公司四价流感疫苗全年批签发量约 836 万支。受疫情影响 2020 年有望进一步放量，显著贡献利润弹性。

■ **疫情影响下血制品行业战略资源属性凸显，研发管线稳步推进有望打造利润增长点。**报告期末公司存货周转率由 0.93 显著提升至 1.10，血制品行业在渠道库存出清下景气度明显向好。此外考虑到本轮疫情对于血制品（尤其是静丙品种）的普及推广作用十分显著（参照 SARS 疫情重灾区北京、广州两地于疫情结束后至今静丙使用习惯最好），且行业供应紧张料将持续至 2020 年下半年（投浆至上市销售需约 4 个月），预计公司将持续受益。公司自 2018Q4 开始大力加强对献浆员的宣传发动并初见成效，预计 2019 年全年采浆约 1100 吨。梁平浆站 2019 年 9 月正式开采，剔除疫情影响预计未来浆量有望保持稳健增长。此外产线改造完成后因子类产品批签发量有望显著提升，吨浆毛利仍有改善空间。报告期内疫苗公司的四价流感病毒裂解疫苗 1#线改造完成并通过 GMP 认证，流感疫苗产能进一步提高，此外公司狂苗、破伤风苗有望于今年获批上市。基因公司目前已有 7 个单抗品种取得临床试验批件，其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗目前均已进入临床 III 期，有望为公司提供新的利润增长点。

■ **风险因素：**产品价格波动，单抗研发进展低于预期，销售渠道库存压力变化。

■ **盈利预测、估值及评级。**公司为国内血制品龙头企业，采浆量及批签发量位居行业前列，流感疫苗业务有望打开成长新空间。考虑到公司 2019Q4 计提减值且 2020Q1 疫情影响血制品板块采浆量，小幅调整 2020-2021 年 EPS 预测至 1.19/1.44 元（原为 1.26/1.48 元）并新增 2022 年盈利预测 1.72 元。考虑到疫苗板块未来快速放量且有望迎来更多政策催化，血制品业务受疫情催化后中长期加速增长预期，给予 2020 年 42 倍 PE，对应目标价 50.00 元，上调至“买入”评级。

<b>华兰生物</b>	<b>002007</b>
<b>评级</b>	<b>买入（上调）</b>
当前价	43.75 元
目标价	50.00 元
总股本	1,403 百万股
流通股本	1,206 百万股
52 周最高/最低价	46.46/27.4 元
近 1 月绝对涨幅	7.49%
近 12 月绝对涨幅	53.66%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3217	3700	4651	5680	6868
增长率 YoY %	36	15	26	22	21
净利润(百万元)	1140	1283	1670	2014	2415
增长率 YoY%	39	13	30	21	20
每股收益(元)	0.81	0.91	1.19	1.44	1.72
毛利率%	65.0	65.0	65.6	67.1	67.9
净资产收益率%	19.7	18.6	21.0	21.9	22.5
每股净资产(元)	6.21	4.91	5.66	6.56	7.65
市盈率 PE (x)	54	48	37	30	25
市净率 PB (x)	7	9	8	7	6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 23 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,217	3,700	4,651	5,680	6,868	货币资金	428	1,064	1,701	2,562	3,517
营业成本	1,127	1,297	1,599	1,870	2,206	存货	1,204	1,160	1,253	1,465	1,729
毛利率	65.0%	65.0%	65.6%	67.1%	67.9%	应收账款	910	965	1,231	1,506	1,821
营业税金及附加	28	32	30	36	42	其他流动资产	2,241	2,497	2,546	2,596	2,656
营业费用	538	520	687	898	1,157	流动资产	4,782	5,685	6,730	8,130	9,723
营业费用率	16.72%	14.07%	14.78%	15.80%	16.85%	固定资产	1,022	1,225	1,218	1,193	1,150
管理费用	182	361	477	604	711	长期股权投资	91	105	105	105	105
管理费用率	5.65%	9.76%	10.25%	10.63%	10.35%	无形资产	207	202	199	196	193
财务费用	1	4	-28	-43	-61	其他长期资产	390	367	362	360	363
财务费用率	0.02%	0.10%	-0.59%	-0.75%	-0.89%	非流动资产	1,711	1,898	1,883	1,854	1,811
投资收益	115	139	153	160	168	资产总计	6,493	7,583	8,614	9,984	11,534
营业利润	1,391	1,720	2,051	2,471	2,968	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	43.25%	46.50%	44.10%	43.50%	43.22%	应付账款	65	65	98	106	123
营业外收入	8	2	20	20	20	其他流动负债	655	630	572	664	671
营业外支出	10	7	7	7	7	长期负债	0	0	0	0	0
利润总额	1,390	1,716	2,063	2,484	2,981	其他长期负债	0	5	5	5	5
所得税	180	231	278	331	400	非流动性负债	0	5	5	5	5
所得税率	13.0%	13.5%	13.5%	13.3%	13.4%	负债合计	720	699	675	774	800
少数股东损益	70	95	115	138	166	股本	930	1,403	1,403	1,403	1,403
归属于母公司股东的净利润	1,140	1,283	1,670	2,014	2,415	资本公积	395	496	496	496	496
净利率	35.42%	34.69%	35.92%	35.46%	35.16%	股东权益合计	5,773	6,884	7,938	9,210	10,735
						少数股东权益	245	341	456	594	760
						负债股东权益总计	6,493	7,583	8,614	9,984	11,534

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,140	1,283	1,670	2,014	2,415
少数股东损益	70	95	115	138	166
折旧和摊销	140	161	215	233	251
营运资金变动	46	-70	-454	-476	-655
其他	-103	-107	-180	-185	-205
经营现金流	1,293	1,363	1,366	1,725	1,972
资本支出	-183	-273	-156	-156	-156
投资收益	94	125	153	160	168
资产变卖	6,102	7,437	-23	-29	-33
其他	-6,857	-8,133	0	0	0
投资现金流	-844	-845	-26	-25	-22
发行股票	54	50	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-374	-561	-731	-881	-1,056
其他	99	171	28	43	61
融资现金流	-221	-341	-703	-838	-995
现金及现金等价物变动	227	177	637	862	955

主要财务指标 (%)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	35.84	15.02	25.69	22.15	20.90
营业利润	51.90	23.65	19.19	20.49	20.13
净利润	38.83	12.63	30.14	20.60	19.86
利润率 (%)					
毛利率	64.98	64.95	65.61	67.08	67.88
EBIT Margin	41.73	40.28	39.93	40.02	40.07
EBITDA Margin	46.09	44.63	44.56	44.12	43.73
净利率	35.42	34.69	35.92	35.46	35.16
回报率 (%)					
净资产收益率	19.74	18.64	21.04	21.87	22.49
总资产收益率	18.24	17.72	20.47	21.45	22.41
其他 (%)					
资产负债率	11.10	9.22	7.84	7.75	6.93
所得税率	12.97	13.49	13.49	13.32	13.43
股利支付率	32.83	43.74	43.74	43.74	43.74

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不（前述金融机构之客户）使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。