

华兰生物 (002007)

公司研究/点评报告

Q3 疫苗超预期，血制品景气度有望持续改善

—华兰生物三季报点评

点评报告/医药

2019年10月28日

一、事件概述

公司公布 2019 年三季报，2019 年前三季度实现收入 26.38 亿元 (+29.6%)，归母净利润 9.63 亿元 (+26.9%)，扣非归母净利润 8.9 亿元 (+31.3%)。

二、分析与判断

➤ Q3 疫苗超预期，血制品业务平稳。

Q3 单季度收入 12.4 亿元，根据目前中检院的披露的华兰四价和三价流感疫苗批签发数据，预计 Q3 单季度疫苗收入 5.4 亿左右，疫苗收入超预期；血制品收入 7 亿元左右，与去年基本持平。预计前三季度实现血制品收入 21 亿左右，同比增长 13%-14%。纯血制品业务的母公司报表显示，前三季度实现收入 10.97 亿元 (-2%)，毛利率 57.1%，较去年同期下降 6.3pp，血制品毛利率有所下降，预计与成本确认方式有关，公司采浆成本目前按照白蛋白投浆量来确认，前三季度免疫球蛋白和凝血因子投浆量不及白蛋白，导致吨浆收入有所下降，从而毛利率下降；预计同时采浆成本上升也有部分影响。

➤ 血制品景气度有望继续提升。

前三季度经营活动产生的现金流量净额 7.60 元 (+0.6%)不及净利润；收入规模增加同时应收账款增加明显；主要是因为 Q3 疫苗单季度收入增加明显，疫苗账期比血制品要长，一般在 3-6 个月左右。三季报显示，公司存货进一步下降，周转率进一步提升。根据我们草根调研，目前公司白蛋白处于缺货状态，静丙销售状况良好，目前血制品生产企业和渠道库存处于正常偏低库存。中检院数据显示，截止 1-9 月份白蛋白批签发同比下降-1%，对应国内 8%左右的需求，截至 1-9 月份静丙批签发同比下降-3%，对应终端 10%+的需求，供需存在缺口，血制品景气度有望持续改善。

➤ 流感市场需求保持旺盛，流感疫苗有望继续保持增长。

中检院数据显示，3 季度华兰四价流感疫苗批签发 450 万支，三价 153 万支左右，预计全年四价流感疫苗批签发 800 万支以上。根据草根调研数据，目前四价流感疫苗目前处于供不应求状态，预计明年继续保持需求旺盛。明年公司产能进一步释放，产能达到 2500 万支，即使有新进产能，考虑到四价流感疫苗需求旺盛，明年华兰四价疫苗也有望继续保持增长。

推荐

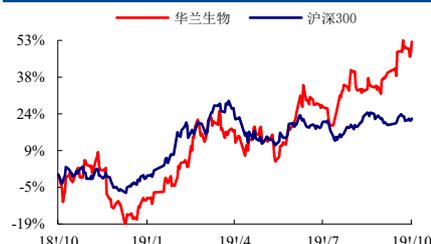
首次覆盖

当前价格： 37.3 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	46.46/27.4
总股本(百万股)	935
流通股本(百万股)	802
流通股比例(%)	85.78
总市值(亿元)	349
流通市值(亿元)	299

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证 S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

相关研究

1. 华兰生物(002007)-各项业务进展顺利，一季度业绩快速增长
2. 华兰生物(002007)-血制品业务增长迅速，疫苗单抗研发顺利

三、投资建议

我们预计公司 2019 年-2021 年净利润 14.39/16.76/18.67 亿元，对应 EPS 1.03/1.20/1.34，对应当前股价 PE 为 36/31/28 倍，处于历史估值中枢偏上部分，但考虑到公司血制品行业龙头业绩稳定，血制品景气度持续改善，公司受益明显，流感市场需求保持旺盛，公司流感疫苗有望继续保持增长，可以享受有一定估值溢价，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

四、风险提示：

产品价格向下波动超预期，疫苗放量不及预期，安全性风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,217	3,989	4,470	5,007
增长率 (%)	35.8	24.0	12.1	12.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,140	1,439	1,676	1,867
增长率 (%)	38.8	26.2	16.5	11.4
每股收益 (元)	1.23	1.03	1.20	1.34
PE (现价)	30.4	36.2	31.1	27.9
PB	6.3	7.5	6.0	5.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,217	3,989	4,470	5,007
营业成本	1,127	1,253	1,410	1,580
营业税金及附加	28	36	40	45
销售费用	538	718	760	851
管理费用	182	227	250	273
研发费用	146	172	148	165
EBIT	1,196	1,584	1,862	2,093
财务费用	1	(3)	(11)	(21)
资产减值损失	7	0	0	0
投资收益	115	25	15	10
营业利润	1,391	1,636	1,919	2,162
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	1,390	1,660	1,943	2,175
所得税	180	216	253	283
净利润	1,210	1,444	1,690	1,893
归属于母公司净利润	1,140	1,439	1,676	1,867
EBITDA	1,336	1,732	2,019	2,253
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	428	1577	3019	4744
应收账款及票据	1079	1068	1371	1636
预付款项	25	41	40	44
存货	1204	1384	1514	1646
其他流动资产	2034	2034	2034	2034
流动资产合计	4782	6117	7995	10120
长期股权投资	91	116	131	141
固定资产	1024	1086	1115	1138
无形资产	207	201	196	190
非流动资产合计	1711	1648	1573	1482
资产合计	6493	7765	9568	11601
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	65	95	103	116
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	720	549	662	802
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	720	549	662	802
股本	930	1398	1398	1398
少数股东权益	245	251	264	290
股东权益合计	5773	7217	8907	10799
负债和股东权益合计	6493	7765	9568	11601

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	35.8	24.0	12.1	12.0
EBIT 增长率	33.4	32.4	17.6	12.4
净利润增长率	38.8	26.2	16.5	11.4
盈利能力				
毛利率	65.0	68.6	68.5	68.4
净利率	35.4	36.1	37.5	37.3
总资产收益率 ROA	17.5	18.5	17.5	16.1
净资产收益率 ROE	20.6	20.7	19.4	17.8
偿债能力				
流动比率	6.6	11.2	12.1	12.6
速动比率	5.0	8.6	9.8	10.6
现金比率	0.6	2.9	4.6	5.9
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	94.5	75.0	70.0	72.5
存货周转天数	385.8	371.7	370.0	360.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.0	1.2	1.3
每股净资产	5.9	5.0	6.2	7.5
每股经营现金流	1.4	0.8	1.1	1.3
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.4	36.2	31.1	27.9
PB	6.3	7.5	6.0	5.0
EV/EBITDA	35.0	26.7	22.8	19.7
股息收益率	1.1	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,210	1,444	1,690	1,893
折旧和摊销	147	149	157	160
营运资金变动	65	(357)	(323)	(259)
经营活动现金流	1,293	1,186	1,485	1,770
资本开支	183	37	43	45
投资	(755)	0	0	0
投资活动现金流	(844)	(37)	(43)	(45)
股权募资	54	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(221)	0	0	0
现金净流量	227	1,149	1,441	1,725

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元; 200122

深圳: 广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元; 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。