

强烈推荐-A (维持)

华兰生物 002007.SZ

目标估值: N/A
 当前股价: 37.3 元
 2019年10月28日

四价流感疫苗大幅贡献业绩，血制品供不应求平稳增长

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 2955 |
| 总股本(万股) | 140306 |
| 已上市流通股(万股) | 120361 |
| 总市值(亿元) | 523 |
| 流通市值(亿元) | 449 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.4 |
| ROE(TTM) | 21.6 |
| 资产负债率 | % |
| 主要股东 | 安康 |
| 主要股东持股比例 | 17.86% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华兰生物(002007)——血制品收入和扣非净利润20%增长，Q2是供应不足》2019-08-29
- 2、《华兰生物(002007)——1季报业绩完全符合我们预期，母公司增长无忧》2019-04-28
- 3、《华兰生物(002007)——业绩超预期，四价流感疫苗供不应求》2019-02-25

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
 S1090517040001

华兰生物 3 季报收入、净利润和扣非净利润分别同比增长 29.6%、26.9%和 31.1%，EPS 0.69 元，略超我们之前预测的 0.67 元，主要原因是，四价流感疫苗贡献略超我们预测。我们暂时维持预测 2019~2021 年净利润同比增长 39%/12%/10%，EPS 分别为 1.13/1.26/1.39 元，维持“强烈推荐”评级。

- **3 季报业绩略超我们预期。**华兰生物 3 季报收入、净利润和扣非净利润分别同比增长 29.6%、26.9%和 31.1%，EPS 0.69 元，略超我们之前预测的 0.67 元，主要原因是，四价流感疫苗贡献略超我们预测。
- **四价流感疫苗大幅贡献业绩，Q3 快速增长。**19Q3 单季度高增长，单季度收入、净利润和扣非净利润分别同比增长 48%、49%和 56.2%。由于去年四价流感疫苗获批时间较晚，影响批签发，导致去年 Q3 四价流感疫苗贡献不多，我们估计去年 3 季报流感疫苗仅贡献 500 万净利润，而今年四价流感疫苗从 6 月份开始全力生产，Q3 批签发 452 万只，我们估计实现销售 430 万只左右，贡献 5.4 亿元左右收入和 1.5 亿元左右净利润(已扣除少数股东损益)。我们估计疫苗全年批签发量：**四价流感 820 万只左右，三价流感 250 万只左右，预计疫苗全年贡献净利润接近 3 亿元。**
- **血液制品平稳增长。**我们测算血制品业务 19Q3 单季度收入同比增长 3%，净利润同比增长 8%。其中，母公司 Q3 单季度收入同比下降 7.3%。血制品业务增速慢，主要原因是供应不足，而非需求问题：一方面，公司去年采浆量同比略降，影响生产供应，而今年血制品供不应求，白蛋白和小制品在 Q3 都已经没有库存，影响增长；另一方面，生产线改造也影响了因子类产品的批签发，我们预计后续因子类产品将逐渐恢复。
- **盈利预测与评级。**我们暂时维持预测 2019~2021 年净利润同比增长 39%/12%/10%，EPS 分别为 1.13/1.26/1.39 元。我们继续看好血制品行业的长期发展空间，今年四价流感有望贡献较大业绩，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**血制品价格波动；疫苗批签发量低于预期风险。

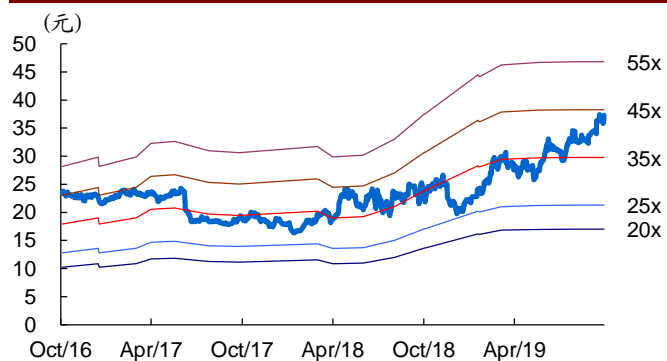
财务数据与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 2368 | 3217 | 4441 | 5067 | 5689 |
| 同比增长 | 22% | 36% | 38% | 14% | 12% |
| 营业利润(百万元) | 916 | 1391 | 2042 | 2281 | 2515 |
| 同比增长 | 9% | 52% | 47% | 12% | 10% |
| 净利润(百万元) | 821 | 1140 | 1581 | 1773 | 1956 |
| 同比增长 | 5% | 39% | 39% | 12% | 10% |
| 每股收益(元) | 0.88 | 1.23 | 1.13 | 1.26 | 1.39 |
| PE | 42.3 | 30.4 | 33.1 | 29.5 | 26.8 |
| PB | 7.4 | 6.3 | 7.6 | 6.3 | 5.3 |

资料来源: 公司数据、招商证券

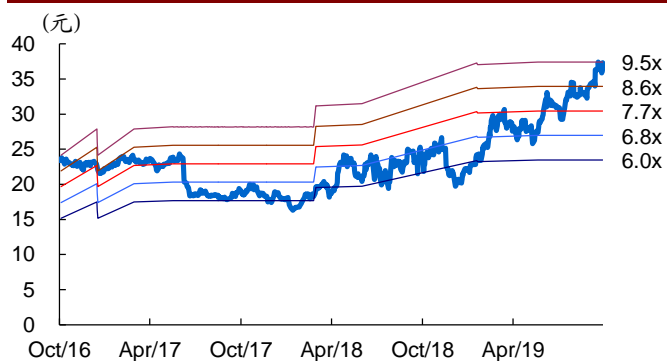
PE-PB Band

图 1：华兰生物历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：华兰生物历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 流动资产 | 3669 | 4782 | 6406 | 8012 | 9772 |
| 现金 | 206 | 428 | 620 | 1376 | 2284 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 161 | 170 | 234 | 267 | 300 |
| 应收款项 | 778 | 910 | 1229 | 1402 | 1575 |
| 其它应收款 | 8 | 12 | 17 | 19 | 21 |
| 存货 | 1211 | 1204 | 1467 | 1707 | 1954 |
| 其他 | 1304 | 2059 | 2839 | 3240 | 3639 |
| 非流动资产 | 1550 | 1711 | 1694 | 1679 | 1665 |
| 长期股权投资 | 68 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| 固定资产 | 960 | 1022 | 1026 | 1029 | 1032 |
| 无形资产 | 209 | 207 | 187 | 168 | 151 |
| 其他 | 314 | 390 | 390 | 390 | 390 |
| 资产总计 | 5219 | 6493 | 8100 | 9691 | 11437 |
| 流动负债 | 377 | 720 | 738 | 753 | 769 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 68 | 65 | 80 | 94 | 107 |
| 预收账款 | 8 | 11 | 13 | 16 | 18 |
| 其他 | 301 | 644 | 644 | 644 | 644 |
| 长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 377 | 720 | 738 | 753 | 769 |
| 股本 | 930 | 930 | 1403 | 1403 | 1403 |
| 资本公积金 | 395 | 395 | 495 | 495 | 495 |
| 留存收益 | 3342 | 4203 | 5032 | 6418 | 7939 |
| 少数股东权益 | 175 | 245 | 433 | 622 | 831 |
| 归属于母公司所有者权益 | 4667 | 5527 | 6929 | 8315 | 9837 |
| 负债及权益合计 | 5219 | 6493 | 8100 | 9691 | 11437 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 177 | 1293 | 399 | 1145 | 1317 |
| 净利润 | 821 | 1140 | 1581 | 1773 | 1956 |
| 折旧摊销 | 148 | 140 | 158 | 156 | 155 |
| 财务费用 | (0) | 6 | (5) | (10) | (18) |
| 投资收益 | (70) | (115) | (108) | (130) | (147) |
| 营运资金变动 | (675) | 71 | (1423) | (840) | (842) |
| 其它 | (47) | 51 | 196 | 195 | 214 |
| 投资活动现金流 | (56) | (844) | (141) | (141) | (141) |
| 资本支出 | (109) | (183) | (141) | (141) | (141) |
| 其他投资 | 53 | (661) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (397) | (221) | (66) | (247) | (269) |
| 借款变动 | (18) | (144) | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | (0) | 0 | 473 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 100 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (465) | (279) | (752) | (387) | (434) |
| 其他 | 86 | 202 | 113 | 140 | 165 |
| 现金净增加额 | (276) | 227 | 192 | 756 | 907 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 2368 | 3217 | 4441 | 5067 | 5689 |
| 营业成本 | 890 | 1127 | 1382 | 1609 | 1841 |
| 营业税金及附加 | 25 | 28 | 39 | 44 | 50 |
| 营业费用 | 268 | 538 | 653 | 775 | 905 |
| 管理费用 | 288 | 182 | 202 | 230 | 259 |
| 研发费用 | 0 | 146 | 202 | 231 | 259 |
| 财务费用 | (7) | 1 | (5) | (10) | (18) |
| 资产减值损失 | 67 | 7 | 35 | 36 | 26 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 78 | 203 | 108 | 130 | 147 |
| 营业利润 | 916 | 1391 | 2042 | 2281 | 2515 |
| 营业外收入 | 12 | 8 | 30 | 17 | 18 |
| 营业外支出 | 4 | 10 | 6 | 7 | 8 |
| 利润总额 | 923 | 1390 | 2066 | 2291 | 2526 |
| 所得税 | 120 | 180 | 297 | 328 | 361 |
| 净利润 | 804 | 1210 | 1768 | 1963 | 2165 |
| 少数股东损益 | (17) | 70 | 187 | 189 | 209 |
| 归属于母公司净 | 821 | 1140 | 1581 | 1773 | 1956 |

主要财务比率

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 22% | 36% | 38% | 14% | 12% |
| 营业利润 | 9% | 52% | 47% | 12% | 10% |
| 净利润 | 5% | 39% | 39% | 12% | 10% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 62.4% | 65.0% | 68.9% | 68.2% | 67.6% |
| 净利率 | 34.7% | 35.4% | 35.6% | 35.0% | 34.4% |
| ROE | 17.6% | 20.6% | 22.8% | 21.3% | 19.9% |
| ROIC | 16.1% | 20.5% | 23.5% | 21.6% | 19.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 7.2% | 11.1% | 9.1% | 7.8% | 6.7% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 9.7 | 6.6 | 8.7 | 10.6 | 12.7 |
| 速动比率 | 6.5 | 5.0 | 6.7 | 8.4 | 10.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 应收帐款周转率 | 4.4 | 3.8 | 4.2 | 3.9 | 3.8 |
| 应付帐款周转率 | 13.6 | 16.9 | 19.0 | 18.5 | 18.4 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.88 | 1.23 | 1.13 | 1.26 | 1.39 |
| 每股经营现金 | 0.19 | 1.39 | 0.28 | 0.82 | 0.94 |
| 每股净资产 | 5.02 | 5.94 | 4.94 | 5.93 | 7.01 |
| 每股股利 | 0.30 | 0.30 | 0.28 | 0.31 | 0.34 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 42.3 | 30.4 | 33.1 | 29.5 | 26.8 |
| PB | 7.4 | 6.3 | 7.6 | 6.3 | 5.3 |
| EV/EBITDA | 14.7 | 10.1 | 7.0 | 6.4 | 5.8 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。