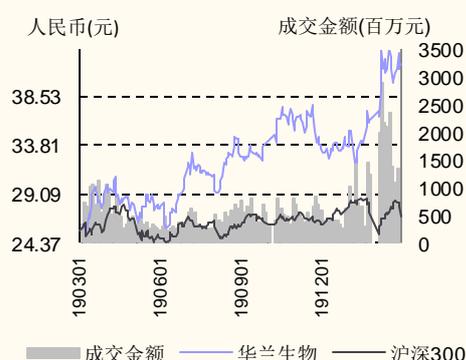


市场价格 (人民币): 43.75 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.03
已上市流通 A 股(亿股)	12.06
总市值(亿元)	613.84
年内股价最高最低(元)	45.02/39.59
沪深 300 指数	3530
中小板综	9277



## 相关报告

- 1.《血液制品和疫苗增长稳健, 积极参与抗疫-华兰生物公司点评》, 2020.3.2
- 2.《业绩略低于预期是宝贵布局机会-华兰生物公司点评》, 2020.1.7
- 3.《流感疫苗放量, 三季度业绩超出预期-华兰生物公司点评》, 2019.10.28
- 4.《血制品景气度全面提升-华兰生物公司点评》, 2019.8.29
- 5.《1#线通过认证, 四价流感疫苗产能进一步提升-华兰生物公司点评》, 2019.6.28

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080007  
(8621)60230221  
yuan wei@aiza.com.cn

## 血液制品大概率实现利润改善和估值提升

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.225	0.919	1.208	1.400	1.619
每股净资产(元)	5.94	4.66	4.24	4.91	5.76
每股经营性现金流(元)	1.39	0.97	0.09	1.12	1.25
市盈率(倍)	26.77	38.24	36.23	31.24	27.03
净利润增长率(%)	38.83%	13.19%	31.37%	15.96%	15.59%
净资产收益率(%)	20.62%	19.71%	21.93%	21.92%	21.62%
总股本(百万股)	930.09	1,403.06	1,403.06	1,403.06	1,403.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司公布年报, 2019 年度实现营业收入 37.00 亿元, 同比增长 15.0%; 实现归母净利润 12.83 亿元, 较上年同期增长 12.6%; 实现归母扣非净利润 11.47 亿元, 同比增长 14.5%。2019 年 Q4 实现营业收入 10.62 亿元, 同比下降 10.1%; 实现归母净利润 3.20 亿元, 较上年同期下降 15.87%; 实现归母扣非净利润 2.55 亿元, 同比下降 20.7%。

## 经营分析

- 2019 年, 公司血液制品业务继续保持健康增长, 公司采浆稳步提升, 血液制品收入增长 9.77%, 毛利率 57.14%, 下降 1.7%, 整体稳定。血制品中人血白蛋白、静丙、其他制品分别增长-4.57%、47.5%、-0.57%, 我们认为这一结构变化与公司每年产品生产和销售安排变化有关, 血液制品整体继续保持稳健增长。
- 疫苗公司共批签发流感疫苗 1,293.14 万支 (其中四价流感疫苗 835.93 万支, 三价流感疫苗 457.21 万支), 占全国流感疫苗批签发数量的 42%, 其中疫苗公司四价流感疫苗批签发量占全国四价流感疫苗批签发总量的 86.9%, 疫苗公司实现营业收入 104,898.82 万元, 较上年同期增长 30.68%, 净利润 37,529.77 万元, 较上年同期增长 38.92%。
- 经过 2017、2018、2019 年全国采浆增速不断下行, 以及 2020 年新冠疫情对全国血浆采集的影响, 我们认为未来血液制品和原料血浆稀缺性有望全面提升, 中国血液制品进入相对短缺期, 2-3 年内利润水平改善、估值提升是整体方向。公司作为国内血液制品龙头, 业绩增长稳健, 有望成为行业稀缺性提升的最大受益者之一
- 公司疫苗业务保持快速增长, 受疫情有影响, 我们认为中国流感疫苗整体接种率提升空间较大, 公司四价流感疫苗产能充沛, 处于优势竞争地位, 业绩弹性突出。

## 盈利调整与投资建议

- 考虑年报业务具体情况和转增股本影响, 我们下调 20 年盈利预测约 0.9%, 21 年盈利预测约 6.6%, 2020-2022 年公司实现归母净利润 16.94、19.65、22.71 亿元, 分别同比增长 31%、16%、16%。
- 我们继续看好公司 2020 年血液制品和疫苗成长前景, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 疫苗行业监管和质量风险; 流感疫苗其他企业获批四价流感疫苗, 市场出现竞争; 医保控费和价格调整风险

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,368</b>	<b>3,217</b>	<b>3,700</b>	<b>4,886</b>	<b>5,664</b>	<b>6,459</b>
增长率		35.8%	15.0%	32.1%	15.9%	14.0%
主营业务成本	-890	-1,127	-1,297	-1,532	-1,746	-2,003
%销售收入	37.6%	35.0%	35.0%	31.4%	30.8%	31.0%
毛利	1,478	2,090	2,403	3,354	3,919	4,456
%销售收入	62.4%	65.0%	65.0%	68.6%	69.2%	69.0%
营业税金及附加	-25	-28	-32	-49	-57	-65
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-268	-538	-520	-733	-850	-969
%销售收入	11.3%	16.7%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-288	-328	-361	-513	-595	-678
%销售收入	12.2%	10.2%	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	897	1,196	1,490	2,059	2,418	2,744
%销售收入	37.9%	37.2%	40.3%	42.1%	42.7%	42.5%
财务费用	7	-1	-4	-29	-65	-15
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.1%	0.6%	1.2%	0.2%
资产减值损失	-67	-7	-49	-26	-25	-29
公允价值变动收益	0	0	32	0	0	0
投资收益	70	115	139	150	170	200
%税前利润	7.6%	8.3%	8.6%	6.9%	6.8%	6.9%
营业利润	916	1,391	1,622	2,154	2,498	2,900
营业利润率	38.7%	43.3%	43.8%	44.1%	44.1%	44.9%
营业外收支	7	-2	-5	8	8	8
税前利润	923	1,390	1,617	2,162	2,506	2,908
利润率	39.0%	43.2%	43.7%	44.3%	44.2%	45.0%
所得税	-120	-180	-231	-303	-351	-407
所得税率	13.0%	13.0%	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	804	1,210	1,385	1,859	2,155	2,501
少数股东损益	-17	70	95	165	190	230
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>821</b>	<b>1,140</b>	<b>1,290</b>	<b>1,694</b>	<b>1,965</b>	<b>2,271</b>
净利率	34.7%	35.4%	34.9%	34.7%	34.7%	35.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	804	1,210	1,379	1,859	2,155	2,501
少数股东损益	-17	70	95	165	190	230
非现金支出	214	147	211	204	228	259
非经营收益	-102	-129	-173	-114	-122	-196
营运资金变动	-739	65	-60	-1,781	-227	-282
<b>经营活动现金净流</b>	<b>177</b>	<b>1,293</b>	<b>1,356</b>	<b>168</b>	<b>2,034</b>	<b>2,283</b>
资本开支	-101	-183	-273	-217	-273	-263
投资	-16	-755	-697	-1,600	-400	-200
其他	61	94	125	150	170	200
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-56</b>	<b>-844</b>	<b>-845</b>	<b>-1,667</b>	<b>-503</b>	<b>-263</b>
股权募资	0	54	50	0	0	0
债权募资	0	0	0	1,344	-363	-981
其他	-397	-275	-391	-554	-806	-762
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-397</b>	<b>-221</b>	<b>-341</b>	<b>790</b>	<b>-1,169</b>	<b>-1,742</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-275</b>	<b>227</b>	<b>171</b>	<b>-709</b>	<b>363</b>	<b>278</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	206	428	1,064	354	717	995
应收款项	948	1,091	1,131	1,288	1,488	1,690
存货	1,211	1,204	1,160	1,537	1,594	1,704
其他流动资产	1,304	2,059	2,331	4,843	5,248	5,453
流动资产	3,669	4,782	5,685	8,022	9,046	9,841
%总资产	70.3%	73.7%	75.0%	80.5%	81.6%	82.4%
长期投资	68	91	105	105	105	105
固定资产	1,153	1,249	1,337	1,415	1,466	1,492
%总资产	22.1%	19.2%	17.6%	14.2%	13.2%	12.5%
无形资产	212	219	239	241	246	262
非流动资产	1,550	1,711	1,898	1,941	2,038	2,099
%总资产	29.7%	26.3%	25.0%	19.5%	18.4%	17.6%
<b>资产总计</b>	<b>5,219</b>	<b>6,493</b>	<b>7,583</b>	<b>9,963</b>	<b>11,083</b>	<b>11,940</b>
短期借款	0	0	0	1,344	981	0
应付款项	325	645	622	295	338	387
其他流动负债	52	76	72	91	105	122
流动负债	377	720	694	1,729	1,424	509
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	5	0	0	0
<b>负债</b>	<b>377</b>	<b>720</b>	<b>699</b>	<b>1,729</b>	<b>1,424</b>	<b>509</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,667</b>	<b>5,527</b>	<b>6,543</b>	<b>7,728</b>	<b>8,963</b>	<b>10,505</b>
少数股东权益	175	245	341	506	696	926
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,219</b>	<b>6,493</b>	<b>7,583</b>	<b>9,963</b>	<b>11,083</b>	<b>11,940</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.883	1.225	0.919	1.208	1.400	1.619
每股净资产	5.017	5.943	4.663	4.237	4.914	5.759
每股经营现金净流	0.191	1.390	0.967	0.092	1.115	1.252
每股股利	0.400	0.300	0.400	0.400	0.400	0.400
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.59%	20.62%	19.71%	21.93%	21.92%	21.62%
总资产收益率	15.73%	17.55%	17.01%	17.01%	17.73%	19.02%
投入资本收益率	16.12%	18.03%	18.54%	18.49%	19.54%	20.65%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	22.41%	35.84%	15.02%	32.05%	15.93%	14.04%
EBIT增长率	10.53%	33.35%	24.59%	38.19%	17.39%	13.51%
净利润增长率	5.19%	38.83%	13.19%	31.37%	15.96%	15.59%
总资产增长率	12.23%	24.40%	16.79%	31.38%	11.24%	7.73%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	82.2	95.8	92.5	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	437.1	391.1	332.6	370.0	340.0	320.0
应付账款周转天数	26.9	21.6	18.3	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	148.2	116.2	121.1	93.8	81.0	69.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-4.25%	-7.41%	-48.97%	-16.01%	-21.16%	-28.89%
EBIT利息保障倍数	-120.7	2,153.9	393.3	69.9	37.0	189.2
资产负债率	7.23%	11.10%	9.22%	17.36%	12.85%	4.27%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	6	15	34
增持	0	0	1	5	15
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.14	1.25	1.31

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-06	买入	39.21	N/A
2	2019-03-29	买入	43.97	N/A
3	2019-04-25	买入	43.40	N/A
4	2019-06-28	买入	29.90	N/A
5	2019-08-29	买入	33.00	N/A
6	2019-10-28	买入	37.30	N/A
7	2020-01-07	买入	32.18	N/A
8	2020-03-02	买入	41.50	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH