华兰生物（002007）

扣非净利润增速31%超预期，疫苗产品快速放量拉动公司业绩快速增长

买入（上调）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,217	4,163	4,958	5,657
同比（%）	35.8%	29.4%	19.1%	14.1%
归母净利润（百万元）	1,140	1,524	1,850	2,129
同比（%）	38.8%	33.7%	21.4%	15.1%
每股收益（元/股）	0.81	1.09	1.32	1.52
P/E（倍）	45.93	34.35	28.28	24.58

投资要点

- **公司发布2019年三季报：**实现营收26.38亿元，同比增速为29.60%；实现归属于上市公司股东的净利润9.64亿元，同比增长26.89%；实现扣非净利润8.92亿元，同比增长31.11%。2019年Q3，公司实现收入12.36亿元，同比增速在48.05%；实现归属于上市公司股东的净利润4.57亿元，同比增速为48.96%；实现扣非净利润4.30亿元，同比增长56.22%
- **4价流感疫苗批签发进度超预期，快速放量推动公司业绩增长：**2019年前三季度，公司4价流感疫苗实现批签发462万支，去年同期则仅有127万支。4价流感疫苗中标价在128元/支，华兰生物的产品为上市销售的唯一一款4价流感疫苗。若前三季度批签发的疫苗产品全部实现销售，则其带来的收入就约为6亿元，为公司带来较为明显的收入增量。我们预期4价流感疫苗今年销量有望突破800万支，增速超过60%。3价前三季度则实现批签发406万支，我们预计今年全年批签发量在450万支以上。
- **血液制品板块维持稳定增长：**公司血液制品板块增速稳定，前三季度：人血白蛋白实现批签发1831万瓶，同比增速为5.6%；静丙批签发99.85万瓶，同比增速为19.9%；八因子批签发475万瓶，同比下滑17%。我们认为年初至今血液制品板块实现稳定增长，渠道库存出清，价格基本实现稳定，今年全年行业增速或达到10%-13%。公司作为血液制品行业重要公司，该板块今年有望维持约15%的增长，为公司持续贡献利润增速。
- **公司销售费用率下滑，带来净利率小幅上升，公司整体经营管理维持稳定：**公司毛利率、管理费用率基本维持稳定，销售费用率有所下滑，从而带动净利率上升。我们认为公司销售费用率下降的主要原因为，公司疫苗产品销售收入增速较高，销售费用率的上涨未赶超收入端的增长。我们认为公司整体经营管理效率较高，经营向好。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2019-2020年公司销售收入为41.63亿元、49.58亿元和56.57亿元，归属母公司净利润为15.24亿元、18.50元和21.29亿元，EPS分别为1.09元、1.32元、1.52元。我们认为，公司四价流感疫苗上市后将大幅度拉动公司业绩增长，血液制品板块改善，公司目前处于底部，未来将迎来业绩增长。因此，我们上调为“买入”评级。
- **风险提示：**药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；血液制品销售低于预期；行业事件带来不良影响。

2019年10月27日
证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn
证券分析师 焦德智
执业证号：S0600516120001
021-60199793
jiaodzh@dwzq.com.cn
证券分析师 李颖睿
执业证号：S0600519090002
021-60199793
liyr@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	37.30
一年最低/最高价	19.55/38.53
市净率(倍)	8.41
流通A股市值(百万元)	44894.69

基础数据

每股净资产(元)	4.44
资产负债率(%)	9.37
总股本(百万股)	1403.06
流通A股(百万股)	1203.61

相关研究

1、《华兰生物（002007）：业绩增长符合预期，下半年流感疫苗开始销售将为公司带来业绩增量》2019-08-30
2、《华兰生物（002007）：血液制品行业回暖，拉动一季度业绩增速25%超预期》2019-04-26
3、《华兰生物（002007）：流感疫苗快速放量，血液制品板块维持稳定增长，推动公司39%的业绩增长》2019-03-31

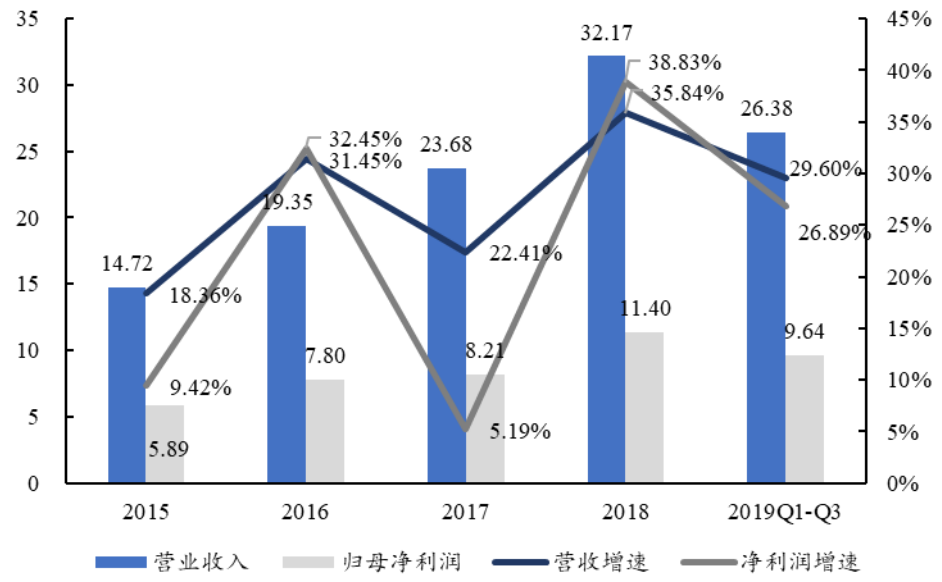
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 公司发布 2019 年三季报：扣非净利润增速 31%超预期

公司发布 2019 年三季报：实现营收 26.38 亿元，同比增速为 29.60%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.64 亿元，同比增长 26.89%；实现扣非净利润 8.92 亿元，同比增长 31.11%。

2019 年 Q3，公司实现收入 12.36 亿元，同比增速在 48.05%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.57 亿元，同比增速为 48.96%；实现扣非净利润 4.30 亿元，同比增长 56.22%。

图 1：华兰生物 2014-2019Q3 收入及净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 我们的观点：疫苗板块快速增长叠加血液制品增速稳定，带动三季度业绩实现 27%的增速

2.1. 4 价流感疫苗批签发进度超预期，快速放量推动公司业绩增长

2019 年前三季度，公司 4 价流感疫苗实现批签发 462 万支，去年同期则仅有 127 万支。4 价流感疫苗中标价在 128 元/支，华兰生物的产品为上市销售的唯一一款 4 价流感疫苗。若前三季度批签发的疫苗产品全部实现销售，则其带来的收入就约为 6 亿元，为公司带来较为明显的收入增量。我们预期 4 价流感疫苗今年销量有望突破 800 万支，增速超过 60%。3 价前三季度则实现批签发 406 万支，我们预计今年全年批签发量在 450 万支以上。

2.2. 血液制品板块维持稳定增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

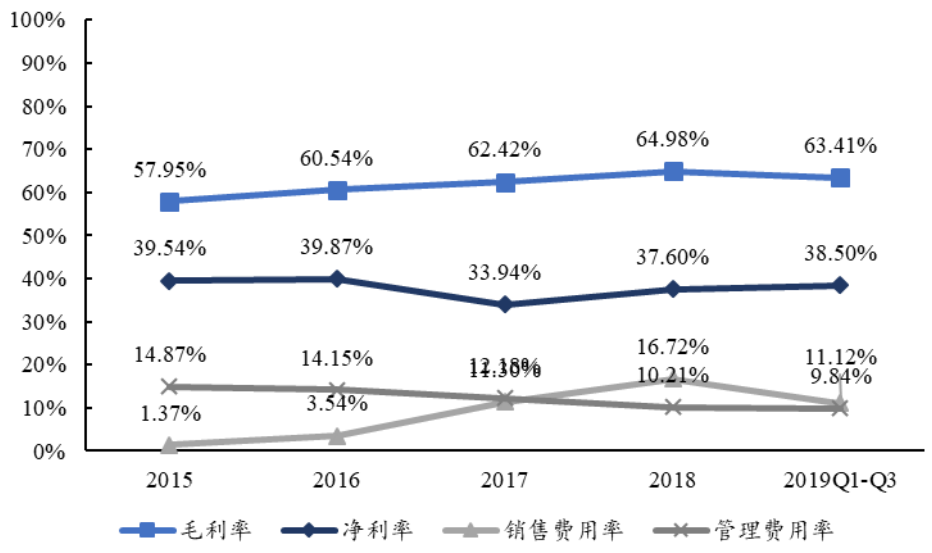
公司血液制品板块增速稳定，前三季度：人血白蛋白实现批签发 1831 万瓶，同比增速为 5.6%；静丙批签发 99.85 万瓶，同比增速为 19.9%；八因子批签发 475 万瓶，同比下滑 17%。

我们认为年初至今血液制品板块实现稳定增长，渠道库存出清，价格基本实现稳定，今年全年行业增速或达到 10%-13%。公司作为血液制品行业重要公司，该板块今年有望维持约 15%的增长，为公司持续贡献利润增速。

2.3. 公司销售费用率下滑，带来净利率小幅上升，公司整体经营管理维持稳定

公司毛利率、管理费用率基本维持稳定，销售费用率有所下滑，从而带动净利率上升。我们认为公司销售费用率下降的主要原因为，公司疫苗产品销售收入增速较高，销售费用率的上涨未赶超收入端的增长。我们认为公司整体经营管理效率较高，经营向好。

图 2：公司毛利率、净利率销售费用率和管理费用率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 盈利预测与评级

我们预计 2019-2020 年公司销售收入为 41.63 亿元、49.58 亿元和 56.57 亿元，归属母公司净利润为 15.24 亿元、18.50 元和 21.29 亿元，EPS 分别为 1.09 元、1.32 元、1.52 元。我们认为，公司四价流感疫苗上市后将大幅度拉动公司业绩增长，血液制品板块改善，公司目前处于底部，未来将迎来业绩增长。因此，我们上调为“买入”评级。

4. 风险提示

药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；血液制品销售低于预期；行业事件带来不良影响。

华兰生物三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**4,782**	**8,172**	**8,608**	**10,091**
现金	428	2,650	3,156	3,601
应收账款	910	1,275	1,327	1,642
存货	1,204	1,892	1,787	2,409
其他流动资产	2,241	2,355	2,337	2,440
非流动资产	**1,711**	**2,161**	**2,432**	**2,588**
长期股权投资	91	118	147	181
固定资产	1,024	1,421	1,667	1,796
在建工程	225	245	243	236
无形资产	217	225	223	223
其他非流动资产	153	152	152	152
资产总计	**6,493**	**10,333**	**11,040**	**12,679**
流动负债	**720**	**3,399**	**2,593**	**2,423**
短期借款	0	2,316	1,775	1,254
应付账款	65	106	98	134
其他流动负债	655	977	720	1,034
非流动负债	**0**	**0**	**0**	**0**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	**720**	**3,399**	**2,593**	**2,423**
少数股东权益	245	250	263	289
归属母公司股东权益	5,527	6,684	8,184	9,968
负债和股东权益	**6,493**	**10,333**	**11,040**	**12,679**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,293	813	1,811	1,620
投资活动现金流	-844	-534	-403	-325
筹资活动现金流	-221	1,943	-902	-849
现金净增加额	227	2,222	506	445
折旧和摊销	140	152	206	251
资本开支	183	424	242	122
营运资本变动	65	-805	-195	-687

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,217**	**4,163**	**4,958**	**5,657**
减:营业成本	1,127	1,444	1,717	1,958
营业税金及附加	28	36	46	52
营业费用	538	753	843	950
管理费用	182	235	280	320
财务费用	1	6	11	-17
资产减值损失	7	0	0	0
加:投资净收益	115	69	74	82
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**1,391**	**1,756**	**2,135**	**2,475**
加:营业外净收支	-2	24	24	13
利润总额	**1,390**	**1,780**	**2,159**	**2,489**
减:所得税费用	180	252	296	335
少数股东损益	70	5	13	25
归属母公司净利润	**1,140**	**1,524**	**1,850**	**2,129**
EBIT	1,377	1,804	2,196	2,479
EBITDA	1,517	1,956	2,402	2,731

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	0.81	1.09	1.32	1.52
每股净资产(元)	3.94	4.76	5.83	7.10
发行在外股份(百万股)	930	1403	1403	1403
ROIC(%)	21.7%	17.2%	19.0%	19.1%
ROE(%)	21.0%	22.0%	22.1%	21.0%
毛利率(%)	65.0%	65.3%	65.4%	65.4%
销售净利率(%)	35.4%	36.6%	37.3%	37.6%
资产负债率(%)	11.1%	32.9%	23.5%	19.1%
收入增长率(%)	35.8%	29.4%	19.1%	14.1%
净利润增长率(%)	38.8%	33.7%	21.4%	15.1%
P/E	45.93	34.35	28.28	24.58
P/B	9.47	7.83	6.40	5.25
EV/EBITDA	22.88	17.79	14.06	12.02

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn