

华兰生物 (002007.SZ)

业绩略超预期，四价流感疫苗贡献较大业绩弹性

核心观点:

- 前三季度公司实现归母净利润 9.64 亿元，同比增长 26.89%

公司发布 2019 年三季度报：前三季度，公司实现收入 26.38 亿元，同比增长 29.6%；归母净利润 9.64 亿元，同比增长 26.89%；扣非净利润 8.92 亿元，同比增长 31.11%；其中，第三季度公司实现收入 12.36 亿元，同比增长 48.05%；归母净利润 4.57 亿元，同比增长 48.96%；扣非净利润 4.3 亿元，同比增长 56.22%，业绩略超预期。公司经营活动产生的现金流量净额约 7.62 亿元，同比增长 5.79%。

- 四价流感疫苗贡献较大业绩弹性，血制品业务保持稳定增长

基于公司资产负债表中的应收账款变动以及利润表中的少数股东权益进行估算，我们预计疫苗子公司前三季度实现收入约 5.4 亿元、净利润约 2.1 亿元，利润端较中报（亏损 0.39 亿元）提升明显，主要系第三季度流感疫苗开始上市销售贡献较大业绩弹性所致。根据中检院披露，第三季度公司四价流感疫苗实现批签发量 451.55 万支，三价流感疫苗 203.23 万支（成人型 127.1 万支、儿童型 76.13 万支），较去年同期大幅提升。前三季度主营血制品的母公司实现收入 10.97 亿元（-2.51%），我们预计重庆子公司延续中报快速增长态势，血制品业务总体保持稳定增长。前三季度，公司实现对联营公司华兰基因的投资收益为 0.19 亿元，较中报（-0.11 亿元）提升明显，主要系第三季度收到政府补助有关。

- 应收账款提升明显主要系流感疫苗上市销售有关，公司期间费用控制良好

报告期末，公司应收账款与票据总额约 13.49 亿元，较中报提升明显，主要系第三季度流感疫苗开始上市销售所致；存货总额较中报下降 0.9 亿元，说明血制品业务销售维持良好增长态势。前三季度，公司毛利率较去年同期提升 2.13pp 至 63.41%，销售费用率提升 0.09pp 至 11.12%、管理费用率下降 0.31pp 至 5.85%、研发费用率提升 0.04pp 至 3.98%、财务费用率下降 0.08pp 至 -0.15%，公司期间费用控制良好，净利润率提升 1.01pp 至 38.5%，盈利能力获得进一步提升，主要与毛利率较高的疫苗收入占比提升有关。

- 盈利预测与投资建议

考虑到公司作为血制品行业的龙头企业之一，拥有丰富的产品梯队以及较强的采浆潜力，中长期仍然具有较大的成长空间，四价流感疫苗上市为公司带来较大的业绩弹性，我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 14.21 亿元、16.28 亿元、18.15 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 37X/32X/29X，维持此前合理价值约 40.4 元/股，给予买入评级。

- 风险提示

四价流感疫苗批签发量不达预期、销售费用投入加大、医保控费

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,368	3,217	4,291	4,844	5,439
增长率(%)	22.4	35.8	33.4	12.9	12.3
EBITDA(百万元)	1,045	1,336	1,916	2,214	2,489
净利润(百万元)	821	1,140	1,421	1,628	1,815
增长率(%)	5.2	38.8	24.7	14.6	11.5
EPS(元/股)	0.88	1.23	1.01	1.16	1.29
市盈率(P/E)	30.46	26.77	36.83	32.15	28.84
市净率(P/B)	5.36	5.52	7.45	6.38	5.50
EV/EBITDA	23.74	22.51	27.00	23.40	20.90

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	37.3 元
合理价值	40.4 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

相对市场表现



分析师：孔令岩



SAC 执证号：S0260519080001



021-60750612



konglingyan@gf.com.cn

分析师：罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

请注意，孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华兰生物(002007.SZ):血制 2019-08-30

品保持较快增长,多重因素拖

累业绩表现增速

华兰生物(002007.SZ):业绩 2019-04-26

符合预期,血制品业务保持良

好增长态势

华兰生物(002007.SZ):重庆 2019-03-29

公司表现亮眼,疫苗业务助推

业绩高增长

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,669	4,782	5,702	6,460	7,453
货币资金	206	428	607	522	307
应收及预付	964	1,104	1,443	1,895	2,724
存货	1,211	1,204	1,604	1,992	2,369
其他流动资产	1,288	2,047	2,049	2,050	2,052
非流动资产	1,550	1,711	2,298	2,892	3,385
长期股权投资	68	91	91	91	91
固定资产	960	1,022	1,555	2,097	2,540
在建工程	191	225	284	335	386
无形资产	209	207	207	207	207
其他长期资产	123	165	160	161	161
资产总计	5,219	6,493	8,000	9,351	10,838
流动负债	377	720	610	698	786
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	76	76	85	93	101
其他流动负债	301	644	525	604	685
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	377	720	610	698	786
股本	930	930	1,403	1,403	1,403
资本公积	395	395	395	395	395
留存收益	3,342	4,203	5,224	6,402	7,716
归属母公司股东权益	4,667	5,527	7,021	8,199	9,514
少数股东权益	175	245	369	455	538
负债和股东权益	5,219	6,493	8,000	9,351	10,838

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,368	3,217	4,291	4,844	5,439
营业成本	890	1,127	1,463	1,691	1,921
营业税金及附加	25	28	34	39	44
销售费用	268	538	652	736	833
管理费用	159	182	215	242	272
研发费用	129.41	146.46	158.77	174.38	193.08
财务费用	-7.43	0.56	-7.76	-8.47	-6.22
资产减值损失	66.82	6.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	69.82	114.84	0.00	0.00	0.00
营业利润	916.03	1391.43	1775.54	1969.71	2181.82
营业外收支	7.45	-1.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	923	1,390	1,776	1,970	2,182
所得税	120	180	231	256	284
净利润	804	1,210	1,545	1,714	1,898
少数股东损益	-17	70	124	86	84
归属母公司净利润	821	1,140	1,421	1,628	1,815
EBITDA	1044.51	1336.11	1915.59	2214.16	2489.46
EPS (元)	0.88	1.23	1.01	1.16	1.29

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	177	1,293	841	1,212	1,092
净利润	804	1,210	1,545	1,714	1,898
折旧摊销	148	140	148	253	314
营运资金变动	-739	65	-851	-755	-1,120
其它	-35	-122	0	0	0
投资活动现金流	-56	-844	-735	-847	-807
资本支出	-101	-183	-735	-847	-807
投资变动	-16	-755	0	0	0
其他	61	94	0	0	0
筹资活动现金流	-397	-221	73	-450	-500
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	54	473	0	0
其他	-397	-275	-400	-450	-500
现金净增加额	-276	227	179	-85	-215
期初现金余额	473	198	428	607	522
期末现金余额	198	425	607	522	307

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	22.4%	35.8%	33.4%	12.9%	12.3%
营业利润增长	9.3%	51.9%	27.6%	10.9%	10.8%
归母净利润增长	5.2%	38.8%	24.7%	14.6%	11.5%
获利能力					
毛利率	62.4%	65.0%	65.9%	65.1%	64.7%
净利率	33.9%	37.6%	36.0%	35.4%	34.9%
ROE	17.6%	20.6%	20.2%	19.9%	19.1%
ROIC	16.8%	19.5%	22.7%	21.0%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	7.2%	11.1%	7.6%	7.5%	7.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.73	6.64	9.35	9.26	9.48
速动比率	6.45	4.93	6.67	6.35	6.42
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.55	0.59	0.56	0.54
应收账款周转率	3.44	3.19	3.04	2.61	2.03
存货周转率	0.84	0.93	0.91	0.85	0.81
每股指标 (元)					
每股收益	0.88	1.23	1.01	1.16	1.29
每股经营现金流	0.19	1.39	0.60	0.86	0.78
每股净资产	5.02	5.94	5.00	5.84	6.78
估值比率					
P/E	30.46	26.77	36.83	32.15	28.84
P/B	5.36	5.52	7.45	6.38	5.50
EV/EBITDA	23.74	22.51	27.00	23.40	20.90

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。