

2020年07月13日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

61

华兰生物(002007.SZ)

BUY 买入

疫苗公司将分拆上市，释放内在价值

结论与建议：

公司基本资讯

產業別	医药生物		
A 股价(2020/7/10)	48.64		
深证成指(2020/7/10)	13671.24		
股價 12 個月高/低	50.75/21.91		
總發行股數(百萬)	1824.37		
A 股數(百萬)	1566.97		
A 市值(億元)	762.18		
主要股東	安康(17.86%)		
每股淨值(元)	3.42		
股價/賬面淨值	14.23		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	17.7	28.6	101.4

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2020-03-24	43.75	买入

产品组合

疫苗	24.8%
人血白蛋白	31.9%
其他血液制品	24.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.2%
一般法人	41.1%

股价相对大盘走势



■ **疫苗公司分拆上市创业板进程加速：**子公司华兰疫苗已于 6 月 4 日整体变更为股份有限公司，7 月 11 日公司董事会已审议通过将 7 项疫苗相关专利及 6 项专利申请权划转至疫苗公司，公司同时发布了分拆上市预案的修订稿，并已获董事会审议通过，后续还需股东大会审议，分拆上市步伐不断加快。

■ **华兰疫苗，流感疫苗龙头：**子公司华兰疫苗成立于 2005 年，在 2018 年四价流感疫苗首家上市后，公司流感疫苗产品市场占有率居国内首位，已成为中国最大的流感疫苗生产基地之一。2019 年华兰疫苗实现营收 10.5 亿元，YOY+30%，录得净利润 3.8 亿元，YOY+40%，业绩高速增长。目前已上市的疫苗有三价及四价流感疫苗、甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗等。公司未来产品线也极具潜力，狂犬疫苗及破伤风疫苗申报上市，儿童四价流感疫苗和 AC 结合疫苗也处于临床 III 期，手足口病疫苗、Hib 疫苗也在申请临床，新冠疫苗也处于研发中。展望未来，公司四价流感疫苗产能今年已经扩充一倍，但连续三年的流感疫情叠加今年的新冠疫情将进一步加强人民的接种意识，预计未来几年的流感疫苗需求将会快速增加，四价流感疫苗整体仍将供不应求，此外公司疫苗新品不断上市也将助推业绩的高速增长。

■ **分拆有利于价值体现：**按照创业板上市条件，华兰疫苗若公开发行 25% 则会使得公司持股比例由目前的 75% 下降至 56%，若公开发行 10%，则持股比例将会由 75% 降至 68%，两种发行方案下公司均将绝对控股。短期来看，疫苗子公司上市稀释股权将会减少部分并表利润，但华兰疫苗的单独上市将有利于华兰疫苗内在价值的释放，也有利于公司整体估值的提升。此外，从中长期来看，华兰疫苗分拆上市将拓宽其融资渠道，能够适应其快速的发展，并且也有利于公司整体融资效率的提升。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2020/2021 年分别录得净利润 16.6 亿元/18.8 亿元，YOY+28.9%/+13.4%，EPS 分别为 0.91 元和 1.03 元，对应 PE 分别为 54X/47X，考虑到 2020 年疫苗业务仍将快速增长，血制品不断恢复，疫苗公司分拆将有利于估值的提升，我们维持“买入”评级。

■ **风险提示：**血制品销售恢复不及预期；疫苗销售不及预期

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	821	1140	1283	1655	1876
同比增减	%	5.19	38.83	12.63	28.91	13.40
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.88	1.23	0.91	0.91	1.03
同比增减	%	5.18	38.83	-25.33	-0.86	13.40
市盈率(P/E)	X	55.12	39.70	53.17	53.63	47.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.40	0.40	0.30	0.34
股息率 (Yield)	%	0.62	0.82	0.82	0.62	0.70

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020F	2021E
营业收入	2368	3217	3700	4619	5266
经营成本	890	1127	1297	1546	1736
营业税金及附加	25	28	32	45	53
销售费用	268	538	520	627	753
管理费用	288	182	218	299	316
财务费用	-7	1	4	-1	0
资产减值损失	67	7		10	10
投资收益	70	115	139	145	140
营业利润	916	1391	1615	2031	2317
营业外收入	12	8	2	8	8
营业外支出	4	10	7	3530	4
利润总额	923	1390	1610	2033	2321
所得税	120	180	231	298	325
少数股东损益	-17	70	95	80	120
归母净利润	821	1140	1283	1655	1876

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	206	428	1064	1223	1407
应收账款	778	910	965	1158	1389
存货	1211	1204	1160	1102	1047
流动资产合计	3669	4782	5685	6822	8186
长期股权投资	68	91	105	137	178
固定资产	960	1022	1225	1348	1482
在建工程	191	225	110	132	158
非流动资产合计	1550	1711	1898	2183	2511
资产总计	5219	6493	7583	9005	10697
流动负债合计	377	720	694	833	1000
非流动负债合计	0	0	5	5	5
负债合计	377	720	699	838	1005
少数股东权益	175	245	341	1466	7767
股东权益合计	4667	5527	6543	6701	1924
负债及股东权益合计	5219	6493	7583	9005	10697

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动所得现金净额	177	1293	1363	1,499	1,649
投资活动所用现金净额	-56	-844	-845	-560	-350
融资活动所得现金净额	-397	-221	-341	-200	-300
现金及现金等价物净增加额	-275	227	177	739	999

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。