



中信证券研究部

核心观点



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003



联系人：沈睦钧

公司 2020H1 业绩基本符合预期；静丙驱动血制品板块稳健增长，疫情影响下 Q2 血制品板块小幅增长，疫苗业务下半年有望放量贡献业绩弹性；疫情影响下血制品行业战略资源属性凸显，分拆上市有望打开价值天花板。我们看好公司长期成长价值；重点推荐，维持“买入”评级。

■ **2020H1 业绩阶段性承压，基本符合预期。**公司 2020H1 实现营业收入 13.87 亿元，归母净利润 5.12 亿元，分别同比-1.15%/+0.94%；实现扣非归母净利润 4.65 亿元，同比增长 0.72%；经营性现金流净额 4.72 亿元，同比下降 12.63%，主要由于备料投资增加及疫情期间催款延后的阶段性影响。从单季度看，2020Q2 公司分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 7.09 亿/2.64 亿/2.22 亿元，分别同比+0.31%/+6.86%/-0.11%。疫情影响下上半年业绩阶段性承压，基本符合预期。

■ **疫情影响下 Q2 血制品板块小幅增长，疫苗业务下半年放量贡献业绩弹性。**报告期内综合毛利率上升 0.50PCT 至 59.74%，主要由于产品结构变化。销售费用率下降 1.00PCT 至 6.17%；管理费用率和财务费用率分别小幅+0.91/-0.18PCT 至 7.89%和-0.34%。血制品板块实现收入 13.87 亿元（+0.31%），其中①静丙受益于临床需求旺盛且前期库存储备充分实现收入 5.25 亿元（+11.21%）；②白蛋白收入 4.60 亿元（-9.81%），考虑到 Q1 白蛋白在疫情停诊影响下销售仅占血制品的 28.7%，Q2 销售已明显回暖。上半年疫苗板块收入/利润为负，主要由于部分疫苗退货影响。受益于良好的竞争格局及旺盛的市场需求，且四价流感疫苗车间改造后生产能力大幅提高，下半年公司疫苗业务有望显著放量，全年有望销售 1600 万四价、300 万三价疫苗销售，显著贡献利润弹性。

■ **血制品行业下半年有望受益行业涨价，研发管线推进打造利润增长点。**考虑到本轮疫情对于血制品（尤其是静丙品种）的普及推广作用十分显著（参照 SARS 疫情重灾区北京、广州两地于疫情结束后至今静丙使用习惯最好），且行业供应紧张料将持续至 2020 年下半年（投浆至上市销售需约 4 个月），预计下半年公司将持续受益于行业涨价（4 月起公司白蛋白、静丙等品种出厂价已小幅提升）。公司近期大力加强对献浆员的宣传发动并初见成效，梁平浆站 2019 年 9 月正式开采，预计 2020 年全年采浆有望达 1050 吨（考虑疫情影响预计将保持小幅增长）。此外产线改造完成后公司因子类产品批签量有望显著提升，吨浆毛利仍有改善空间。基因公司目前已有 7 个单抗品种取得临床试验批件，其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗目前均已进入临床 III 期，有望助推公司中长期高增长。

■ **分拆上市有望打开价值天花板，新冠疫苗研发有序推进。**公司疫苗子公司战投引入及股权结构调整已于 4 月份基本完成，预计于近期将报河南证监局备案（预计将以半年度为期间审计三年财务数据）并申报科创板上市。若分拆完成后公司仍将维持控制权，有助于疫苗子公司拓展融资渠道，实现快速高效发展，有望打开母公司的价值天花板。公司新冠疫苗（灭活及减毒）两个技术路线有望于近期申报临床，在建 P3 实验室及车间车间进入报验收阶段，新冠疫苗研发有序推进值得期待。此外公司狂苗、破伤风苗有望于今年获批上市，接力贡献业绩。

华兰生物	002007
评级	买入（维持）
当前价	60.71 元
总股本	1,824 百万股
流通股本	1,567 百万股
52 周最高/最低价	62.0/31.93 元
近 1 月绝对涨幅	-7.45%
近 6 月绝对涨幅	18.29%
近 12 月绝对涨幅	57.75%

- **风险因素：**产品价格波动，单抗研发进展低于预期，销售渠道库存压力变化。
- **盈利预测、估值及评级。**公司为国内血制品龙头企业，采浆量及批签发量位居行业前列，流感疫苗业务有望打开成长新空间。考虑到疫情下公司血制品业务承压及权益分派后的股本转增，调整 2020-2022 年 EPS 预测至 0.91/1.10/1.31 元（原预测为 1.19/1.44/1.72 元），维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3217	3700	4584	5604	6781
增长率 YoY %	36	15	24	22	21
净利润(百万元)	1140	1283	1657	1998	2397
增长率 YoY%	39	13	29	21	20
每股收益(元)	0.62	0.70	0.91	1.10	1.31
毛利率%	65.0	65.0	65.8	67.3	68.1
净资产收益率%	19.7	18.6	20.9	21.7	22.4
每股净资产(元)	6.21	4.91	4.35	5.04	5.87
市盈率 PE (x)	97	86	67	55	46
市净率 PB (x)	10	12	14	12	10

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 10 日收盘价

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,217	3,700	4,584	5,604	6,781
营业成本	1,127	1,297	1,569	1,835	2,166
毛利率	65.0%	65.0%	65.8%	67.3%	68.1%
营业税金及附加	28	32	30	35	41
营业费用	538	520	677	885	1,143
营业费用率	16.72%	14.07%	14.78%	15.80%	16.85%
管理费用	182	361	470	596	702
管理费用率	5.65%	9.76%	10.25%	10.63%	10.35%
财务费用	1	4	-28	-43	-61
财务费用率	0.02%	0.10%	-0.61%	-0.77%	-0.90%
投资收益	115	139	153	160	168
营业利润	1,391	1,720	2,034	2,451	2,946
营业利润率	43.25%	46.50%	44.37%	43.74%	43.45%
营业外收入	8	2	20	20	20
营业外支出	10	7	7	7	7
利润总额	1,390	1,716	2,046	2,464	2,959
所得税	180	231	276	328	397
所得税率	13.0%	13.5%	13.5%	13.3%	13.4%
少数股东损益	70	95	114	137	165
归属于母公司股东的净利润	1,140	1,283	1,657	1,998	2,397
净利率	35.42%	34.69%	36.14%	35.66%	35.35%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,140	1,283	1,657	1,998	2,397
少数股东损益	70	95	114	137	165
折旧和摊销	140	161	215	233	251
营运资金变动	46	-70	-410	-470	-648
其他	-103	-107	-182	-186	-206
经营现金流	1,293	1,363	1,394	1,713	1,959
资本支出	-183	-273	-156	-156	-156
投资收益	94	125	153	160	168
资产变卖	6,102	7,437	-23	-29	-33
其他	-6,857	-8,133	0	0	0
投资现金流	-844	-845	-26	-25	-22
发行股票	54	50	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-374	-561	-725	-874	-1,048
其他	99	171	28	43	61
融资现金流	-221	-341	-697	-831	-987
现金及现金等价物变动	227	177	671	858	950

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	428	1,064	1,734	2,592	3,542
存货	1,204	1,160	1,229	1,438	1,698
应收账款	910	965	1,213	1,486	1,798
其他流动资产	2,241	2,497	2,542	2,592	2,652
流动资产	4,782	5,685	6,719	8,108	9,689
固定资产	1,022	1,225	1,218	1,193	1,150
长期股权投资	91	105	105	105	105
无形资产	207	202	199	196	193
其他长期资产	390	367	362	360	363
非流动资产	1,711	1,898	1,883	1,854	1,811
资产总计	6,493	7,583	8,602	9,963	11,501
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	65	65	96	104	121
其他流动负债	655	630	571	663	670
流动负债	720	694	668	766	791
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	5	5	5
非流动性负债	0	5	5	5	5
负债合计	720	699	672	771	796
股本	930	1,403	1,824	1,824	1,824
资本公积	395	496	75	75	75
股东权益合计	5,773	6,884	7,930	9,192	10,705
少数股东权益	245	341	455	592	757
负债股东权益总计	6,493	7,583	8,602	9,963	11,501

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	35.84	15.02	23.89	22.26	21.01
营业利润	51.90	23.65	18.21	20.52	20.20
净利润	38.83	12.63	29.08	20.63	19.94
利润率 (%)					
毛利率	64.98	64.95	65.78	67.26	68.06
EBIT Margin	41.73	40.28	40.10	40.20	40.25
EBITDA Margin	46.09	44.63	44.79	44.36	43.95
净利率	35.42	34.69	36.14	35.66	35.35
回报率 (%)					
净资产收益率	19.74	18.64	20.89	21.74	22.39
总资产收益率	18.24	17.72	20.33	21.33	22.31
其他 (%)					
资产负债率	11.10	9.22	7.82	7.74	6.92
所得税率	12.97	13.49	13.49	13.32	13.43
股利支付率	32.83	43.74	43.74	43.74	43.74

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 IN2000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。