医药健康研究中心

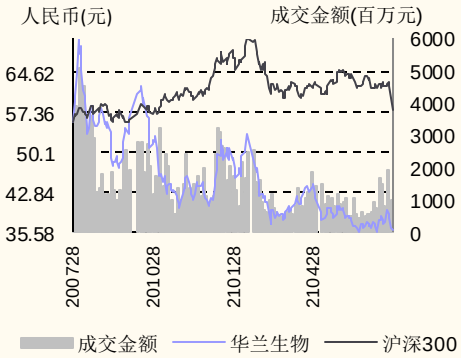
华兰生物 (002007.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：35.89 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	18.24
已上市流通 A 股(亿股)	15.73
总市值(亿元)	654.77
年内股价最高最低(元)	70.85/35.58
沪深 300 指数	4751
深证成指	14094



相关报告

1.《经营现金流良好，静待各大业务放量-华兰生物公司点评》，2021.4.30

2.《国际合作协议签订，赋能成长新动力-华兰生物公司点评》，2021.4.20

3.《流感疫苗放量突出，血制品积极恢复-华兰生物公司点评》，2021.3.30

4.《流感疫苗高速放量，业绩稳健增长-华兰生物公司点评》，2021.3.11

5.《收入成功实现放量，销售费用扩张-华兰生物公司点评》，2020.11.1

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

赵博宇 联系人
zhaoby@gjzq.com.cn

新冠疫苗获批临床，主营业务放量在即

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,700	5,023	5,664	6,459	7,419
营业收入增长率	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%	14.86%
归母净利润(百万元)	1,283	1,613	1,973	2,430	2,951
归母净利润增长率	12.63%	25.69%	22.33%	23.12%	21.46%
摊薄每股收益(元)	0.915	0.884	1.082	1.332	1.618
每股经营性现金流净额	0.90	0.67	1.21	1.43	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.62%	21.43%	21.81%	22.23%	22.13%
P/E	38.43	47.77	33.18	26.95	22.19
P/B	7.54	10.24	7.24	5.99	4.91

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 7 月 28 日，公司公告控股子公司华兰疫苗与广州恩宝生物合作研发的相关疫苗获得国家药监局签发的药物临床试验批准通知书。华兰疫苗将按照药物临床试验批准通知书的要求，尽快开展相关临床试验工作。

经营分析

- **预计公司获批临床的药物为重组人 5 型腺病毒载体新冠疫苗。**根据恩宝生物官网，2020 年 8 月 18 日，恩宝生物与华兰疫苗新冠肺炎疫苗项目合作签约仪式在实验室举行。华兰生物将开展规模化生产新型冠状病毒肺炎疫苗（重组人 5 型腺病毒载体）的千升级工艺研究，争取达到年产上亿人份的产能。恩宝生物与华兰生物将共同申报新型冠状病毒肺炎疫苗的临床试验，I 期临床试验计划由国家呼吸系统疾病临床医学研究中心主持在广州开展。
- **新冠疫苗相关项目持续丰富。**4 月 19 日，公司控股子公司华兰疫苗与俄罗斯 HV 公司签署了 Sputnik-V 新冠疫苗的《产品技术转移和生产协议》，如果 5L/200L 培养规模的生产技术转移及华兰疫苗进行 2500L 培养规模的生产技术开发成功，HV 公司将在其内部批准后向华兰疫苗下达许可产品委托生产订单，订单数量不低于 1 亿剂（5000 万人份）。
- **流感疫苗即将开启放量，血制品稳健向好。**根据中检院 7 月 26 日公布数据，公司四价流感病毒裂解疫苗已于 7 月 19 日至 7 月 25 日开始获得批签发，下半年有望快速放量，释放较大业绩弹性。血制品业务方面，短期有望随着行业景气度提升而稳健恢复，中长期公司继续加强对献浆员的宣传发动，努力提升现有单采血浆站的采浆能力，继续向有关部门申请新建单采血浆站，未来血浆资源有望进一步丰富。

盈利调整与投资建议

- 我们维持盈利预期，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 19.93、24.57、29.68 亿元，分别同比增长 24%、23%、21%。
- 维持“买入”评级。

风险提示

- 研发进展不及预期风险；市场竞争加剧风险；采浆恢复不达预期风险；浆站拓展不及预期；产品技术转移和生产技术开发进度不达预期风险。

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

图表 1：公司与恩宝生物的新冠肺炎疫苗项目签署合作协议

广州恩宝生物医药科技有限公司

首页 公司新闻 公司简介 主营业务 公司文化 联系我们

新冠肺炎疫苗项目签署合作协议

2020年8月18日，**广州恩宝生物医药科技有限公司**与华兰生物疫苗股份有限公司新冠肺炎疫苗项目合作签约仪式在实验室举行，双方将就新冠肺炎疫苗项目开展深入合作。华兰生物将开展规模化生产新型冠状病毒肺炎疫苗（重组人5型腺病毒载体）的千升级工艺研究，争取达到**年产上亿人份**的产能。恩宝生物与华兰生物将共同申报新型冠状病毒肺炎疫苗的临床试验，**I期临床试验计划由国家呼吸系统疾病临床医学研究中心主持在广州开展。**

新型冠状病毒肺炎疫苗（重组人5型腺病毒载体）为依托恩宝生物成熟的腺病毒载体技术自主研发的腺病毒载体新冠疫苗。项目于除夕启动，科研人员在春节期间夜以继日，**仅用3周就完成了疫苗株的构建**，并在随后的一系列动物实验中取得了较为理想的效果。恩宝生物在**2月底向国家知识产权局提交了新冠疫苗专利申请**，并于**7月10日获得了国内首个腺病毒载体新冠疫苗专利的授权**。该项目在研发过程中得到了钟南山院士的亲自指导，以及呼吸疾病国家重点实验室、中科院广州生物医药与健康研究院、生物岛实验室、广州医科大学呼吸健康研究院、中科院武汉病毒所等的大力支持。

来源：恩宝生物官网，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**3,217**	**3,700**	**5,023**	**5,664**	**6,459**	**7,419**
增长率		15.0%	35.8%	12.8%	14.0%	14.9%
主营业务成本	-1,127	-1,297	-1,371	-1,746	-2,003	-2,327
%销售收入	35.0%	35.0%	27.3%	30.8%	31.0%	31.4%
毛利	2,090	2,403	3,652	3,919	4,456	5,093
%销售收入	65.0%	65.0%	72.7%	69.2%	69.0%	68.6%
营业税金及附加	-28	-32	-37	-57	-58	-59
%销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%
销售费用	-538	-520	-1,076	-878	-937	-1,039
%销售收入	16.7%	14.1%	21.4%	15.5%	14.5%	14.0%
管理费用	-182	-218	-253	-306	-323	-349
%销售收入	5.7%	5.9%	5.0%	5.4%	5.0%	4.7%
研发费用	-146	-144	-213	-244	-265	-297
%销售收入	4.6%	3.9%	4.2%	4.3%	4.1%	4.0%
息税前利润（EBIT）	1,196	1,490	2,073	2,435	2,873	3,349
%销售收入	37.2%	40.3%	41.3%	43.0%	44.5%	45.1%
财务费用	-1	-4	11	6	51	110
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.8%	-1.5%
资产减值损失	-7	56	76	-28	-22	-23
公允价值变动收益	0	32	26	0	0	0
投资收益	115	139	85	140	160	200
%税前利润	8.3%	8.6%	3.9%	5.5%	5.2%	5.5%
营业利润	1,391	1,615	2,151	2,552	3,062	3,636
营业利润率	43.3%	43.7%	42.8%	45.1%	47.4%	49.0%
营业外收支	-2	-5	-3	-10	-10	-10
税前利润	1,390	1,610	2,147	2,542	3,052	3,626
利润率	43.2%	43.5%	42.7%	44.9%	47.3%	48.9%
所得税	-180	-231	-303	-369	-443	-515
所得税率	13.0%	14.4%	14.1%	14.5%	14.5%	14.2%
净利润	1,210	1,379	1,844	2,173	2,610	3,111
少数股东损益	70	95	231	200	180	160
归属于母公司的净利润	**1,140**	**1,283**	**1,613**	**1,973**	**2,430**	**2,951**
净利率	35.4%	34.7%	32.1%	34.8%	37.6%	39.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,210	1,379	1,844	2,173	2,610	3,111
少数股东损益	70	95	231	200	180	160
非现金支出	147	112	153	242	268	307
非经营收益	-129	-173	-182	94	-126	-190
营运资金变动	65	-60	-600	-297	-145	-76
经营活动现金净流	**1,293**	**1,257**	**1,216**	**2,212**	**2,606**	**3,152**
资本开支	-183	-273	-621	-117	-390	-440
投资	-755	-697	-224	-10	-20	-30
其他	94	125	106	140	160	200
投资活动现金净流	**-844**	**-845**	**-739**	**13**	**-250**	**-270**
股权募资	54	50	5	94	0	0
债权募资	0	0	400	307	-724	0
其他	-275	-391	-631	-584	-571	-547
筹资活动现金净流	**-221**	**-341**	**-226**	**-183**	**-1,296**	**-547**
现金净流量	**227**	**72**	**250**	**2,042**	**1,061**	**2,335**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	428	1,064	1,038	3,080	4,140	6,475
应收款项	1,091	1,131	2,271	1,851	1,939	2,035
存货	1,204	1,160	1,175	1,420	1,576	1,641
其他流动资产	2,059	2,331	3,028	3,021	3,026	3,033
流动资产	4,782	5,685	7,512	9,373	10,682	13,183
%总资产	73.7%	75.0%	74.8%	80.7%	81.7%	83.7%
长期投资	91	105	110	120	140	170
固定资产	1,249	1,337	1,769	1,860	1,970	2,092
%总资产	19.2%	17.6%	17.6%	16.0%	15.1%	13.3%
无形资产	219	239	243	264	288	312
非流动资产	1,711	1,898	2,527	2,244	2,398	2,574
%总资产	26.3%	25.0%	25.2%	19.3%	18.3%	16.3%
资产总计	**6,493**	**7,583**	**10,039**	**11,617**	**13,080**	**15,758**
短期借款	0	0	400	724	0	0
应付款项	634	608	1,299	938	1,038	1,127
其他流动负债	87	87	217	129	155	180
流动负债	720	694	1,917	1,792	1,193	1,306
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	22	5	5	5
负债	**720**	**699**	**1,938**	**1,797**	**1,198**	**1,311**
普通股股东权益	**5,527**	**6,543**	**7,529**	**9,048**	**10,931**	**13,334**
其中：股本	930	1,403	1,824	1,824	1,824	1,824
未分配利润	3,738	4,125	5,128	6,554	8,436	10,840
少数股东权益	245	341	572	772	952	1,112
负债股东权益合计	**6,493**	**7,583**	**10,039**	**11,617**	**13,080**	**15,758**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.225	0.915	0.884	1.082	1.332	1.618
每股净资产	5.943	4.663	4.127	4.960	5.991	7.309
每股经营现金净流	1.390	0.896	0.666	1.213	1.429	1.728
每股股利	0.400	0.400	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	20.62%	19.62%	21.43%	21.81%	22.23%	22.13%
总资产收益率	17.55%	16.92%	16.07%	16.99%	18.57%	18.73%
投入资本收益率	18.03%	18.52%	20.94%	19.73%	20.67%	19.88%
增长率						
主营业务收入增长率	35.84%	15.02%	35.76%	12.76%	14.04%	14.86%
EBIT 增长率	33.35%	24.59%	39.13%	17.43%	18.03%	16.55%
净利润增长率	38.83%	12.63%	25.69%	22.33%	23.12%	21.46%
总资产增长率	24.40%	16.79%	32.38%	15.72%	12.60%	20.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.8	92.5	98.8	90.0	85.0	80.0
存货周转天数	391.1	332.6	310.7	300.0	290.0	260.0
应付账款周转天数	21.6	18.3	20.8	20.0	19.0	18.0
固定资产周转天数	116.2	121.1	100.9	89.0	78.6	69.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.41%	-48.97%	-44.74%	-54.39%	-59.97%	-65.49%
EBIT 利息保障倍数	2,153.9	393.3	-190.0	-428.2	-56.4	-30.5
资产负债率	11.10%	9.22%	19.31%	15.47%	9.16%	8.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	5	13	51
增持	0	3	5	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.60**	**1.50**	**1.50**	**1.00**

来源：聚源数据

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。

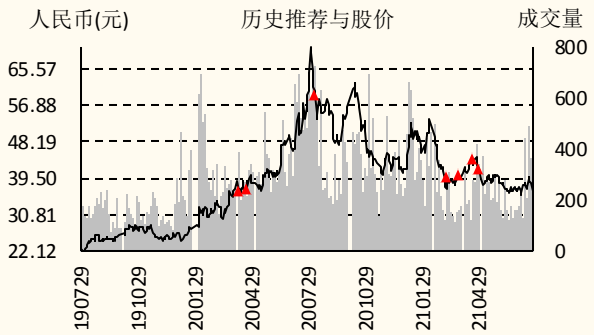
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-04-08	买入	51.20	N/A
2	2020-04-21	买入	48.71	N/A
3	2020-08-11	买入	60.71	N/A
4	2020-11-01	买入	51.20	N/A
5	2021-03-11	买入	37.34	N/A
6	2021-03-30	买入	40.13	N/A
7	2021-04-20	买入	44.13	N/A
8	2021-04-30	买入	43.06	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，不作为或被视为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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402