

# 引进腺病毒载体新冠疫苗，多管齐下攻关新冠病毒

## ——华兰生物(002007.SZ)事件点评

公司简报

### ◆事件:

呼吸疾病国家重点实验室官方公众号发布，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举行合作签约仪式。华兰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。恩宝与华兰将共同申报新冠疫苗临床试验，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。

### ◆点评:

**强强联合开辟新技术路线，多管齐下攻关新冠病毒。**该疫苗是恩宝生物自主研发，在动物实验中取得了较理想的效果，于7月10日获得国内首个腺病毒载体新冠疫苗专利授权，在研发过程中得到了钟南山院士亲自指导，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。公司是中国呼吸疾病疫苗龙头之一，临床开发、产业化经验丰富，新冠疫情发生后采取多种技术路线同步攻关。恩宝与华兰强强联合将充分发挥双方各自优势，迅速推动合作疫苗的研发、上市工作。我们预计此次合作项目和公司自主研发的其他技术路线新冠疫苗均有望近期提交临床申请。

**四价流感疫苗批签发提前，全年有望超预期加速增长。**四价流感疫苗2020年7月批签发量130万瓶，上年同期无批签发量，2019年批签发量分别在1、8、9、10、11月，合计836万瓶，估计实现收入约8-9亿元；2020年下半年批签发工作提前，仅7月便完成了上年批签发量的16%。考虑新生产线获批，产能大幅提升，且今年新冠疫情催化可能带来民众流感疫苗接种意愿的提升，我们预计2020年四价流感疫苗批签发量有望超预期加速增长。

**◆盈利预测、投资评级和估值:**公司血制品产品线布局丰富，浆站充足，稳健增长；四价流感疫苗放量有望增厚业绩；抗体药物布局兼具速度和差异化。维持2020-2022年EPS预测0.92/1.11/1.28元，同比+31%/20%/15%，现价对应PE为64/53/46倍，维持“买入”评级。

**◆风险提示:**血制品和疫苗批签发量低于预期；抗体药物研发审批进度低于预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,217	3,700	4,801	5,615	6,447
营业收入增长率	35.84%	15.02%	29.77%	16.94%	14.83%
净利润(百万元)	1,140	1,283	1,683	2,022	2,331
净利润增长率	38.83%	12.63%	31.12%	20.13%	15.30%
EPS(元)	1.23	0.91	0.92	1.11	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.62%	19.62%	21.94%	22.36%	22.01%
P/E	48	65	64	53	46
P/B	9.9	12.7	14.0	11.9	10.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2020年8月18日

### 买入(维持)

当前价: 59.02元

### 分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsecn.com](mailto:linxiaowei@ebsecn.com)

王明瑞 (执业证书编号: S0930520080004)  
[wangmingrui@ebsecn.com](mailto:wangmingrui@ebsecn.com)

### 市场数据

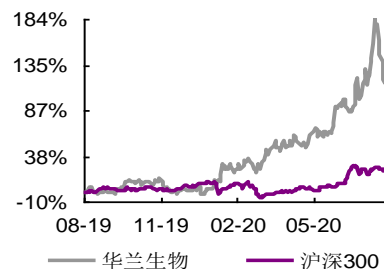
总股本(亿股): 18.24

总市值(亿元): 1076.74

一年最低/最高(元): 24.17/76.00

近3月换手率: 148.16%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.83	37.12	103.80
绝对	15.73	60.12	133.50

资料来源: Wind

### 相关研报

Q2业绩逐步复苏，血制品、疫苗、抗体研发三路并进——华兰生物(002007.SZ) 2020半年报点评  
..... 2020-08-11  
疫苗公司分拆上市，借力资本市场实现跨越式发展——华兰生物(002007.SZ)公告点评  
..... 2020-04-21

## 1、附录

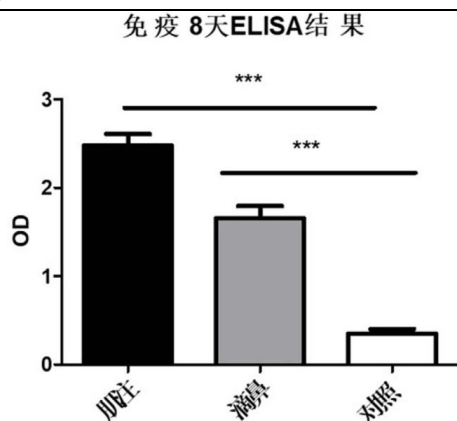
表 1：新冠疫苗国内外研发最新进展梳理

机构	疫苗类型	最新进展
美国 Moderna	mRNA 疫苗	三期临床
德国 BioNTech、复星医药	mRNA 疫苗	三期临床
康希诺、军事科学院	腺病毒载体疫苗	三期临床
牛津大学詹纳研究所、意大利 AdventSrl	病毒载体疫苗	三期临床
艾棣维欣、美国 Inovio、康泰生物	DNA 疫苗	一期临床
中生集团、武汉所	灭活疫苗	三期临床
中生集团、北京所	灭活疫苗	二期临床
科兴生物	灭活疫苗	三期临床
沃森生物、苏州艾博、军事科学院	mRNA 疫苗	一期临床
中科院微生物研究所、智飞龙科马	重组蛋白疫苗	二期临床
中国医科院医学生物研究所	灭活疫苗	二期临床
德国 CureVac AG	mRNA 疫苗	一期临床
伦敦帝国理工学院	mRNA 疫苗	一期临床
GSK、三叶草生物	重组蛋白疫苗	一期临床
美国 Novavax	纳米颗粒疫苗	一期临床
俄罗斯 Gamaleya Research Institute	病毒载体疫苗	一期临床
澳大利亚 Vaxine Pty Ltd/Medytox	重组蛋白疫苗	一期临床
韩国 Genexine	DNA 疫苗	一期临床
印度 Cadila Healthcare Limited	DNA 疫苗	一期临床
斯微生物、中国疾控、同济大学医学院	mRNA 疫苗	动物实验
康泰生物	重组蛋白疫苗	动物实验
康众生物	mRNA 疫苗	动物实验
浙江省疾控中心、浙大一院、杭州医学院	灭活疫苗、重组蛋白疫苗、病毒载体疫苗、mRNA 疫苗	动物实验
美国 Greffex	病毒载体疫苗	动物实验
美国 Altimune	病毒载体疫苗	动物试验
昆士兰大学	重组蛋白疫苗	动物实验
香港大学医学院	重组蛋白疫苗	动物实验
华西医院生物治疗国家重点实验室、浙江特瑞斯药业、成都国家 GLP 中心、四川省人民医院、成都所	重组蛋白疫苗	动物试验
上海市公共卫生临床中心	DNA 疫苗、人源细胞载体疫苗、纳米颗粒疫苗	动物试验
赛诺菲巴斯德、美国 BARDA	DNA 疫苗	早期研发
印度 Zydus Cadila	DNA 疫苗、病毒载体疫苗	早期研发
美国 Arcturus、新加坡国立大学医学院	mRNA 疫苗	早期研发
加拿大萨斯喀彻温大学	重组蛋白疫苗	早期研发
美国 Generex	重组蛋白疫苗	早期研发
以色列 Vaxil bio	重组蛋白疫苗	早期研发
丹麦 ExpreS2ion	重组蛋白疫苗	早期研发
美国 iBio、北京睿诚海江	重组蛋白疫苗	早期研发
贝勒医学院、得克萨斯大学、纽约血液中心、复旦大学	重组蛋白疫苗	早期研发
杨森制药	病毒载体疫苗	早期研发
武汉博沃、美国 GeoVax Labs	病毒载体疫苗	早期研发
美国强生、美国 BARDA	病毒载体疫苗	早期研发
美国 tonix、Southern Research	病毒载体疫苗	早期研发
美国 Vaxart	病毒载体疫苗	早期研发
法国巴斯德	病毒载体疫苗	早期研发
武汉博沃（人福子公司）、美国 GeoVax Labs	病毒载体疫苗	早期研发

北京科兴	病毒载体疫苗	早期研发
美国 Codagenix、印度血清研究所	减毒活疫苗	早期研发
华兰生物、恩宝生物	减毒活疫苗、灭活疫苗、腺病毒载体疫苗	早期研发
剑桥大学、DIOSVax	未披露	早期研发
加拿大 AbCellera	未披露	早期研发
以色列米盖尔-加利利研究所	未披露	早期研发
和元生物	DNA 疫苗	早期研发
冠昊生物、ZY Therapeutics Inc.	mRNA 疫苗	早期研发
复旦大学生命科学学院、上海交通大学、蓝鹊生物医药	mRNA 疫苗	早期研发
GSK、养生堂厦门万泰	重组蛋白疫苗	早期研发
杭州医学院、浙江普康	重组蛋白疫苗	早期研发
宇之波生物	重组蛋白疫苗	早期研发
美国 iBio、北京睿诚海汇	重组蛋白疫苗	早期研发
清华大学药学院、成大生物	多肽疫苗	早期研发
贝达药业、北京鼎成肽源生物、杭州瑞普基因	DC 疫苗	早期研发
天元生物（步长子公司）、传染病诊治国家重点实验室	未披露	早期研发
沃森生物、上海巴斯德研究所	未披露	早期研发
七海复泰生物、南昌大学、博雅生物	未披露	早期研发

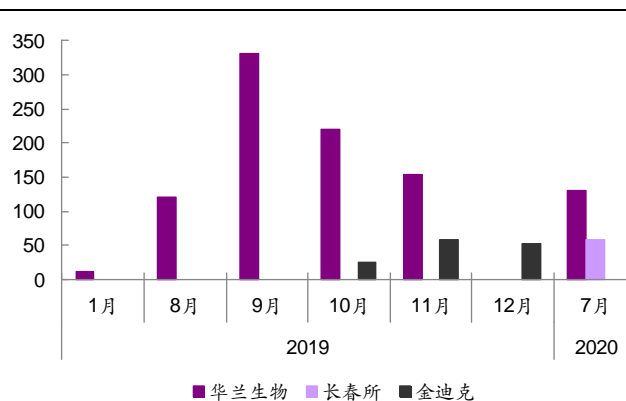
资料来源：WHO 官网、中国疫苗行业协会、相关公司公告、光大证券研究所整理

图 1：动物免疫原性评价表明 Ad5-NB2 能够诱导小鼠产生抗体。



资料来源：中华人民共和国国家知识产权局（公开号：CN110974950A）、光大证券研究所（注：Ad5 空载体病毒为缺失 E1 和 E3 区基因的复制缺陷型 Ad5 载体；发明人优化得到的核酸序列记为 NB2）

图 2：四价流感病毒疫苗批签发量（万瓶）



资料来源：医药魔方、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,217	3,700	4,801	5,615	6,447
营业成本	1,127	1,297	1,600	1,846	2,191
折旧和摊销	139	161	161	172	183
税金及附加	28	32	45	52	60
销售费用	538	520	658	736	767
管理费用	182	218	249	274	291
研发费用	146	144	206	268	328
财务费用	1	4	-9	-15	-25
投资收益	115	139	108	108	108
营业利润	1,391	1,615	2,132	2,557	2,941
利润总额	1,390	1,610	2,127	2,552	2,936
所得税	180	231	286	343	395
净利润	1,210	1,379	1,841	2,209	2,542
少数股东损益	70	95	158	187	211
归属母公司净利润	1,140	1,283	1,683	2,022	2,331
EPS(按最新股本计)	1.23	0.91	0.92	1.11	1.28

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,293	1,363	1,166	1,783	2,025
净利润	1,140	1,283	1,683	2,022	2,331
折旧摊销	139	161	161	172	183
净营运资金增加	760	-1,894	995	678	774
其他	-746	1,812	-1,673	-1,088	-1,263
投资活动产生现金流	-844	-845	-471	-447	-472
净资本支出	-183	-273	-251	-251	-251
长期投资变化	91	105	0	0	0
其他资产变化	-753	-677	-220	-196	-221
融资活动现金流	-221	-341	-548	-637	-756
股本变化	0	473	421	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	343	-21	68	36	42
净现金流	227	177	148	700	797

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	65.0%	65.0%	66.7%	67.1%	66.0%
EBITDA 率	44.0%	46.3%	46.3%	46.9%	46.8%
EBIT 率	39.7%	42.0%	42.9%	43.8%	44.0%
税前净利润率	43.2%	43.5%	44.3%	45.4%	45.5%
归母净利润率	35.4%	34.7%	35.1%	36.0%	36.2%
ROA	18.6%	18.2%	20.6%	21.0%	20.6%
ROE (摊薄)	20.6%	19.6%	21.9%	22.4%	22.0%
经营性 ROIC	18.3%	30.7%	32.3%	33.7%	34.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	11%	9%	9%	8%	7%
流动比率	6.64	8.19	8.99	10.42	11.90
速动比率	4.97	6.52	7.16	8.40	9.61
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	6,493	7,583	8,936	10,529	12,331
货币资金	428	1,064	1,211	1,911	2,708
交易性金融资产	0	2,307	2,538	2,792	3,071
应收账款	910	965	1,396	1,633	1,875
应收票据	170	156	261	305	351
其他应收款(合计)	12	10	16	19	21
存货	1,204	1,160	1,390	1,612	1,923
其他流动资产	2,034	4	4	4	4
流动资产合计	4,782	5,685	6,851	8,315	9,999
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	91	105	105	105	105
固定资产	1,022	1,225	1,172	1,131	1,097
在建工程	225	110	187	246	289
无形资产	207	202	247	292	335
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	62	112	159	159	159
非流动资产合计	1,711	1,898	2,085	2,214	2,332
总负债	720	699	767	803	845
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	65	65	98	114	135
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	11	15	17	20	23
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	720	694	762	798	840
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
非流动负债合计	0	5	5	5	5
股东权益	5,773	6,884	8,169	9,726	11,486
股本	930	1,403	1,824	1,824	1,824
公积金	860	1,015	767	969	992
未分配利润	3,738	4,125	5,078	6,246	7,773
归属母公司权益	5,527	6,543	7,670	9,040	10,589
少数股东权益	245	341	499	686	897

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	16.72%	14.07%	13.71%	13.12%	11.90%
管理费用率	5.65%	5.88%	5.19%	4.88%	4.51%
财务费用率	0.02%	0.10%	-0.18%	-0.26%	-0.39%
研发费用率	4.55%	3.88%	4.29%	4.77%	5.09%
所得税率	13%	14%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.40	0.40	0.36	0.43	0.49
每股经营现金流	1.39	0.97	0.64	0.98	1.11
每股净资产	5.94	4.66	4.20	4.96	5.80
每股销售收入	3.46	2.64	2.63	3.08	3.53

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	48	65	64	53	46
PB	9.9	12.7	14.0	11.9	10.2
EV/EBITDA	39.3	47.2	47.7	40.2	34.9
股息率	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼