

卫光生物(002880)/生物制品
国有纯血制品企业，立足两广7个浆站
评级：无评级

目标价格：无

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

联系人：赵磊

电话：

Email: zhaolei@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	500.94	566.14	647.52	736.15	836.61
增长率 yoy%	10.64%	13.01%	14.37%	13.69%	13.65%
净利润	124.86	153.23	180.91	211.16	244.14
增长率 yoy%	24.18%	22.72%	18.06%	16.73%	15.62%
每股收益(元)	1.54	1.89	2.23	2.6	3.01
每股现金流量	1.85	1.56	2.85	2.41	2.75
净资产收益率	31.71%	30.26%	26.32%	23.50%	21.37%
P/E					
PEG					
P/B					
备注：					

基本状况

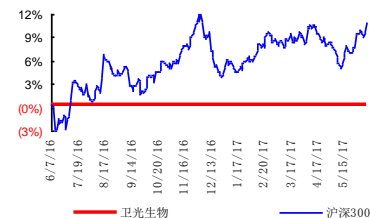
总股本(百万股)

流通股本(百万股)

市价(元)

市值(百万元)

流通市值(百万元)

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 主营聚焦血液制品，2013-2016 年营收和利润增速略有波动。**卫光生物主营业务为血液制品的生产、销售和研发，未曾变更主营。目前已取得 3 大类 9 种产品 21 种规格的血液制品产品批准文号，主要产品为人血白蛋白、静丙、乙免、狂免、破免等。2012-2016 年公司营收分别达到 3.00 亿元、3.55 亿元、4.53 亿元、5.01 亿元及 5.66 亿元，年复合增速 17.2%；2012-2016 年归母净利润分别为 7,145 万元、8,888 万元、1.01 亿元、1.25 亿元和 1.53 亿元，年复合增速 19.91%。2014-2016 年度公司综合毛利率分别达到 44.34%、46.50%、47.39%，呈现稳中有升的趋势。
- 立足两广之地占据 7 个浆站，2016 年采浆量达到 319.52 吨(同比增长 26%)。**卫光生物现有 7 个采浆站，5 家位于广西（田阳、德保、隆安、平果、钟山），2 家位于广东（罗定、新兴）。现有浆站覆盖人群超过 1300 万人，在册献浆员约 7 万名，采浆量处于逐年稳定上升之中。2014-2016 年采浆量分别为 230.28 吨、253.46 吨和 319.52 吨，2015-2016 年增速分别约为 10%、26%。与同行业上市公司相比，卫光生物的浆站数目较少且分布较为集中，浆站数目行业占有率仅 2.88%。2016 年 5 月公司拟定《卫光生物公司关于开发建设新浆站的议案》，积极布局广东、广西、湖南等地的新建浆站机会。
- 公司现有 3 大类别 9 个品种的产品线，毛利率 47%左右略低于上市公司平均水平。**与其他龙头血制品行业公司相比，卫光生物的产品线仍具备一定竞争力。截止 2016 年末卫光生物拥有 9 个品种的生产批文，处于行业较高水平。卫光生物的血制品毛利率在 47%左右，略低于上市公司平均水平。我们认为主要原因是纤原虽然拿到批件但没有生产。目前正在开发人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物等更多产品，并着力研发血浆纯化新技术。
- 募投项目：本次发行价格为 25.11 元/股（对应 2016 年摊薄后 PE 为 18.88 倍），共发行 2700 万股。**募集资金总额约为 6.78 亿元，扣除发行费用后预计募集资金净额约为 6.23 亿元，2.4 亿投资于特异性免疫球蛋白凝血因子类产品产业化项目、5,200 万用于单采血浆站改扩建项目、1.4 亿用于工程技术研究开发中心建设项目及 1.85 亿用于偿还银行贷款，拟全部使用募集资金投入。
- 盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 6.48、7.36 和 8.37 亿元，增速分别为 14.37%、13.69%和 13.65%；归母净利润分别为 1.81、2.11 和 2.44 亿元，增速分别为 18.06%、16.73%和 15.62%。**
- 风险提示：扩大经营领域的风险；采浆量未能持续增长、成本上升的风险；研发项目未按预期顺利开展的风险。**

内容目录

国有纯血制品企业，经营较为稳健.....	- 4 -
公司经营稳健，2013-2016 年净利润 CAGR 达到 19.91%	- 4 -
经销占比为 87%，经销商主要分布在华南、华中和华东	- 5 -
实际控制人为深圳市光明新区管理委员会	- 5 -
立足两广之地占据 7 个浆站，产品线较为齐全	- 6 -
2016 年采浆量 319.52 吨，欲新建浆站提高采浆能力	- 6 -
目前具备 3 大类别 9 个品种的产品线，在研产品涵盖血制品、疫苗等领域	- 7 -
批签发较为稳定，主要品种市场占有率低.....	- 9 -
主要品种市场占有率较低，破免相对突出	- 9 -
募投项目主要用于充实产品线、单采血浆站扩建和技术研发	- 11 -
发行价格：25.11 元/股	- 12 -
风险提示	- 12 -
扩大经营领域的风险	- 12 -
采浆量未能持续增长、成本上升的风险	- 12 -
研发项目未按预期顺利开展的风险	- 12 -

图表目录

图表 1：卫光生物 2012-2016 营收利润规模及增速（单位：百万，%）	- 4 -
图表 2：卫光生物 2016 年主营收入构成（单位：%）	- 4 -
图表 3：卫光生物 2012-2016 年综合毛利及毛利率（单位：百万元，%）	- 5 -
图表 4：卫光生物 2012-2016 年分产品毛利率（单位：%）	- 5 -
图表 5：卫光生物销售商构成.....	- 5 -
图表 6：卫光生物经销商分布情况	- 5 -
图表 7：卫光生物发行前股权结构	- 6 -
图表 8：卫光生物下属 7 个采浆站采浆情况	- 6 -
图表 9：卫光生物现有 7 个采浆站，与同行相比数量较少	- 7 -
图表 10：血制品企业浆站占有率情况.....	- 7 -
图表 11：2014-2016 年卫光生物采浆量及增速	- 7 -
图表 12：血制品行业主要企业产品线一览	- 8 -
图表 13：国内主要血制品公司血制品业务毛利率水平（单位：%）	- 8 -
图表 14：卫光生物自主研发项目一览.....	- 9 -
图表 15：卫光生物合作研发产品项目一览	- 9 -
图表 16：2007-至今卫光生物人血白蛋白批签发情况（折合成 10g/瓶，万瓶，%）	- 10 -
图表 17：2015 年城市公立医院人血白蛋白市场竞争格局（单位：万元）	- 10 -

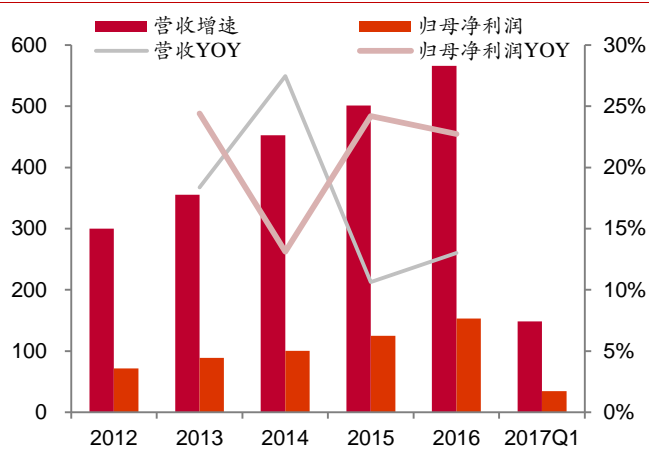
图表 18: 2007-至今卫光生物静丙批签发情况 (折合成 2.5g/瓶, 万瓶, %)	- 10 -
图表 19: 2015 年城市公立医院球蛋白市场竞争格局 (单位: 万元)	- 10 -
图表 20: 2015 年城市公立医院狂免市场竞争格局 (单位: 万元)	- 11 -
图表 21: 2015 年城市公立医院破免市场竞争格局 (单位: 万元)	- 11 -
图表 22: 2015 年城市公立医院乙免市场竞争格局 (单位: 万元)	- 11 -
图表 23: 卫光生物募投项目情况	- 12 -
图表 24: 血制品上市公司业务规模和估值对比	- 12 -
图表 25: 卫光生物财务模型预测	- 14 -

国有纯血制品企业，经营较为稳健

公司经营稳健，2013-2016 年净利润 CAGR 达到 19.91%

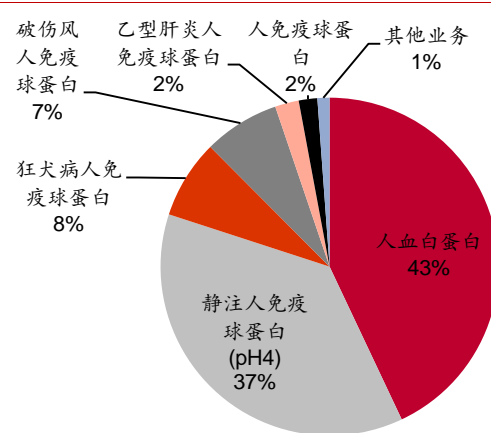
- **主营聚焦血液制品，2013-2016 年营收和利润增速略有波动。**公司主营业务为血液制品的生产、销售和研发，未曾变更主营。目前已取得 3 大类 9 种产品 21 种规格的血液制品产品批准文号，主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白等。2012-2016 年公司主营业务收入分别达到 3.00 亿元、3.55 亿元、4.53 亿元、5.01 亿元及 5.66 亿元，2012-2016 年主营收入 CAGR 为 17.2%；2012-2016 年归母净利润分别为 7,145 万元、8,888 万元、1.01 亿元、1.25 亿元和 1.53 亿元，年复合增速 19.91%。
- **主要产品增长稳定，其他产品占比快速提升。**公司近年来主要上市销售的产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白等。从主营产品来看，人血白蛋白及静注人免疫球蛋白合计占比超过主营收入的 80%，二者 2012-2016 年收入 CAGR 分别达到 14.63%，20.95%；占比较小的破伤风人免疫球蛋白 2014-2016 年占比快速提升，从占比 2.56% 突破性增长至 7.34%，发改委取消限价后破伤风免疫球蛋白大幅涨价有一定因素。

图表 1: 卫光生物 2012-2016 营收利润规模及增速(单位: 百万, %)



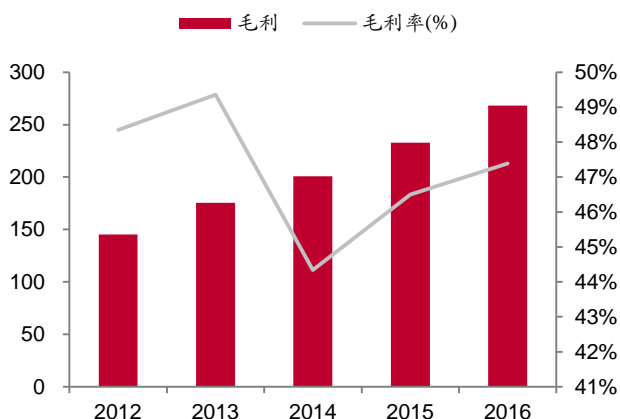
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 卫光生物 2016 年主营收入构成 (单位: %)

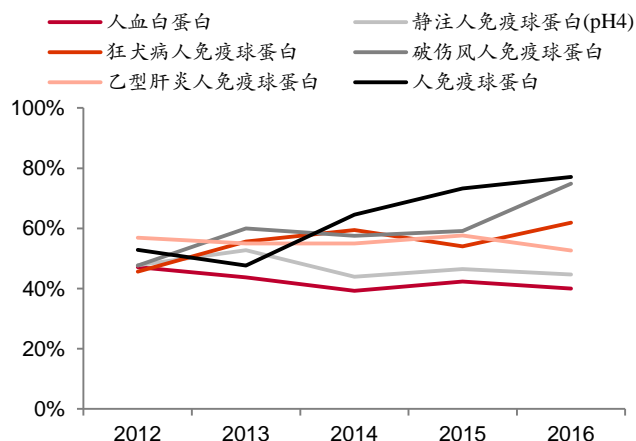


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **2014-2016 年度公司综合毛利率分别达到 44.34%、46.50%、47.39%，呈现稳中有升的趋势。**占比最大的人血白蛋白及静注人免疫球蛋白毛利率分别稳定在 43% 和 47% 左右；特免中，破伤风人免疫球蛋白近两年毛利增幅明显，2016 年毛利率达到 74.84%。

图表 3: 卫光生物 2012-2016 年综合毛利及毛利率(单位: 百万元, %)


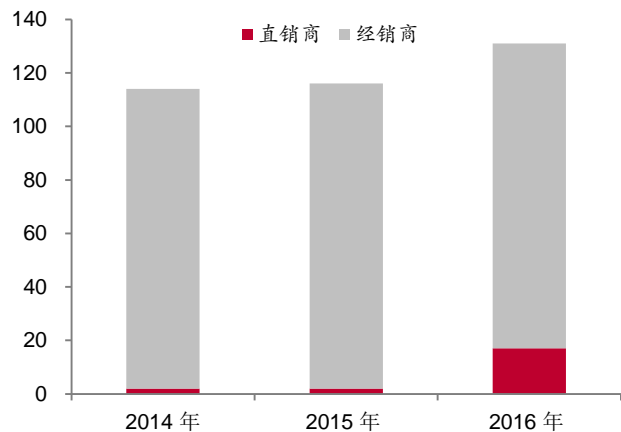
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 卫光生物 2012-2016 年分产品毛利率(单位: %)


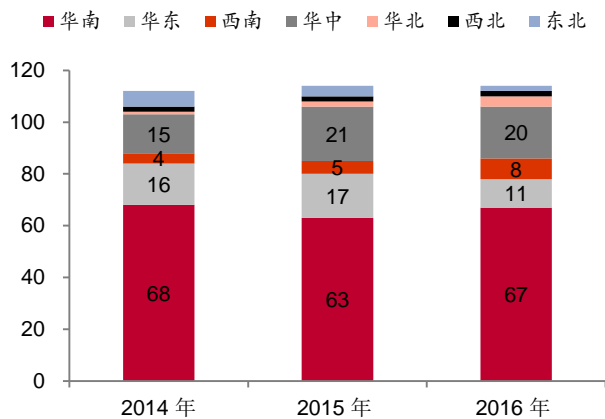
来源: Wind, 中泰证券研究所

经销占比为 87%，经销商主要分布在华南、华中和华东

- 2016 年公司销售客户达到 131 家，其中经销商 114 家（占比 87%），经销商分布以华南为主。2014-2016 年公司销售客户逐年上升，以 2016 年增加 15 家最多，其中经销商数目保持在 114 家左右，直销商增加主要是由于“两票制”影响。2016 年经销商分布看，以公司所在华南地区最多，为 67 家，其余主要在华中和华东，西南和北部较少。

图表 5: 卫光生物销售商构成


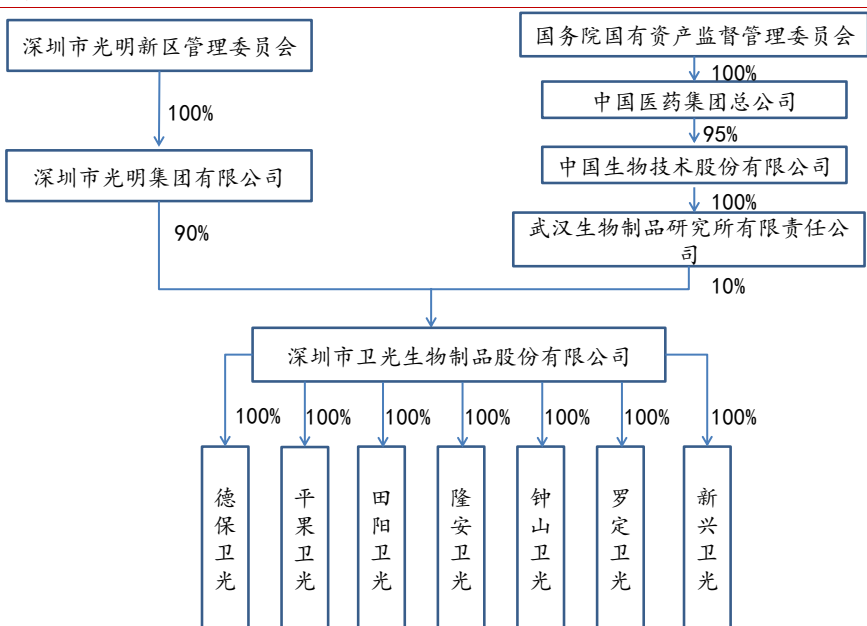
来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 6: 卫光生物经销商分布情况


来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

实际控制人为深圳市光明新区管理委员会

- 公司实际控制人为深圳市光明新区管理委员会，其持有卫光生物控股股东光明集团 100% 的股份。本次发行前，卫光生物总股本为 8100 万股，本次发行股份不超过 2700 万股（占发行后总股本 25%）。截至目前，卫光生物共拥有 7 家全资子公司，其中田阳卫光为收购而来，其他 6 家子公司业务由事业单位改造而来，对应 7 个浆站。子公司的主要业务为原料血浆的采集，并将采集血浆提供给母公司用于生产血液制品。本次发行前公司股权结构如下：

图表 7：卫光生物发行前股权结构


来源：招股说明书，中泰证券研究所

立足两广之地占据 7 个浆站，产品线较为齐全

2016 年采浆量 319.52 吨，欲新建浆站提高采浆能力

- 卫光生物现有 7 个采浆站，主要分布在广西（5 个）和广东（2 个）两个采浆大省。原料血浆作为血液制品最主要的原材料，其采集的多少直接决定了血液制品生产企业的竞争能力。从全国单采血浆量分布来看，中西部省份通常为采浆大省，不同血制品企业的浆站分布也具有一定的地域性。卫光生物所属的 7 家全资单采血浆子公司中有 5 家位于广西（田阳、德保、隆安、平果、钟山），2 家位于广东（罗定、新兴），均处于两广之地。

图表 8：卫光生物下属 7 个采浆站采浆情况

浆站名称	省份	采浆区域	对应人口数 (万人)	采集血浆范围	浆站取得方式	采浆量			增速	
						2014	2015	2016	2015	2016
平果卫光	广西省	平果县、田东县	94.2	血液制品生产用人血浆、破伤风疫苗免疫特异性血浆	事业单位改制	60.98	67.72	91.37	11.05%	34.92%
德保卫光	广西省	德保县、靖西县、那坡县	121.57	血液制品生产用人血浆、破伤风疫苗免疫特异性血浆	事业单位改制	34.37	37.91	44.09	10.30%	16.30%
隆安卫光	广西省	隆安县、天等县	86.53	血液制品生产用人血浆、狂犬疫苗免疫特异性血浆	事业单位改制	42.47	48.9	64.78	15.14%	32.47%
钟山卫光	广西省	钟山县（含平桂管理区的西湾街道办事处、望高镇、羊头镇）、富川县、昭平县、平乐县、恭城县	191.12	血液制品生产用人血浆、破伤风疫苗免疫特异性血浆	事业单位改制	34.11	37.24	46.96	9.18%	26.10%
田阳卫光	广西省	田阳县、凌云县、田林县、右江区（不含城区）四塘镇、百兰乡、那毕乡	91.25	血液制品生产用人血浆、狂犬疫苗免疫特异性血浆	2007年收购	41.61	44.11	51.51	6.01%	16.78%
罗定卫光	广东省	罗定市、郁南县、信宜市、德庆市、云浮市云城区、云安县	360.38	原料血浆的采集及供应（开展乙肝、狂犬病、破伤风等特免血浆）	事业单位改制	10.71	11.27	13.81	5.23%	22.54%
新兴卫光	广东省	新兴县、阳春市、开平市、恩平市、佛山市高明区	325.09	原料血浆的采集及供应（开展乙肝、狂犬病、破伤风等特免血浆）	事业单位改制	6.03	6.3	7	4.48%	11.11%
总计						230.28	253.45	319.52	10.06%	26.07%

来源：中泰证券研究所

- 浆站数目行业占有率 2.88%，占有率和数目较为有限。卫光生物现有浆

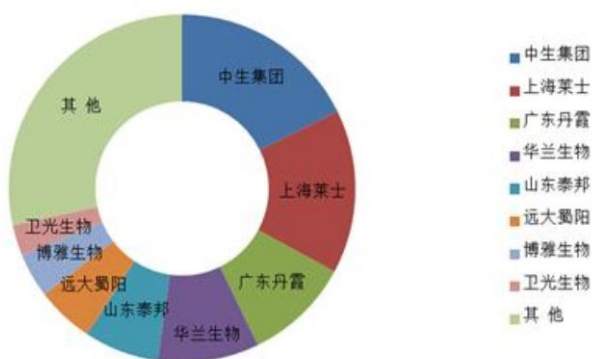
站覆盖人群超过 1300 万人，在册献浆员约 7 万名，采浆量处于逐年稳定上升之中。2014-2016 年采浆量分别为 230.28 吨、253.46 吨和 319.52 吨，增速分别约为 10%、26%。与同行业上市公司相比，卫光生物的浆站数目较少且分布较为集中，浆站数目行业占有率仅 2.88%。

图表 9：卫光生物现有 7 个采浆站，与同行相比数量较少

公司	全国		广西		广东	
	浆站数	占比	浆站数	占比	浆站数	占比
上海莱士	37	15.23%	7	28%	4	10%
华兰生物	23	9.47%	4	16%	0	0%
天坛生物	19	7.82%	0	0%	0	0%
博雅生物	10	4.12%	0	0%	0	0%
卫光生物	7	2.88%	5	20%	2	5%
其他	147	60.48%	9	36%	34	85%
合计	243	100.00%	25	100%	40	100%

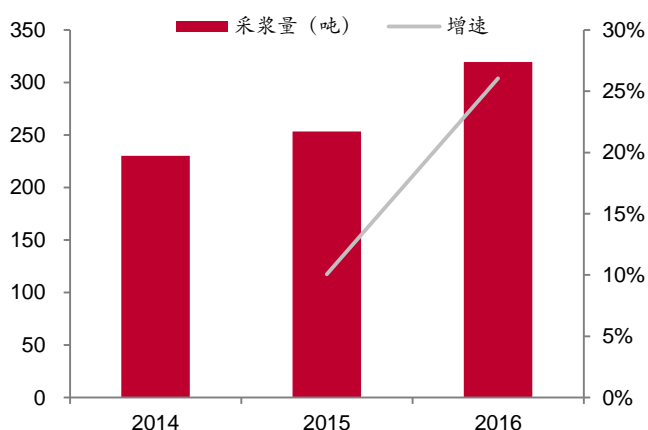
来源：招股说明书，中泰证券研究所（数据截止至 2016.12.31）

图表 10：血制品企业浆站占有率情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所（截止至 2016.12）

图表 11：2014-2016 年卫光生物采浆量及增速



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 在原有浆站基础上，公司在积极拓展新的浆站以提高采浆能力。国家《单采血浆管理办法》规定血液制品生产企业注册的血液制品 6 个以上，承担国家计划免疫任务血液制生产企业品种 5 个以上的，方可申请设立新的浆站，公司在符合要求的 10 余家企业内。2016 年 5 月，公司拟定《卫光生物公司关于开发建设新浆站的议案》，积极布局广东、广西、湖南等地的新建浆站机会。

目前具备 3 大类别 9 个品种的产品线，在研产品涵盖血制品、疫苗等领域

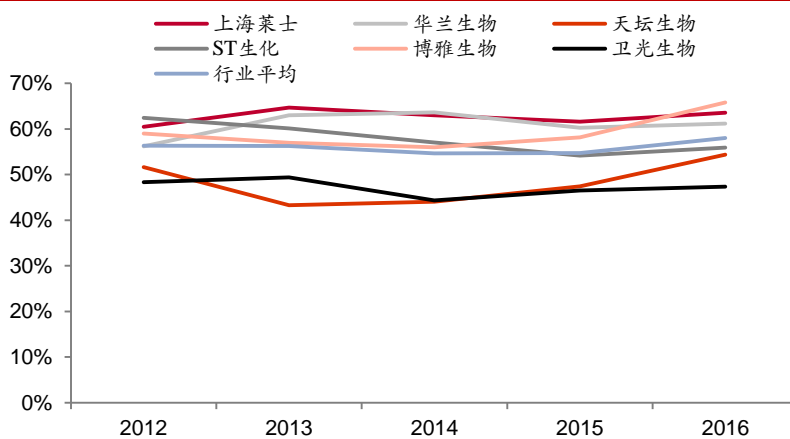
- 公司现有 3 大类别 9 个品种的产品线，具备一定竞争力。血浆的利用率高低决定企业长期的竞争地位。与其他龙头血制品行业公司相比，卫光生物的产品线仍具备一定竞争力。截止 2016 年末卫光生物拥有 9 个品种的生产批文，处于行业较高水平。此外，目前正在开发人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物等更多产品，并着力研发血浆纯化新技术。

图表 12: 血制品行业主要企业产品线一览

类型	名称	泰邦生物	中生集团	四川远大	华兰生物	上海莱士	博雅生物	卫光生物
白蛋白类	人血白蛋白	●	●	●	●	●	●	●
	冻干人血白蛋白		●					
免疫球蛋白类	静注人免疫球蛋白	●	●	●	●	●	●	●
	冻干静注人免疫球蛋白		●			●	●	●
	人免疫球蛋白	●	●	●	●	●	●	●
	乙型肝炎人免疫球蛋白	●	●	●	●	●	●	●
	静注乙型肝炎人免疫球蛋白			●				
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白		●					
	破伤风人免疫球蛋白	●	●	●	●	●		●
	狂犬病人免疫球蛋白	●	●	●	●	●	●	●
	组织胺人免疫球蛋白		●	●				●
	凝血因子类	人纤维蛋白原		●		●	●	●
人纤维蛋白粘合剂					●	●		
人凝血酶原复合物		●	●		●	●		
凝血酶			●		●	●		
人凝血因子VIII		●	●		●	●		
总计		8	14	8	11	12	7	9

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- 卫光生物血制品毛利率在 47% 左右, 略低于上市公司平均水平。从国内主要血制品上市公司血制品业务的毛利率变化情况来看, 毛利率和产品线品类数量呈现高度相关性, 产品线越丰富代表血浆利用率越高, 相应的毛利率也就越高。卫光生物的血制品毛利率在 47% 左右, 略低于上市公司平均水平。我们认为主要原因是卫光生物的血浆只提取人白、静丙和特免等产品, 纤原虽然拿到批件但没有生产。未来若产品线发生变化, 毛利率水平有望提升。

图表 13: 国内主要血制品公司血制品业务毛利率水平 (单位: %)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 在研产品涵盖血制品、疫苗等多个领域。公司在现有 9 个产品线基础上不断开发新项目, 正在研发的项目包含静注乙型肝炎人免疫球蛋白关键技术研发及产业化项目 (已进入 III 期临床)、静注巨细胞病毒人免疫球蛋白的研究开发、冻干人用狂犬病疫苗等。同时还与科研院校企业等合作研发一些新项目, 如与深圳大学合作开发的重组人心钠肽项目、与广州麦阁生物合作开发的凝血因子类产品开发项目等。

图表 14：卫光生物自主研发项目一览

序号	项目名称	主要内容及进展	所处阶段
1	静注乙型肝炎人免疫球蛋白关键技术研发及产业化	深圳市重大产业攻关计划，已获得一件发明专利授权，专利号：ZL 200710075340.0。	III期临床
2	静注巨细胞病毒人免疫球蛋白的研究开发	深圳市技术研究开发计划技术创新项目，已申请一件PCT国际专利，检索结果十分理想，同时获得国家发明专利授权（专利号：ZL 201110223760.5）。	临床前研究
3	冻干人用狂犬病疫苗	已获得2件国家发明专利授权，专利号：ZL 201410132141.9、ZL 201410131925.X，并申请PCT国际专利2件。	临床前研究

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 15：卫光生物合作研发产品项目一览

序号	项目名称	合作单位	合作协议主要内容
1	重组人心钠肽项目	深圳大学、中国医学科学院基础医学研究所	研发目标：完成该项目III期临床研究后续工作、申报新药证书及完成技术成果产业化； 成果分配：卫光生物提供300万元“项目研发促进费”，获得该项目的优先受让权。该项目获得新药证书后，卫光生物有权以总额4,000万人民币受让该项目的新药证书、专利、技术，及试生产协助工作。
2	凝血因子类产品开发	广州麦阁生物技术有限公司	研发目标：协助卫光生物取得人纤维蛋白原产品工艺变更注册证书、独立生产出符合《中国药典》质量标准的产品；协助卫光生物取得人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物《药物临床试验批件》、独立生产出符合《中国药典》质量标准的产品 成果分配：成果归卫光生物所有。
3	狂犬病病毒CTN-1鸡胚细胞适应株及其疫苗研究	中国食品药品检定研究院	研发目标：适用于鸡胚细胞的狂犬病病毒疫苗株及产业化； 成果分配：卫光生物拥有
4	血浆蛋白药物的分离纯化新技术	北京大学	研发目标：结合层析法与沉淀法等蛋白分离纯化技术，从血浆中分离纯化出高纯度、高活性的α1-抗胰蛋白酶等多种血浆蛋白 成果分配：卫光生物拥有

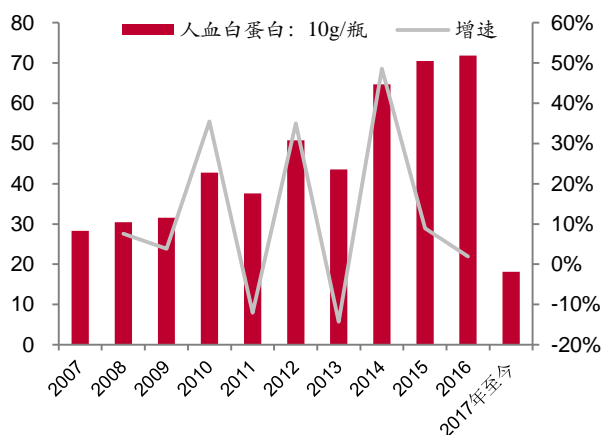
来源：招股说明书，中泰证券研究所

批签发较为稳定，主要品种市场占有率低

主要品种市场占有率较低，破免相对突出

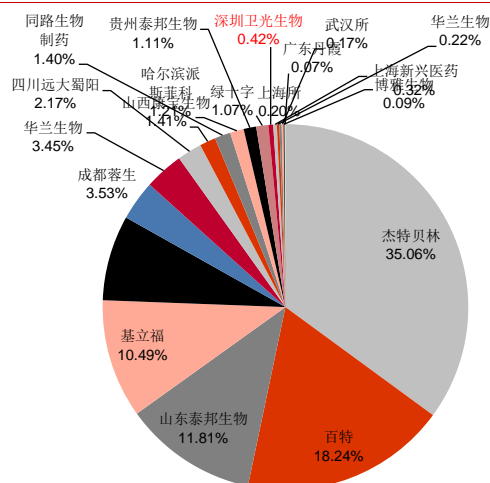
- 人血白蛋白市占率仅 0.42%，2014-2016 年分别批签发 64.69、70.47 和 71.85 万瓶（折合 10g/瓶）。**公司主要产品是人血白蛋白、静丙和三种特种免疫球蛋白。2014-2016 年人血白蛋白分别批签发 64.69、70.47 和 71.85 万瓶（折合 10g/瓶），数据较为稳定；市占率看，卫光生物仅占 2015 年城市公立医院人血白蛋白市场销售的 0.42%。

图表 16: 2007-至今卫光生物人血白蛋白批签发情况 (折合成 10g/瓶, 万瓶, %)



来源: Wind, 招股说明书, 中泰证券研究所

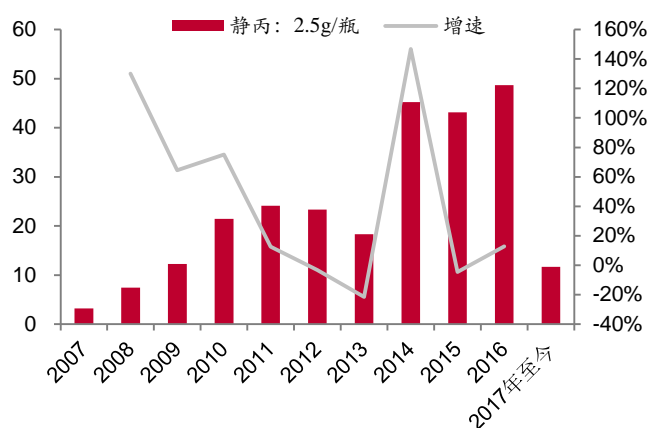
图表 17: 2015 年城市公立医院人血白蛋白市场竞争格局 (单位: 万元)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

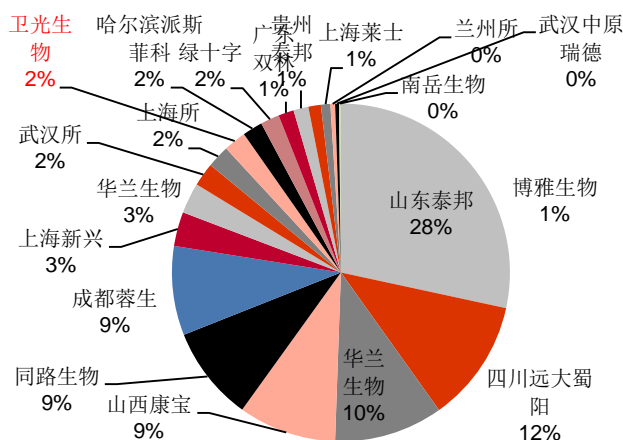
- 球蛋白市占率 2%左右, 2014-2016 年分别批签发 45.21、43.12 和 48.68 万瓶 (折合 2.5g/瓶)。2014-2016 年公司静丙分别批签发 45.21、43.12 和 48.68 万瓶 (折合 2.5g/瓶), 仅占 2015 年城市公立医院球蛋白市场销售的 2%左右。

图表 18: 2007-至今卫光生物静丙批签发情况 (折合成 2.5g/瓶, 万瓶, %)



来源: Wind, 招股说明书, 中泰证券研究所

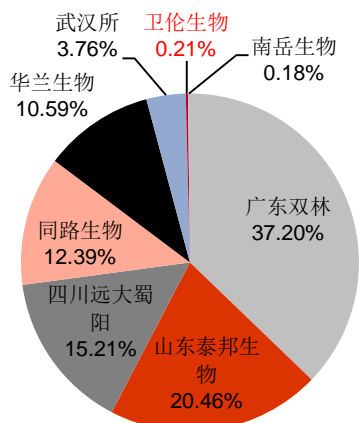
图表 19: 2015 年城市公立医院球蛋白市场竞争格局 (单位: 万元)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

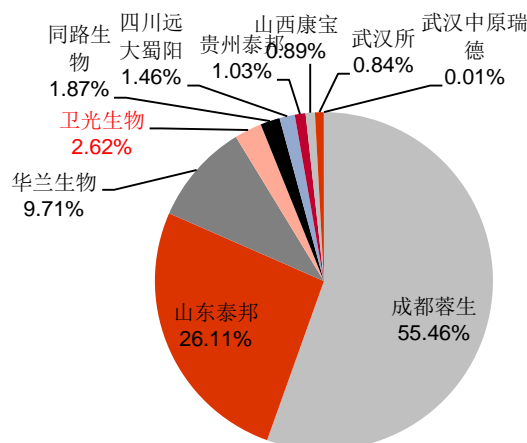
- 2015 年城市公立医院卫光生物的狂免、破免和乙免市占率分别为 0.21%、2.62%和 0.63%。

图表 20: 2015 年城市公立医院狂免市场竞争格局(单位: 万元)



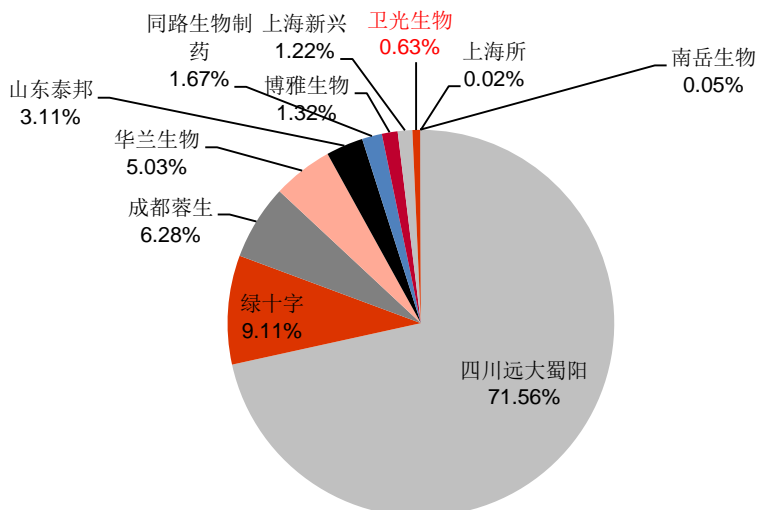
来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 21: 2015 年城市公立医院破免市场竞争格局(单位: 万元)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 22: 2015 年城市公立医院乙免市场竞争格局(单位: 万元)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

募投项目主要用于充实产品线、单采血浆站扩建和技术研发

- 拟募集资金 6.78 亿元，建新采浆站、发掘新产品线。本次公司拟发行不超过 2700 万股，募集资金总额约为 6.78 亿元，扣除发行费用后预计募集资金净额约为 6.23 亿元，2.4 亿投资于特异性免疫球蛋白凝血因子类产品产业化项目、5,200 万用于单采血浆站改扩建项目、1.4 亿用于工程技术研究开发中心建设项目及 1.85 亿用于偿还银行贷款，拟全部使用募集资金投入。

图表 23: 卫光生物募投项目情况

序号	项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	投入募集资 金占比	备案、环评
1	特异性免疫球蛋白及凝血因子类产品产业化项目	24,063.25	24,063.25	38.63%	深光明发财备案【2015】0016号 深环批函【2015】026号
2	单采血浆站改扩建项目	5,235.73	5,235.73	8.40%	该项目由6个子公司分别建设，具体文号见本节该项目介绍
3	工程技术研究开发中心建设项目	14,496.72	14,496.72	23.27%	深光明发财备案【2015】0015号 深环批【2015】100046号
4	偿还银行贷款	18,500.00	18,500.00	29.70%	
	合计	62,295.70	62,295.70		

来源：招股说明书，中泰证券研究所

发行价格：25.11 元/股

- 我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 6.48、7.36 和 8.37 亿元，增速分别为 14.37%、13.69%和 13.65%；归母净利润分别为 1.81、2.11 和 2.44 亿元，增速分别为 18.06%、16.73%和 15.62%。
- 本次发行价格为 25.11 元/股（对应 2016 年摊薄后 PE 为 18.88 倍），共发行 2700 万股。

图表 24: 血制品上市公司业务规模和估值对比

股票代码	公司名称	总市值	血制品营收 (亿元)	血制品毛利 (亿元)	血制品毛利 率	PE(2017)	PE(2018)	PE(2019)
002252	上海莱士	1,007.47	22.48	14.29	63.55%	54.8	48.3	NA
000403	ST生化	78.58	5.66	3.16	55.91%	77.9	51.5	33.5
300294	博雅生物	165.08	5.29	3.48	65.78%	45.0	32.2	24.5
600161	天坛生物	245.93	12.94	7.04	54.39%	51.0	37.9	28.9
002007	华兰生物	337.25	18.15	11.10	61.16%	32.2	24.8	19.8

来源：Wind，中泰证券研究所（除华兰生物以外的未覆盖公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

风险提示

扩大经营领域的风险

- 公司正在致力于血液制品的研发如纤维蛋白原、凝血因子 VIII，未来亦有可能扩大经营领域进入疫苗、诊断试剂、重组蛋白等领域。新产品及新领域涉及到新的管理体系、人才、销售模式、成本控制等。因此存在不能在新产品或新领域盈利，甚至带来负面效应或损失的风险。

采浆量未能持续增长、成本上升的风险

- 公司目前尚未获批准建设新的单采血浆站，在采浆量方面可能存在瓶颈，且本公司浆站定采浆区内人口年龄结构存在不利变化趋势，符合献浆年龄的人口数量很可能逐年减少，存在采浆量未能持续增长，成本上升的风险。

研发项目未按预期顺利开展的风险

- 公司正在研发的项目包括凝血酶原复合物、凝血因子VIII、冻干人用狂犬病疫苗（鸡胚细胞）等，对于新领域，研发结果尚存在不确定性。因而存在公司的研发项目不能按预期顺利开展的风险。

图表 25：卫光生物财务模型预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	453	501	566	648	736	837
增长率	27.47%	10.6%	13.0%	14.4%	13.7%	13.6%
营业成本	-252	-268	-298	-348	-393	-443
% 销售收入	55.7%	53.5%	52.6%	53.8%	53.3%	52.9%
毛利	201	233	268	299	343	394
% 销售收入	44.3%	46.5%	47.4%	46.2%	46.7%	47.1%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-4	-5
% 销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-11	-12	-13	-15	-17	-20
% 销售收入	2.5%	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%
管理费用	-45	-55	-66	-72	-83	-95
% 销售收入	9.8%	11.0%	11.7%	11.2%	11.3%	11.3%
息税前利润 (EBIT)	142	163	186	208	239	275
% 销售收入	31.3%	32.6%	32.8%	32.2%	32.4%	32.8%
财务费用	-25	-24	-17	-5	-1	2
% 销售收入	5.4%	4.8%	3.1%	0.8%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-6	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	111	139	169	203	238	276
营业利润率	24.5%	27.8%	29.8%	31.3%	32.3%	33.0%
营业外收支	7	7	11	9	9	9
税前利润	118	146	179	212	247	286
利润率	26.0%	29.1%	31.7%	32.7%	33.6%	34.1%
所得税	-17	-21	-26	-31	-36	-42
所得税率	14.7%	14.3%	14.6%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	101	125	153	181	211	244
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	101	125	153	181	211	244
净利率	22.2%	24.9%	27.1%	27.9%	28.7%	29.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	101	125	153	181	211	244
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	40	40	36	33	31
非经营收益	24	25	18	-1	-5	-6
营运资金变动	-35	-40	-85	16	-44	-46
经营活动现金净流	134	150	126	231	195	223
资本开支	38	86	60	17	19	16
投资	0	0	0	0	0	0
其他	7	4	5	0	0	0
投资活动现金净流	-31	-82	-55	-17	-19	-16
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-23	8	-69	-178	0	0
其他	-37	-89	-42	-8	-4	-4
筹资活动现金净流	-60	-80	-110	-186	-4	-4
现金净流量	43	-12	-39	28	173	203

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	114	119	62	90	263	465
应收款项	7	4	11	9	11	13
存货	246	277	362	354	404	457
其他流动资产	2	4	5	5	6	7
流动资产	368	404	439	458	683	942
% 总资产	47.8%	47.2%	48.3%	49.8%	60.0%	67.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	303	353	374	365	361	358
% 总资产	39.4%	41.2%	41.1%	39.7%	31.7%	25.7%
无形资产	96	96	94	94	92	91
非流动资产	402	452	471	461	456	451
% 总资产	52.2%	52.8%	51.7%	50.2%	40.0%	32.4%
资产总计	770	856	910	920	1,139	1,392
短期借款	316	267	219	41	41	41
应付款项	13	11	10	15	16	18
其他流动负债	35	33	44	47	54	61
流动负债	364	310	273	102	110	120
长期贷款	39	97	76	76	76	76
其他长期负债	57	55	54	54	54	54
负债	461	462	403	232	240	250
普通股股东权益	309	394	506	687	899	1,143
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	770	856	910	920	1,139	1,392

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.241	1.541	1.892	2.233	2.607	3.014
每股净资产 (元)	3.813	4.861	6.252	8.486	11.093	14.107
每股经营现金净流 (元)	1.656	1.853	1.561	2.851	2.407	2.752
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.55%	31.71%	30.26%	26.32%	23.50%	21.37%
总资产收益率	13.06%	14.59%	16.84%	19.67%	18.54%	17.53%
投入资本收益率	21.96%	21.95%	21.47%	24.92%	27.12%	29.56%
增长率						
营业总收入增长率	27.47%	10.64%	13.01%	14.37%	13.69%	13.65%
EBIT增长率	25.57%	15.29%	13.86%	11.99%	14.69%	15.02%
净利润增长率	13.12%	24.18%	22.72%	18.06%	16.73%	15.62%
总资产增长率	7.97%	11.22%	6.30%	1.07%	23.84%	22.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7
存货周转天数	344.1	355.5	391.1	371.4	375.3	376.6
应付账款周转天数	15.1	11.5	9.2	10.9	10.5	10.4
固定资产周转天数	247.7	209.7	172.2	130.3	88.7	56.4
偿债能力						
净负债/股东权益	78.20%	62.01%	45.99%	3.92%	-16.21%	-30.49%
EBIT利息保障倍数	5.8	6.8	10.7	38.5	246.4	-170.5
资产负债率	59.87%	54.00%	44.34%	25.26%	21.10%	17.94%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。