

博雅生物 (300294.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

血制品业务增速稳定，新产品逐步放量

业绩简评

2023年8月21日，公司发布2023年半年度报告，2023年上半年公司实现收入15.41亿元(+10%)；实现归母净利润3.26亿元(+17%)；实现扣非归母净利润2.57亿元(+4%)。单季度来看，2023Q2实现收入7.35亿元(-1%)；实现归母净利润1.56亿元(-11%)；实现扣非归母净利润1.20亿元(-14%)。

经营分析

血制品业务实现稳健增长，原料血浆采集量整体稳定。公司持续聚焦血液制品业务的发展，2023年上半年血液制品业务实现营业收入7.62亿元，同比增长10%。截至目前，公司已经拥有14家单采血浆站（其中，山西阳城浆站于2023年6月获得《单采血浆许可证》）；2023年上半年公司原料血浆采集量约为215吨，与上年同期基本持平。

PCC销售实现快速增长，新产品业绩有望接续兑现。产品结构方面，核心产品白蛋白、静丙、纤原依然保持产销平衡，上半年分别实现收入2.25亿(+8%)、2.57亿(+20%)、2.11亿(-6%)；新产品放量速度加快，其中PCC实现销售收入2257.89万元，同比增长106.89%；八因子产品获得批签发并于5月份正式上市销售，各省挂网准入工作正在稳步推进。在研产品方面，公司静注人免疫球蛋白(IVIG)(10%)和血管性血友病因子(vWF)目前均已进入临床试验阶段，未来有望进一步拓宽公司产品结构。

非血制品业务处置工作持续推进。公司下属部分子公司天安药业、复大医药与华润医药控股下属华润双鹤、华润医商等存在一定同业竞争情况。华润医药控股承诺将督促公司在定增发行完成后24个月内（即23年底前）通过股权转让、资产处置等方式退出II型糖尿病化药业务和血制品流通等业务。公司持续加强非血液制品业务的资源整合工作，推进非血液制品业务的剥离或处置工作，以实现华润医药关于解决同业竞争的承诺。未来公司战略发展的重心将逐步聚焦于血液制品业务，随公司浆量扩张叠加效率提升，血制品业务远期增长潜力值得期待。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预期，预计公司2023-2025年分别实现归母净利润5.00(+16%)、5.57(+11%)、6.02亿元(+8%)。2023-2025年公司对应EPS分别为0.99、1.10、1.19元，对应当前PE分别为31、28、26倍。维持“买入”评级。

风险提示

采浆拓展不达预期，产能落地不及预期，新产品销售推广不及预期风险，血液制品质量安全风险。

医药组

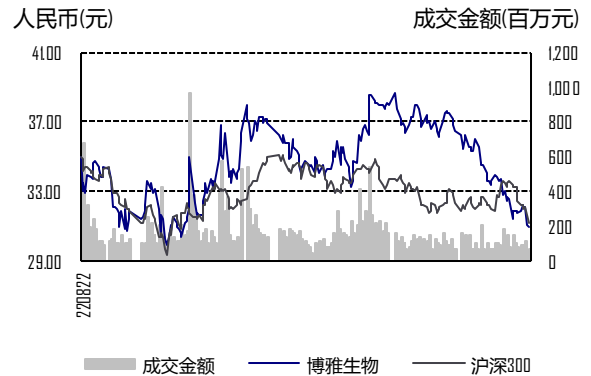
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：30.91元

相关报告：

- 《博雅生物公司点评：血制品业绩增长稳健，产品管线持续丰富》，2023.3.26
- 《博雅生物公司点评：血制品业务稳定增长，采浆量提升稳步推进》，2023.3.15
- 《业绩稳健增长，盈利能力持续提升-博雅生物三季报点评》，2022.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,651	2,759	2,879	3,015	3,186
营业收入增长率	5.47%	4.08%	4.36%	4.74%	5.66%
归母净利润(百万元)	345	432	500	557	602
归母净利润增长率	32.48%	25.45%	15.71%	11.35%	8.13%
摊薄每股收益(元)	0.673	0.857	0.992	1.104	1.194
每股经营性现金流净额	2.43	1.07	1.02	1.11	1.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.05%	6.01%	6.53%	6.81%	6.88%
P/E	56.95	42.65	31.17	27.99	25.88
P/B	2.87	2.57	2.04	1.91	1.78

来源：公司年报、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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	2,513	2,651	2,759	2,879	3,015	3,186	货币资金	754	1,584	1,532	1,869	2,319	2,813	
增长率		5.5%	4.1%	4.4%	4.7%	5.7%	应收款项	734	656	668	696	730	769	
主营业务成本	-1,054	-1,140	-1,251	-1,336	-1,424	-1,526	存货	689	677	667	717	761	811	
%销售收入	41.9%	43.0%	45.3%	46.4%	47.2%	47.9%	其他流动资产	750	2,729	3,207	3,223	3,228	3,232	
毛利	1,459	1,510	1,508	1,543	1,591	1,660	流动资产	2,928	5,646	6,073	6,506	7,037	7,625	
%销售收入	58.1%	57.0%	54.7%	53.6%	52.8%	52.1%	%总资产	56.8%	74.1%	75.6%	76.6%	77.8%	79.1%	
营业税金及附加	-20	-20	-22	-14	-15	-16	长期投资	312	145	118	118	118	118	
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	810	757	709	707	700	688	
销售费用	-864	-768	-695	-720	-709	-733	%总资产	15.7%	9.9%	8.8%	8.3%	7.7%	7.1%	
%销售收入	34.4%	29.0%	25.2%	25.0%	23.5%	23.0%	无形资产	1,029	995	1,059	1,148	1,173	1,198	
管理费用	-176	-204	-230	-210	-211	-213	非流动资产	2,231	1,976	1,960	1,985	2,003	2,016	
%销售收入	7.0%	7.7%	8.3%	7.3%	7.0%	6.7%	%总资产	43.2%	25.9%	24.4%	23.4%	22.2%	20.9%	
研发费用	-89	-59	-50	-66	-66	-67	资产总计	5,159	7,622	8,033	8,491	9,041	9,640	
%销售收入	3.5%	2.2%	1.8%	2.3%	2.2%	2.1%	短期借款	275	2	25	20	18	16	
息税前利润 (EBIT)	311	460	511	532	590	631	应付款项	475	474	505	510	518	530	
%销售收入	12.4%	17.3%	18.5%	18.5%	19.6%	19.8%	其他流动负债	122	154	175	156	165	176	
财务费用	-9	21	25	35	43	53	流动负债	872	631	705	686	701	721	
%销售收入	0.4%	-0.8%	-0.9%	-1.2%	-1.4%	-1.7%	长期贷款	55	22	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	39	48	43	38	33	29	
公允价值变动收益	0	11	5	0	0	0	负债	966	701	748	724	734	751	
投资收益	10	32	39	39	40	41	普通股股东权益	4,108	6,829	7,186	7,653	8,177	8,746	
%税前利润	3.1%	7.3%	7.3%	6.4%	5.9%	5.7%	其中：股本	433	512	504	504	504	504	
营业利润	331	443	532	606	673	725	未分配利润	1,735	2,026	2,364	2,831	3,355	3,925	
营业利润率	13.2%	16.7%	19.3%	21.0%	22.3%	22.8%	少数股东权益	85	91	99	114	129	143	
营业外收支	-3	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	5,159	7,622	8,033	8,491	9,041	9,640	
税前利润	328	443	532	606	673	725	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	13.1%	16.7%	19.3%	21.0%	22.3%	22.8%	每股指标							
所得税	-53	-85	-87	-91	-101	-109	每股收益	0.600	0.673	0.857	0.992	1.104	1.194	
所得税率	16.1%	19.1%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	9.480	13.348	14.250	15.177	16.216	17.346	
净利润	275	358	445	515	572	616	每股经营现金净流	1.683	2.434	1.066	1.020	1.113	1.196	
少数股东损益	15	14	13	15	15	14	每股股利	0.150	0.150	0.065	0.065	0.065	0.065	
归属于母公司的净利润	260	345	432	500	557	602	回报率							
净利率	10.3%	13.0%	15.7%	17.4%	18.5%	18.9%	净资产收益率	6.33%	5.05%	6.01%	6.53%	6.81%	6.88%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.04%	4.52%	5.38%	5.89%	6.16%	6.25%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	5.75%	5.35%	5.85%	5.81%	6.02%	6.02%	
净利润	275	358	445	515	572	616	增长率							
少数股东损益	15	14	13	15	15	14	主营业务收入增长率	-8.98%	5.47%	4.08%	4.36%	4.74%	5.66%	
非现金支出	95	110	107	86	92	97	EBIT 增长率	-41.42%	47.91%	11.16%	4.22%	10.80%	6.98%	
非经营收益	22	-39	-61	6	-40	-41	净利润增长率	-38.97%	32.48%	25.45%	15.71%	11.35%	8.13%	
营运资金变动	338	816	46	-93	-63	-69	总资产增长率	-1.87%	47.75%	5.40%	5.70%	6.47%	6.64%	
经营活动现金净流	729	1,245	537	514	561	603	资产管理能力							
资本开支	-141	-64	-138	-157	-110	-110	应收账款周转天数	74.0	61.8	60.0	60.0	59.0	58.0	
投资	5	-2,505	-500	-16	-2	-2	存货周转天数	227.1	218.7	196.1	196.0	195.0	194.0	
其他	8	32	78	39	40	41	应付账款周转天数	67.8	71.5	72.6	70.0	65.0	60.0	
投资活动现金净流	-128	-2,536	-560	-134	-72	-71	固定资产周转天数	105.8	98.6	84.7	77.0	69.0	60.6	
股权募资	0	2,400	2	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-293	-308	0	-7	-4	-4	净负债/股东权益	-10.10%	-61.55%	-64.53%	-64.93%	-66.15%	-67.39%	
其他	-98	-60	-87	-33	-33	-33	EBIT 利息保障倍数	34.3	-22.3	-20.2	-15.4	-13.8	-12.0	
筹资活动现金净流	-390	2,032	-85	-40	-37	-37	资产负债率	18.73%	9.20%	9.32%	8.52%	8.12%	7.79%	
现金净流量	210	741	-108	340	452	495								

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-27	买入	37.61	N/A
2	2021-10-29	买入	38.17	N/A
3	2021-11-24	买入	41.90	N/A
4	2022-03-23	买入	34.50	N/A
5	2022-08-20	买入	33.44	N/A
6	2022-10-25	买入	32.11	N/A
7	2023-03-15	买入	34.88	N/A
8	2023-03-26	买入	34.98	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。

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券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任何损失承担任何责任。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，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806