

拟并购罗益生物，主营扩充疫苗业务

——博雅生物事件点评

事件：

2019年6月25日晚，公司公告拟以发行股份和可转换公司债券及支付现金购买罗益生物60.55%股权并募集配套资金。

● 拟通过支付现金、发行股份和可转债方式控股罗益生物

公司拟以支付现金的方式购买王勇和上海懿仁所持的罗益生物11.68%的股权；拟以发行股份和可转换公司债券及支付现金购买11名企业股东和自然人股东的48.87%股权，通过本次交易公司将持有罗益生物60.55%股权，并成为上市公司的控股子公司。截止目前，本次交易标的资产的预估值和拟定价尚未确定。

● 罗益生物为中小市值疫苗企业，拳头产品市场优势明显，业绩良好

罗益生物获批产品为A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗和双价肾综合征出血热灭活疫苗(Vero细胞)。公司于2018年和2019年1-5月分别实现净利润1559万和2806万，A、C群脑膜炎结合疫苗是公司目前主要的业绩贡献。该产品目前主要由智飞生物、沃森生物和罗益生物生产，其中罗益市占率最高，批签发量稳定增长，2018年累计批签发477.44万支，罗益批签发352.27万支，占比73.78%。在研产品进度领先，公司主要在研产品为b型流感嗜血杆菌结合疫苗和AC群脑膜炎球菌疫苗多糖-b型流感嗜血杆菌结合疫苗，已进入临床III期。目前独家生产企业智飞生物三联苗(水针)生产证书已过期，冻干型尚未报批，未来可能面临该品种的断货情况，公司有望填补空白。本次交易业绩承诺期为2019年、2020年和2021年，截止目前，标的公司的业绩承诺及补偿具体安排尚未确定。

● 投资建议与盈利预测

预计罗益并入与丹霞调浆将显著增厚2020-2021公司业绩，2019年业绩主要参考采浆增速+库存消化，考虑预案和业绩承诺等事宜尚未确定，我们维持对博雅生物的盈利预测，预计公司19-21年营业收入分别为30.16/36.30/44.22亿元，同比增长23.1%/20.3%/21.80%，归母净利润5.86/7.25/8.75亿元，同比增长25.0%/23.7%/20.7%，EPS为1.35/1.67/2.02元/股，对应PE22/18/15倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

罗益生物并购不及预期，疫苗不良反应事件，丹霞GMP恢复不及预期，血浆调拨不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1460.52	2451.30	3016.72	3630.18	4421.66
收入同比(%)	54.3	67.8	23.1	20.3	21.8
归母净利润(百万元)	356.59	469.17	586.42	725.21	875.07
归母净利润同比(%)	31.1	31.6	25.0	23.7	20.7
ROE(%)	14.7	12.7	13.7	14.5	14.9
每股收益(元)	0.82	1.08	1.35	1.67	2.02
市盈率(P/E)	36.40	24.93	21.93	17.73	14.70

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价/目标价：26.86元/40.50元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：33.69/24.43

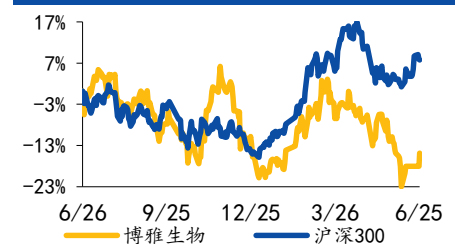
A股流通股(百万股)：433.32

A股总股本(百万股)：433.32

流通市值(百万元)：11639.11

总市值(百万元)：11639.11

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-博雅生物(300294)2018年报点评：纤原龙头地位稳固，浆量及产能有望提升》
2019.04.24

《血液制品行业深度-手握稀缺玫瑰，春暖含苞待放》
2019.04.08

报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 刘巧

电话 021-51097188

邮箱 liuqiao@gyzq.com.cn

拟通过支付现金、发行股份和可转债方式控股罗益生物

麾下拟新纳入罗益生物，通过支付现金、发行股份和可转债方式持有 60.55% 股权。公司拟以发行股份和可转换公司债券及支付现金购买罗益生物 60.55% 股权并募集配套资金，具体包括：

- (一) **支付现金购买资产：**以支付现金的方式收购王勇和上海懿仁分别所持罗益生物 5.90% 和 5.78% 的股权。该项交易实施完成后，上市公司将持有罗益生物 11.68% 的股权。
- (二) **发行股份和可转换公司债券及支付现金购买资产：**拟向江西百圣、高特佳睿宝、重庆高特佳、江西昌茂达、江西奥瑞发、上海懿仁、丁正良、戴金富、杨倩、章亚东、丁世伟等 11 名交易对方以发行股份和可转换公司债券及支付现金的方式，购买其持有的罗益生物 48.87% 股权。本次交易完成后，上市公司将持有罗益生物 60.55% 股权，罗益生物将成为上市公司的控股子公司。本次普通股发行价格为 25.00 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。本次可转债初始转股价格参照本次普通股标准定价（即 25.00 元/股）。
- (三) **非公开发行股份或可转换公司债券募集配套资金：**上市公司在发行股份和可转换公司债券及支付现金购买资产的同时，拟向不超过 5 名投资者非公开发行股份或可转换债券募集配套资金，募集配套资金总额预计不超过本次重组交易价格（发行股份及可转换公司债券的总额）的 100% 且拟发行的股份数量（含可转换公司债券按照初始转股价转股数量）不超过本次发行前总股本的 20%。

本次交易中，支付现金购买资产是发行股份和可转换公司债券及支付现金购买资产的前提条件，支付现金购买资产不以发行股份和可转换公司债券及支付现金购买资产成功实施为前提；本次发行股份和可转换公司债券及支付现金购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，募集配套资金成功与否不影响发行股份和可转换公司债券及支付现金购买资产的履行及实施。本次交易完成后，高特佳仍然为公司的控股股东，上市公司控制权不发生变更。

涉足疫苗，拳头产品市场优势明显

A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗目前市场上主要有罗益生物、沃森生物和智飞生物三个厂商生产，罗益生物市占率最高。近年来公司该品种批签发量稳定增长，2018 年 A、C 结合疫苗累计批签发 477.44 万支，同比下降 11.56%，其中罗益生物批签发 352.27 万支，同比增长 6.86%，占比 73.78%。截止今年 6 月 23 日，罗益生物该疫苗实现批签发 437.77 万支，已超过去年全年。

结合疫苗目前市场定价较为稳定，罗益生物定价高于其他品种。根据中标价来看，罗益生物 2018 年批签发产值为 4.05 亿元，2019 年目前产值已达 5.03 亿元，是公

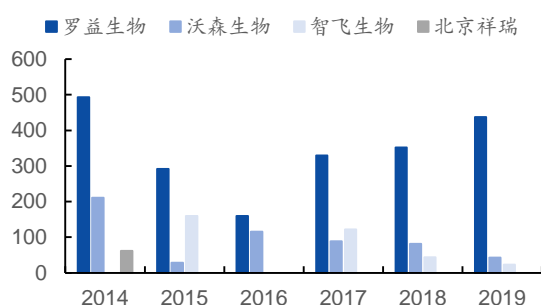
司主要收入和利润来源。

表 1.A、C 群脑膜炎结合疫苗中标价对比

厂商	剂型	包装	中标价 (元/支)
智飞生物	水针	西林瓶	63
		预填充	120
罗益生物	冻干粉	西林瓶	115
沃森生物	冻干粉	西林瓶	83

资料来源：药智网，国元证券研究中心

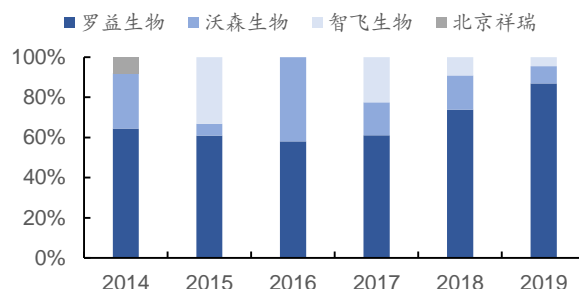
图 1.A、C 脑膜炎结合疫苗目前批签发情况 (单位：万)



资料来源：中检所、国元证券研究中心

更新至 2019.6.23

图 2.A、C 脑膜炎结合疫苗目前批签发格局

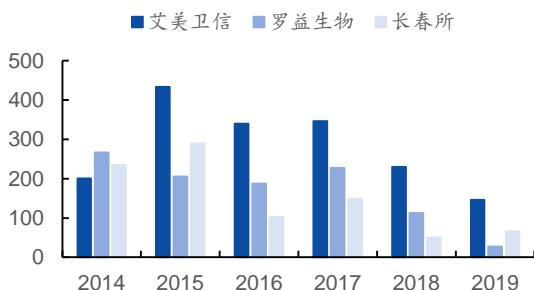


资料来源：中检所、国元证券研究中心

更新至 2019.6.23

双价肾综合征出血热疫苗目前市场上主要有艾美卫信、罗益生物和长春所三个厂商生产，艾美卫信市占率最高。近年来该品种批签发量有所下滑，2018 年累计批签发 392.64 万支，同比下降 45.65%，其中罗益生物批签发 112.82 万支，同比下降 50.42%，占比 28.74%。截止今年 6 月 23 日，罗益生物该疫苗实现批签发 27.19 万支。出血热疫苗市场招标价格较为稳定，近年来艾美卫信和罗益生物中标价均为 44 元/支，2018 年公司批签发产值为 4964.08 万元。

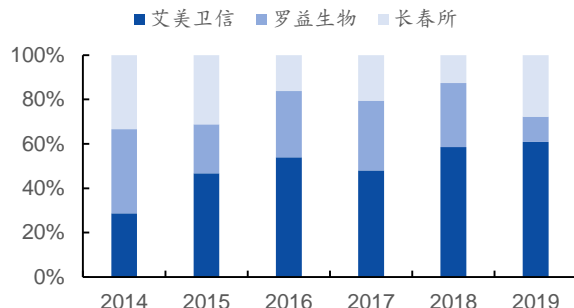
图 3.出血热疫苗目前批签发情况 (单位：万瓶)



资料来源：中检所、国元证券研究中心

更新至 2019.6.23

图 4.出血热疫苗目前批签发格局



资料来源：中检所、国元证券研究中心

更新至 2019.6.23

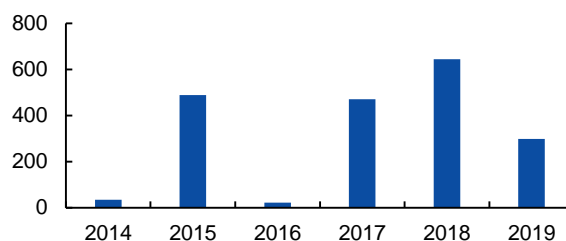
目前公司主要在研产品为**b型流感嗜血杆菌结合疫苗**和**AC群脑膜炎球菌疫苗多糖-b型流感嗜血杆菌结合疫苗**，已进入临床 III 期。目前独家生产企业智飞生物三联苗（水针）生产证书已过期，冻干型尚未申报，未来可能面临这个品种的断货情况，公司有望填补空白。

图 5.罗益生物在研产品管线



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 6.三联苗批签发情况（单位：万瓶）



资料来源：中检所、国元证券研究中心

更新至 2019.6.23

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1754.49	3046.89	4069.02	5232.81	6548.09
现金	502.47	1193.39	2169.76	2819.79	3643.83
应收账款	576.64	899.19	786.47	1002.38	1216.55
其他应收款	6.51	7.39	8.45	10.52	12.62
预付账款	137.30	324.32	319.99	429.31	521.70
存货	517.64	604.43	766.17	952.64	1135.21
其他流动资产	13.93	18.17	18.17	18.17	18.17
非流动资产	1915.14	2026.26	1860.01	1645.59	1442.75
长期投资	148.48	144.16	144.16	144.16	144.16
固定资产	331.03	775.73	763.07	745.68	725.68
无形资产	114.16	163.35	181.54	195.44	210.49
其他非流动资产	1321.46	943.02	771.23	560.30	362.42
资产总计	3669.64	5073.15	5929.02	6878.40	7990.84
流动负债	716.16	807.07	1060.05	1263.02	1474.46
短期借款	55.00	95.00	55.00	55.00	55.00
应付账款	178.83	277.55	278.91	352.76	424.45
其他流动负债	482.33	434.52	726.14	855.25	995.00
非流动负债	469.17	495.55	495.55	495.55	495.55
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	450.00
其他非流动负债	19.17	45.55	45.55	45.55	45.55
负债合计	1185.33	1302.61	1555.60	1758.56	1970.00
少数股东权益	58.56	65.88	82.35	103.55	129.47
股本	401.08	433.32	433.32	433.32	433.32
资本公积	1058.49	1946.87	1946.87	1946.87	1946.87
留存收益	966.18	1324.47	1910.89	2636.10	3511.17
归属母公司股东权益	2425.75	3704.66	4291.08	5016.29	5891.36
负债和股东权益	3669.64	5073.15	5929.02	6878.40	7990.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-23.82	34.90	908.55	498.74	688.07
净利润	364.93	485.08	602.89	746.41	900.99
折旧摊销	53.60	67.03	57.68	62.38	66.11
财务费用	1.54	23.87	6.75	6.75	6.75
投资损失	-14.24	-14.41	2.00	2.00	2.00
营运资金变动	-427.86	-543.34	244.42	-307.26	-284.07
其他经营现金流	-1.78	16.68	-5.20	-11.55	-3.72
投资活动现金流	-369.89	-209.91	114.57	158.04	142.73
资本支出	-236.82	-113.66	116.57	160.04	144.73
长期投资	-204.34	-114.98	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	71.27	18.73	-2.00	-2.00	-2.00
筹资活动现金流	464.86	847.15	-46.75	-6.75	-6.75
短期借款	55.00	40.00	-40.00	0.00	0.00
长期借款	427.86	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	133.69	32.25	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-131.19	888.38	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-20.50	-113.48	-6.75	-6.75	-6.75
现金净增加额	71.15	672.14	976.37	650.03	824.05

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1460.52	2451.30	3016.72	3630.18	4421.66
营业成本	491.24	927.08	1188.01	1441.27	1756.42
营业税金及附加	17.80	22.85	28.66	34.49	42.01
营业费用	377.60	754.46	859.76	1012.82	1238.06
管理费用	126.80	129.50	196.09	235.96	287.41
财务费用	-9.00	7.64	-9.84	-17.97	-25.34
资产减值损失	8.87	18.30	2.80	-3.55	4.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.24	14.41	-2.00	-2.00	-2.00
营业利润	429.36	564.54	705.48	872.20	1051.99
营业外收入	10.33	13.15	13.00	13.00	13.00
营业外支出	9.07	5.44	5.00	5.00	5.00
利润总额	430.61	572.24	713.48	880.20	1059.99
所得税	65.68	87.16	110.59	133.79	159.00
净利润	364.93	485.08	602.89	746.41	900.99
少数股东损益	8.34	15.90	16.47	21.20	25.93
归属母公司净利润	356.59	469.17	586.42	725.21	875.07
EBITDA	466.15	639.39	756.63	913.56	1097.55
EPS (元)	0.82	1.08	1.35	1.67	2.02

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	54.3	67.8	23.1	20.3	21.8
营业利润(%)	31.9	31.5	25.0	23.6	20.6
归属母公司净利润(%)	31.1	31.6	25.0	23.7	20.7
获利能力					
毛利率(%)	66.4	62.2	60.6	60.3	60.3
净利率(%)	24.4	19.1	19.4	20.0	19.8
ROE(%)	14.7	12.7	13.7	14.5	14.9
ROIC(%)	13.9	15.2	21.3	25.2	29.8
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	25.7	26.2	25.6	24.7
净负债比率(%)	14.4	12.0	9.6	8.2	7.1
流动比率	2.45	3.78	3.84	4.14	4.44
速动比率	1.54	2.62	2.81	3.05	3.32
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.56	0.55	0.57	0.59
应收账款周转率	3.67	3.32	3.58	4.06	3.99
应付账款周转率	3.68	4.06	4.27	4.56	2.39
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.08	1.35	1.67	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.08	2.10	1.15	1.59
每股净资产(最新摊薄)	5.60	8.55	9.90	11.58	13.60
估值比率					
P/E	36.40	24.93	21.93	17.73	14.70
P/B	5.35	3.16	3.00	2.56	2.18
EV/EBITDA	25.82	17.37	14.88	11.61	8.91

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188