

销售布局先行，下半年业绩可期

——博雅生物 2019H1 中报点评

事件：

8月28日，公司公告2019年半年报，报告期内公司实现营收13.76亿元，较去年同期增长25.95%；归母净利润2.13亿元，较去年同期增长11.63%，扣非归母净利润2.00亿元，较去年同期增长11.67%。

国元观点：

● 销售费用提升，血液制品板块略低于预期

报告期内，公司血液制品板块实现营收4.72亿元(+20.72%)，净利润1.49亿元(+12.76%)，是净利润的主要贡献，毛利率达到67.22%(+1.74pct)，净利率降为31.66%(-5.75pct)，销售费升至0.86亿元(+97.39%)，销售费率上升至18.32%(+6.39pct)，系公司为应对纤原格局变化，先发制人，积极布局更多终端网点，实行全渠道布局，从而销售费用提升；经营性现金流为-1.1亿元(+236%)，系支付博雅生物(广东)原料血浆采购款及加大市场推广所致。

● 纤原批签发领先优势收窄，PCC纳入优先审评

报告期内，公司血液制品总批签发数达103.38万瓶，同比增长12.21%。公司特色品种纤原表现一般，获得批签发19.62万瓶(-0.3%)，位居市占率首位达46.3%(-11.0%)，泰邦追赶明显占比达32.68%，纤原格局悄然变化；人凝血酶原复合物报产纳入优先审评，有望于2020年下半年上市。

● 拟并购罗益新增疫苗板块，丹霞调浆可能性增强

报告期内，公司公告拟收购罗益生物60.55%股权，罗益生物是国内最大的A、C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的企业，市占超过70%，在研的三联苗有望填补智飞断货的国内空白，目前正在评估审计阶段，预期年底完成交割，后续有望丰厚公司利润。丹霞生物于8月成功重获GMP认证，目前已经恢复生产，调浆预期增强，有望从外围补充公司浆量，实现规模化效应。

● 投资建议与盈利预测

预计罗益并入、丹霞复产和调浆将显著增厚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PE24/19/16倍，维持目标价40.5元，维持“买入”评级。

● 风险提示

罗益生物并购不及预期，血浆调拨不及预期等。

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(%)	54.29	67.84	23.07	20.34	21.80
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(%)	31.08	31.57	24.99	23.67	20.66
ROE(%)	14.70	12.66	13.73	14.78	15.42
每股收益(元)	0.82	1.08	1.35	1.67	2.02
市盈率(P/E)	40.08	30.46	24.37	19.71	16.33

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

买入|维持

当前价/目标价：32.98元/40.5元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：36.75/24.43

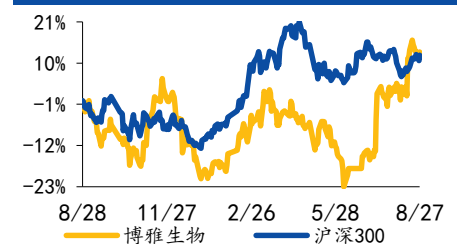
A股流通股(百万股)：433.32

A股总股本(百万股)：433.32

流通市值(百万元)：15491.36

总市值(百万元)：15491.36

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-博雅生物(300294) 拟并购罗益生物，主营扩充疫苗业务》2019.06.27

《国元证券公司研究-博雅生物(300294) 2018年年报点评：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 黄卓

执业证书编号 S0020519080001

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@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

血液制品：纤原批签发领先优势收窄，销售布局先发制人

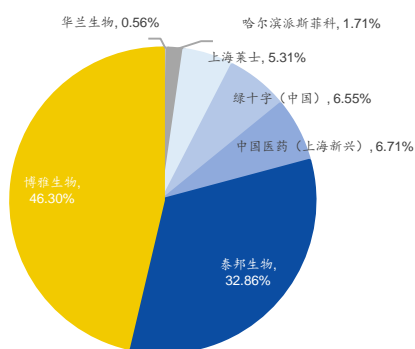
根据中检院及各地方所数据，2019H1 公司各产品均有不同幅度增长，总批签发数达 103.38 万瓶（折合成标准规格），同比增长 12.21%。公司特色产品纤原继续表现稳健，获得批签发 19.62 万瓶（折合成 0.5g/瓶），依旧位居市占首位，达 46.3%，市占比下降 11%，而泰邦生物占比大幅提升，达 32.86%，有所威胁公司在纤原的龙头地位，针对纤原的行业格局的改变，公司先发制人，加大全渠道布局，销售费用上升明显；其他品种发挥平稳，其中人血白蛋白实现批签发 33.27 万瓶（折合成 10g/瓶），同比增长 28.8%，狂犬免疫球蛋白实现批签发 25.36 万瓶（折合成 200IU/瓶），同比增长 34.9%，静丙获得 25.13 万瓶（折合成 2.5g/瓶）。另一方面，公司人凝血酶原复合物自 6 月份报产后，于 8 月份纳入优先审评程序，有望进一步提高血浆利用率，扩充血液制品板块业绩。

表1. 博雅生物 2019H1 批签发情况

产品名称	2018	2018H1	2019H1	H1 同比%	企业内部%	H1 市占率%	市占率±%
人血白蛋白							
人血白蛋白	862,494	300,901	332,732	10.6%	32.2%	0.0%	-1.8%
免疫球蛋白							
静注免疫球蛋白	679,044	255,148	251,261	-1.5%	24.3%	5.6%	-1.1%
狂犬免疫球蛋白	453,418	187,976	253,560	34.9%	24.5%	5.7%	0.3%
凝血因子							
人纤维蛋白原	507,007	196,856	196,228	-0.3%	19.0%	46.3%	-11.0%

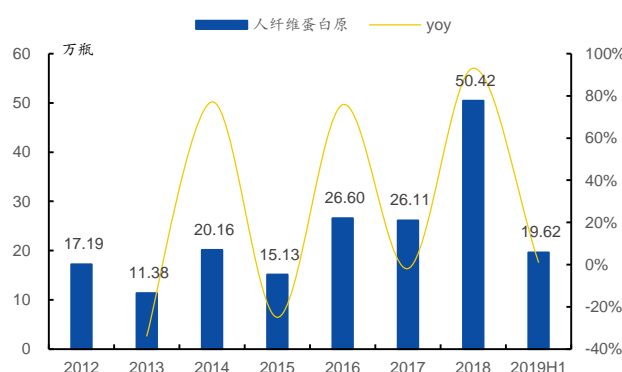
资料来源：公司公告，中检院及地方所，国元证券研究中心

图1.2019H1 纤原（折合成 0.5g/瓶）批签发格局



资料来源：中检院及地方所，国元证券研究中心

图2.公司历年纤原（折合成 0.5g/瓶）批签发情况

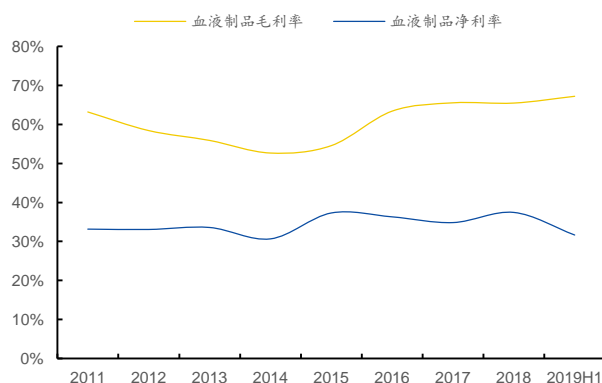


资料来源：中检院及地方所，国元证券研究中心

血制品毛利率、销售费用率上升，预付账款增幅明显

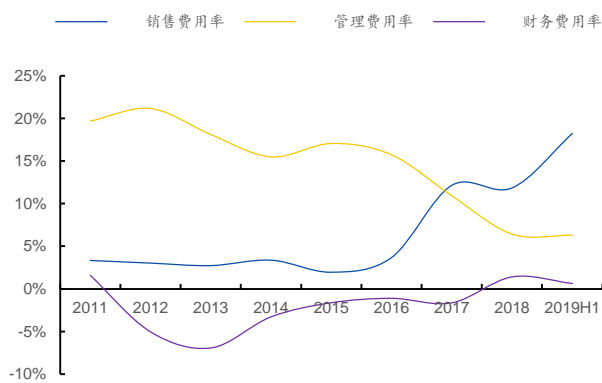
公司 19H1 血液制品板块毛利率达 67.22%，较去年提升 1.74pct，净利率下跌明显，下调至 31.66%（-5.75pct），三费率中管理费用率和财务费用率保持平稳，分别为 6.32% 和 0.64%，销售费用率上涨明显，达 18.23%，较去年上升 6.39%，系公司加大市场投入导致；预付账款较期初增幅较大，达 59.06%，系公司预付丹霞调浆的血浆采购款所致。

图3.2011-2019H1 公司血液制品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图4.2011-2019H1 公司血液制品板块三费率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

丹霞复产，调拨血浆可能性增强

博雅生物(广东)，原名广东丹霞生物，继 2017 年被吊销 GMP 后一直在积极整改，于今年 7 月 6 日-7 月 10 日间接接受广东省药监局评审认定中心的 GMP 认证现场检查，目前已经顺利重新获得 GMP 认证，并恢复正常经营生产。公司曾于 2019 年 4 月与其签订《原料血浆供应框架协议》，拟向其采购不超过 500 吨的原料血浆，采购价格不超过 165 万元/吨，总金额不超过 8.25 亿元，根据框架协议已经向其预付 5.06 亿元。此次博雅生物(广东)恢复经营生产，调拨血浆协议获批的可能性增强。

即将收购罗益，后续有望丰厚公司利润

报告期内，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。

A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，目前罗益生物市占率最高。近年来罗益生物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，罗益生物该疫苗批签发已超过去年全年。

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疫苗(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。

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	3805.70	4782.73	5940.38
现金	502.47	1193.39	1254.14	1691.73	2299.29
应收账款	288.96	542.79	632.24	782.26	939.73
其他应收款	6.51	7.39	10.73	13.40	15.10
预付账款	137.30	324.32	373.85	478.86	568.13
存货	517.64	604.43	1002.30	1224.77	1373.16
其他流动资产	301.60	374.56	532.44	591.71	744.96
非流动资产	1915.14	2026.26	2370.70	2598.33	2744.07
长期投资	148.48	144.16	145.60	145.12	145.28
固定资产	331.03	775.73	998.40	1124.60	1199.38
无形资产	114.16	163.35	193.16	230.17	263.58
其他非流动资产	1321.46	943.02	1033.53	1098.44	1135.82
资产总计	3669.64	5073.15	6176.40	7381.06	8684.44
流动负债	716.16	807.07	905.49	1008.23	1122.70
短期借款	55.00	95.00	100.00	120.00	120.00
应付账款	178.83	277.55	360.33	464.43	541.51
其他流动负债	482.33	434.52	445.16	423.80	461.19
非流动负债	469.17	495.55	926.40	1380.24	1784.13
长期借款	450.00	450.00	900.00	1350.00	1750.00
其他非流动负债	19.17	45.55	26.40	30.24	34.13
负债合计	1185.33	1302.61	1831.89	2388.47	2906.83
少数股东权益	58.56	65.88	82.66	105.33	131.52
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	1370.36	1890.66	2525.07	3292.90
归属母公司股东权益	2425.75	3704.66	4270.85	4905.26	5673.09
负债和股东权益	3669.64	5073.15	6185.40	7399.06	8711.44

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	83.06	449.89	690.43
净利润	364.93	485.08	603.21	747.88	901.27
折旧摊销	53.60	67.03	121.01	148.50	169.40
财务费用	-9.00	7.64	17.93	30.43	40.77
投资损失	-14.24	-14.41	-14.33	-14.37	-14.35
营运资金变动	-427.86	-543.34	-596.89	-473.20	-436.28
其他经营现金流	8.76	32.90	-47.86	10.65	29.61
投资活动现金流	-369.89	-209.91	-419.48	-370.91	-329.93
资本支出	237.78	113.90	402.07	325.66	298.90
长期投资	48.67	114.98	1.44	-0.48	0.16
其他投资现金流	-83.44	18.98	-15.97	-45.73	-30.87
筹资活动现金流	464.86	847.15	397.16	358.61	247.07
短期借款	55.00	40.00	5.00	20.00	0.00
长期借款	427.86	0.00	450.00	450.00	400.00
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	-57.84	-111.39	-152.93
现金净增加额	71.15	672.14	60.75	437.59	607.56

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	1188.08	1441.27	1756.42
营业税金及附加	17.80	22.85	32.44	36.44	45.97
营业费用	377.60	754.46	854.21	1016.45	1245.04
管理费用	126.80	129.50	181.00	217.81	265.30
研发费用	34.53	45.06	39.67	13.39	12.93
财务费用	-9.00	7.64	17.93	30.43	40.77
资产减值损失	8.87	18.30	13.58	15.94	14.76
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	14.33	14.37	14.35
营业利润	429.36	564.54	707.20	876.22	1058.03
营业外收入	10.33	13.15	11.74	12.44	12.09
营业外支出	9.07	5.44	7.26	6.35	6.80
利润总额	430.61	572.24	711.68	882.32	1063.32
所得税	65.68	87.16	108.48	134.44	162.05
净利润	364.93	485.08	603.21	747.88	901.27
少数股东损益	8.34	15.90	16.78	22.67	26.20
归属母公司净利润	356.59	469.17	586.42	725.21	875.07
EBITDA	473.95	639.21	846.13	1055.15	1268.20
EPS (元)	0.89	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 (%)	54.29	67.84	23.07	20.34	21.80
营业利润 (%)	31.88	31.48	25.27	23.90	20.75
归属母公司净利润 (%)	31.08	31.57	24.99	23.67	20.66
获利能力					
毛利率 (%)	66.37	62.18	60.62	60.30	60.28
净利率 (%)	24.42	19.14	19.44	19.98	19.79
ROE (%)	14.70	12.66	13.73	14.78	15.42
ROIC (%)	14.92	15.79	15.51	16.51	17.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.30	25.68	29.62	32.28	33.37
净负债比率 (%)	44.47	46.56	56.87	63.71	65.94
流动比率	2.45	3.78	4.20	4.74	5.29
速动比率	1.73	3.03	3.10	3.53	4.07
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.56	0.54	0.54	0.55
应收账款周转率	6.88	5.54	4.83	4.82	4.83
应付账款周转率	3.71	4.06	3.73	3.50	3.49
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	0.19	1.04	1.59
每股净资产 (最新摊薄)	5.60	8.55	9.86	11.32	13.09
估值比率					
P/E	40.08	30.46	24.37	19.71	16.33
P/B	5.89	3.86	3.35	2.91	2.52
EV/EBITDA	28.63	21.23	16.04	12.86	10.70

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