

博雅生物 (300294)

公司研究/点评报告

血制品销售费用投入加大，业绩增速放缓

—博雅生物三季报点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 25 日

一、事件：

公司发布 2019 年三季度报告，2019 前三季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 21.0 亿、3.18 亿、3.0 亿元，同比增长 24.6%、11.2%、8.86%。经营现金流净额-2.55 亿元（-485%）

二、点评：

➤ **现金流较差主要是预付了丹霞血浆采购款和罗益生物收购意向金。**Q3 单季度实现营业收入 7.3 亿元（+22.25%），归母净利润 1.1 亿元（+10.33%），扣非归母 1.0 亿元（+3.7%）。前三季度销售费用同比+32.8%，主要是血制品销售费用投入加大，研发费用+69.4%。经营现金流净额-2.55 亿元（-485%），从公司合并报表的现金流量表来看，销售商品收到的现金流与营业收入基本相当，应收账款和应收票据增加处在合理范围以内，大的支出项主要为预付了博雅生物（广东）（原来的丹霞改名）血浆采购款，以及罗益生物收购意向金等。

➤ **血制品同比增长 14%，纤原占比提升。**从反映血制品业务母公司报表来看，前三季度血制品实现 6.91 亿元收入，同比增长约 14%，毛利率 67%（+1pp）预计与产品结构调整有关，从中检院批签发数据来看，公司白蛋白和静丙批签发分别同比下降 8%和 3%，与血制品收入中高毛利纤原占比进一步增加。销售费用达到 1.3 亿元，同比增加 83%，随着纤原竞争格局变坏，公司为稳住市场地位，销售投入加大情况将在一段时间持续。销售投入先行，纤原增长提速后高销售费用率情况将有所缓解。

➤ **若丹霞注入公司体内，公司的采浆量将有望达到 1000 吨。**根据广东省药监局审评认证中心信息，丹霞生物 7 月 GMP 认证通过，目前已恢复生产。根据公司公告，博雅生物目前拥有 12 个单采血浆站，2018 年原料血浆采集约 350 吨，极限浆量在 450 吨左右，规模相对较少。丹霞生物目前拥有 25 个单采血浆站，2018 年采浆预计在 300 吨左右，单浆站采浆量为 12 吨，远低于行业平均 30 吨采浆水平，具有较大提升空间。加上博雅有望获批开设新浆站，若丹霞注入公司体内，博雅的采浆量将有望达到 1000 吨，成长性高。

三、投资建议：

暂不考虑收购影响，我们预计公司 2019 年-2021 年的净利润分别为 5.29 亿元、6.53 亿元、8.12 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.51 元、1.87 元，对应当前股价的 PE 分别为 27X/22X/18X；公司目前估值处于历史估值中枢下方位置。目前处于销售费用投入期，纤原增长提速后高销售费用率情况将有所缓解，加上目前丹霞已恢复生产，丹霞注入公司体内预期加强。首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

四、风险提示：

血制品销售不达预期，市场渠道拓展不顺利，并购不及预期风险，血制品销售投入超预期风险，血制品价格波动风险。

推荐

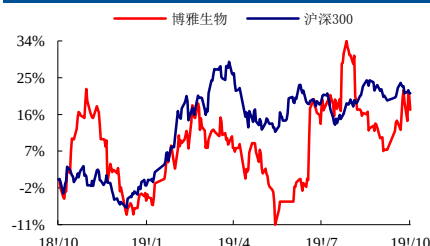
首次评级

当前价格： 32.08 元

交易数据 2019-10-24

近 12 个月最高/最低(元)	36.75/24.43
总股本(百万股)	433
流通股本(百万股)	433
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	139

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,451	3,102	3,696	4,361
增长率 (%)	67.8	26.5	19.2	18.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	469	529	653	812
增长率 (%)	31.6	12.8	23.4	24.4
每股收益 (元)	1.11	1.22	1.51	1.87
PE (现价)	29.7	27.0	21.9	17.6
PB	3.9	3.4	2.9	2.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,451	3,102	3,696	4,361
营业成本	927	1,232	1,466	1,692
营业税金及附加	23	33	40	45
销售费用	754	1,002	1,195	1,409
管理费用	129	152	170	196
研发费用	45	47	50	52
EBIT	572	635	776	967
财务费用	8	(3)	(13)	(18)
资产减值损失	18	0	0	0
投资收益	14	0	0	0
营业利润	565	639	791	987
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	572	643	795	991
所得税	87	98	121	151
净利润	485	545	674	840
归属于母公司净利润	469	529	653	812
EBITDA	639	727	866	1,051
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1193	2675	3339	3992
应收账款及票据	899	939	1198	1514
预付款项	324	345	336	338
存货	604	833	795	991
其他流动资产	18	18	18	18
流动资产合计	3047	4821	5698	6868
长期股权投资	144	144	144	144
固定资产	776	746	711	672
无形资产	163	188	204	227
非流动资产合计	2026	1158	1053	921
资产合计	5073	5979	6751	7789
短期借款	95	95	95	95
应付账款及票据	278	379	352	372
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	807	1168	1265	1463
长期借款	450	450	450	450
其他长期负债	46	46	46	46
非流动负债合计	496	496	496	496
负债合计	1303	1663	1761	1959
股本	433	433	433	433
少数股东权益	66	82	103	132
股东权益合计	3771	4316	4990	5830
负债和股东权益合计	5073	5979	6751	7789

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	67.8	26.5	19.2	18.0
EBIT 增长率	38.7	10.9	22.3	24.6
净利润增长率	31.6	12.8	23.4	24.4
盈利能力				
毛利率	62.2	60.3	60.3	61.2
净利润率	19.1	17.1	17.7	18.6
总资产收益率 ROA	9.2	8.8	9.7	10.4
净资产收益率 ROE	12.7	12.5	13.4	14.3
偿债能力				
流动比率	3.8	4.1	4.5	4.7
速动比率	3.0	3.4	3.9	4.0
现金比率	1.5	2.3	2.6	2.7
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	61.1	55.1	58.1	56.6
存货周转天数	217.9	210.0	200.0	190.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.2	1.5	1.9
每股净资产	8.5	9.8	11.3	13.2
每股经营现金流	0.1	1.6	1.5	1.4
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.7	27.0	21.9	17.6
PB	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	20.0	15.8	12.6	9.9
股息收益率	0.5	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	485	545	674	840
折旧和摊销	85	92	90	85
营运资金变动	(543)	68	(115)	(319)
经营活动现金流	35	707	651	607
资本开支	114	(780)	(19)	(52)
投资	(115)	0	0	0
投资活动现金流	(210)	780	19	52
股权募资	1,014	0	0	0
债务募资	79	0	0	0
筹资活动现金流	847	(5)	(5)	(5)
现金净流量	672	1,482	664	653

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。