



医疗保健 制药、生物科技与生命科学

2019-10-27

公司点评报告

买入/维持

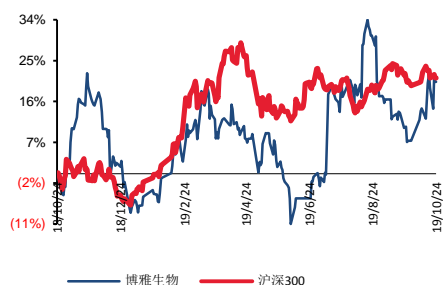
博雅生物(300294)

目标价: 48.5

昨收盘: 32.9

业绩符合预期，学术推广&渠道优势开始发力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	433/433
总市值/流通(百万元)	14,256/14,256
12 个月最高/最低(元)	36.75/24.43

博雅生物(300294)《收购罗益生物控股权，战略布局新型疫苗》
--2019/06/26

博雅生物(300294)《业绩符合预期，血制品业务高速增长》
--2019/02/13

博雅生物(300294)《血浆瓶颈突破在即，千吨采浆龙头初显》
--2018/12/16

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

事件：2019 年三季报：营收 21.02 亿元（+24.6%），归母净利润 3.18 亿元（+11.2%），扣非后归母净利润 3 亿元，同比增速 8.9%；19Q3 单季度收入 7.27 亿元（+22.3%），净利润 1.05 亿元（+10.3%）；前三季度销售费用同比增加 32.7%，研发费用同比增加 69.4%，业绩符合预期。经营性现金流净额为-2.55 亿，主要是预支付博雅广东血浆采购款和支付收购罗益生物意向金。

■ 点评：

学术推广加强增加销售投入，血制品利润增速低于收入增速。前三季度度母公司营收 6.91 亿元，同比增速 13.63%，净利润 2.88 亿元，同比增速 7.9%，母公司利润增速低于收入增速，主要原因是公司加强学术推广，销售费用同比增加 84.7%。公司为业内最积极的销售变革者，引领行业变革突破，18 年挖来济民可信销售经理，并建立覆盖全国的直销体系，市场端绕开经销商，直接掌控医院终端渠道，并大力加强学术推广，18 年纤原跃居行业第一，初显学术推广能力！公司第二个发力的品种可能是静丙。博雅纤原市场份额 50% 以上，虽然纤原陆续有新进入者，我们认为博雅细分产品领头羊地位仍可保持，而且公司产品收率也处于领先地位。静丙和白蛋白市场，目前市场份额仍较小，随着采/投浆量提升和销售推广，未来市场份额有望大幅提升。

博雅广东已恢复生产，年前产品有望获批签发，20 年有望启动注入。

博雅广东 8 月份重获 GMP 证书，恢复生产，预计 11-12 月份产品有望上市销售。博雅广东拥有 25 个浆站，注入后博雅将拥有 37 个浆站（博雅 12 个+博雅广东 25 个），不考虑新建浆站影响，未来采浆可达 1300 吨，博雅将跨越式成长为血制品一线龙头。博雅广东已重获 GMP 证书，恢复生产，后续注入的最大阻碍已经清除，我们预计 20 年有望启动注入。

盈利预测与投资建议。不考虑罗益并表影响，考虑博雅广东调浆 20 年开始贡献业绩，预计 19-21 年净利润分别为 5/6.3/7.3 亿元，同比增速 8%/24%/16%，19-21 年 PE 28/23/20 倍，20 合理估值 210 亿以上，一年期 50% 以上空间。估值最低血制品标的，罗益并表增加业绩弹性且博雅广东注入预期强烈，未来成长空间巨大，维持买入评级。

风险提示：血制品降价风险，产品销售不及预期，并购进展不及预期，

执业资格证书编码：S1190117120042

新品上市不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2451	2782	3431	4030
(+/-%)	67.8%	13.5%	23.3%	17.5%
净利润(百万元)	468.0	504.7	627.0	725.7
(+/-%)	31.3%	7.8%	24.2%	15.7%
摊薄每股收益(元)	1.08	1.16	1.45	1.67
市盈率(PE)	30	28	23	20

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
一、血制品										
收入	245	295	342	529	742	904	1040	1454	1853	2266
增速		20%	16%	54%	40%	22%	15%	45%	17%	12%
净利润	83	91	128	199	255	327	354	438	517	600
贡献母公司净利润	83	91	128	199	255	327	354	438	517	600
增速		10%	42%	55%	28%	28%	8%	24%	18%	16%
1、母公司										
投浆量	34%	31%	38%	177	255	317	365	410	450	495
增速	38%	34%	36%		44%	24%	15%	12%	10%	10%
净利润				199	255	327	354	398	437	480
增速					28%	28%	8%	10%	12%	12%
吨浆净利润（万/吨）				112	100	103	97	97	97	97
2、丹霞调拨										
投浆量								100	200	300
吨浆净利润（万/吨）								40	40	40
净利润								40	80	120
1、静注人免疫球蛋白	115	95	98	188	236	238				
增速		-17%	3%	91%	26%	1%				
2、人血白蛋白	94	130	136	177	248	300				
增速		38%	5%	30%	40%	21%				
3、纤维蛋白原	26	33	84	153	229	294				
增速		27%	158%	82%	50%	28%				
4、血制品其他（免疫球蛋白类品种）	11	38	24	11	29	72				
二、生化类药物（南京新百药业）										
收入			19	216	397	702	807	928	1021	1123
增速				1065%	84%	77%	15%	15%	10%	10%
净利润			2	43	57	67	91	100	110	121
贡献母公司净利润			2	43	57	67	91	100	110	121
增速						19%	35%	10%	10%	10%
肝素钠原料药				69	73	66				
复方骨肽注射液				65	148	288				
3、缩宫素注射液				35	103	202				
4、肝素钠注射液				17	14	17				
其他				31	58	127				
三、糖尿病领域（贵州天安药业）										
收入		140	179	202	246	320	383	441	485	534
增速		16%	27%	13%	22%	30%	20%	15%	10%	10%
净利润		26	39	46	51	62	71	78	86	94
贡献母公司净利润		21	33	38	42	53	64	70	77	85
增速				17%	11%	20%	15%	10%	10%	10%
安多可(盐酸二甲双胍肠溶片)		73	91	95	112	141				
增速			23%	4%	19%	25%				
安多健(盐酸吡格列酮分散片)				38	55	67				
增速					44%	23%				
安多明(羟苯磺酸钙胶囊)					38	50				

增速	4%	4%
安多美(格列美脲片)	36	55
增速	31%	51%

四、广州复大 业绩承诺 17-19 年利润 2500 万、3000 万、3500 万元，即三年累计净利润 9000 万元										
收入					85	555	621	683	752	827
增速						9%	12%	10%	10%	10%
净利润					28	31	35	39	43	47
贡献母公司净利润					3	23	26	29	32	35
增速						674%	12%	12%	10%	10%
五、其他（其他业务及内部抵消）										
收入	0	2	4	0	-10	-29	-70	-75	-80	-90
净利润	0	-1	-3	-10	-26	-2	-30	-10	-10	-10
贡献母公司净利润	0	-8	-12	-8	0	-3	-30	-10	-10	-10
合计										
收入	245	438	543	947	1461	2451	2782	3431	4030	4659
增速		78%	24%	74%	54%	68%	13%	23%	17%	16%
净利润	82	115	167	278	365	485	521	655	755	863
归母公司净利润	82	104	152	272	357	468	505	627	726	831
增速		26%	46%	79%	31%	31%	8%	24%	16%	15%
EPS	0.19	0.24	0.35	0.63	0.82	1.08	1.16	1.45	1.67	1.92
当前市值对应 PE					40	30	28	23	20	17
少数股东损益	0	11	15	6	8	17	16	28	30	31

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测（业绩预测未考虑未来罗益、丹霞注入后并表影响）

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。