

业务拓展至疫苗领域，成长空间进一步打开

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟向江西百圣、高特佳睿宝等 11 名交易对方以发行股份和可转债及支付现金的方式, 购买其持有的罗益生物 48.87% 股权, 其中现金支付对价 4 亿元, 股份支付对价 2.9 亿元 (发行价格 25 元/股), 可转换公司债券支付对价 8355 万元 (初始转股价格 25 元/股)。本次交易完成后, 上市公司将持有罗益生物 60.55% 股权。业绩承诺方面, 罗益生物承诺 2019 年至 2022 年实现扣非后归母净利润分别不低于 7100 万元、9000 万元、1.2 亿元和 1.4 亿元。
- **罗益生物业绩高增长, 产品梯队具备亮点。** 1) 业绩方面, 2018 年罗益生物营收为 1.9 亿元, 同比增长 28.6%, 净利润为 1559 万元, 2017 年公司净利润为 -1442 万元; 2019 年前三季度, 公司营收和净利润分别为 2.1 亿元和 5176 万元。2) 现有产品方面, 罗益生物主要从事疫苗业务, 主要产品为 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗, 为国内首款可用于 6 月-2 周岁低龄儿童接种, 也是全国首个冻干型多糖结合疫苗; 此外, 公司还拥有双价肾综合征出血热灭活疫苗 (Vero 细胞)。3) 研发管线方面, 公司的 AC 流脑结合疫苗将开展扩大适用人群的三/四期临床, AC-Hib 三联苗进入临床三期临床阶段, Hib 疫苗目前处于三期临床阶段, 伤寒甲型副伤寒结合疫苗处于一期临床阶段等。
- **业务领域不断扩大, 主营血制品业务持续改善。** 1) 本次收购罗益生物, 公司业务将拓展至疫苗领域, 发挥公司在生物制品领域积累的优势, 此外公司本身研发管线还拥有包括 VIII 因子、人凝血酶原复合物、vWF 因子、人纤维蛋白原胶等凝血因子类产品, 以及手足口病免疫球蛋白、破伤风免疫球蛋白等免疫球蛋白类产品, 公司研发管线梯队将得到进一步丰富。2) 血制品方面: 整合丹霞生物后, 公司采浆站数量将位居国内前列, 成为国内为数不多有望冲击千吨采浆量的血制品龙头之一; 此外, 公司不断加强在大医院的学术推广力度, 以及大力拓展基层市场, 终端需求增长明显, 预计未来血制品业务将有望恢复高增长。
- **盈利预测与评级。** 暂不考虑并购, 我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.25 元、1.58 元和 1.92 元, 对应估值分别约为 26 倍、21 倍和 17 倍。公司围绕血液制品进行了多业务广泛布局, 公司业绩有望进一步提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发不及预期的风险, 非血制品业务销售不及预期的风险。

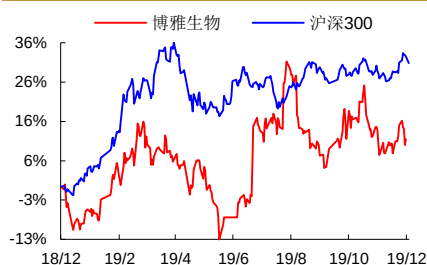
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2451.30	2966.16	3587.76	4334.25
增长率	67.84%	21.00%	20.96%	20.81%
归属母公司净利润 (百万元)	469.17	541.49	683.54	833.90
增长率	31.57%	15.41%	26.23%	22.00%
每股收益 EPS (元)	1.08	1.25	1.58	1.92
净资产收益率 ROE	12.87%	12.84%	14.26%	15.19%
PE	30	26	21	17
PB	3.85	3.43	3.02	2.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.33
流通 A 股(亿股)	4.33
52 周内股价区间(元)	24.43-36.75
总市值(亿元)	135.63
总资产(亿元)	51.77
每股净资产(元)	8.78

相关研究

1. 博雅生物 (300294): 业绩略低预期, 血制品业务有望爆发 (2019-10-26)
2. 博雅生物 (300294): 业绩略低于预期, 静待血制品业务爆发 (2019-08-28)
3. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 血制品业务有望爆发 (2019-07-15)
4. 博雅生物 (300294): 行业迎来拐点, 血制品业务保持快速增长 (2019-04-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2451.30	2966.16	3587.76	4334.25	净利润	485.08	541.49	683.54	833.90
营业成本	927.08	1135.84	1362.43	1628.18	折旧与摊销	67.03	111.38	111.38	111.38
营业税金及附加	22.85	31.47	37.47	44.69	财务费用	7.64	-44.49	-43.05	-43.34
销售费用	754.46	996.63	1180.37	1421.63	资产减值损失	18.30	10.00	10.00	10.00
管理费用	129.50	207.63	243.97	299.06	经营营运资本变动	-581.21	-82.62	-313.82	-335.58
财务费用	7.64	-44.49	-43.05	-43.34	其他	38.06	-10.00	-8.00	-11.00
资产减值损失	18.30	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	34.90	525.76	440.05	565.36
投资收益	14.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-181.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-28.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-209.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	564.54	629.07	796.57	974.02	短期借款	40.00	-95.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.71	10.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	572.24	639.07	806.57	984.02	股权融资	920.63	0.00	0.00	0.00
所得税	87.16	97.59	123.04	150.12	支付股利	-65.00	-93.83	-108.30	-136.71
净利润	485.08	541.49	683.54	833.90	其他	-48.48	-17.01	43.05	43.34
少数股东损益	15.90	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	847.15	-205.84	-65.24	-93.36
归属母公司股东净利润	469.17	541.49	683.54	833.90	现金流量净额	672.14	319.91	374.80	471.99
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1193.39	1513.31	1888.11	2360.10	成长能力				
应收和预付款项	1230.90	1393.83	1724.29	2071.88	销售收入增长率	67.84%	21.00%	20.96%	20.81%
存货	604.43	740.54	886.27	1060.53	营业利润增长率	31.48%	11.43%	26.63%	22.28%
其他流动资产	18.17	21.98	26.59	32.12	净利润增长率	32.92%	11.63%	26.23%	22.00%
长期股权投资	144.16	144.16	144.16	144.16	EBITDA 增长率	34.87%	8.88%	24.27%	20.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	855.03	758.35	661.68	565.01	毛利率	62.18%	61.71%	62.03%	62.43%
无形资产和开发支出	898.97	889.92	880.88	871.84	三费率	36.37%	39.10%	38.50%	38.70%
其他非流动资产	128.10	122.44	116.77	111.10	净利率	19.79%	18.26%	19.05%	19.24%
资产总计	5073.15	5584.53	6328.74	7216.74	ROE	12.87%	12.84%	14.26%	15.19%
短期借款	95.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.56%	9.70%	10.80%	11.56%
应付和预收款项	441.38	614.51	732.35	863.19	ROIC	17.42%	15.35%	18.92%	21.53%
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	EBITDA/销售收入	26.08%	23.46%	24.11%	24.04%
其他负债	316.23	301.84	352.97	412.93	营运能力				
负债合计	1302.61	1366.35	1535.32	1726.12	总资产周转率	0.56	0.56	0.60	0.64
股本	433.32	433.32	433.32	433.32	固定资产周转率	4.43	4.08	5.69	8.12
资本公积	1946.87	1946.87	1946.87	1946.87	应收账款周转率	5.89	5.28	5.45	5.35
留存收益	1370.36	1818.01	2393.25	3090.44	存货周转率	1.65	1.69	1.67	1.67
归属母公司股东权益	3704.66	4152.31	4727.55	5424.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.52%	—	—	—
少数股东权益	65.88	65.88	65.88	65.88	资本结构				
股东权益合计	3770.54	4218.19	4793.43	5490.62	资产负债率	25.68%	24.47%	24.26%	23.92%
负债和股东权益合计	5073.15	5584.53	6328.74	7216.74	带息债务/总负债	41.84%	32.93%	29.31%	26.07%
					流动比率	3.78	4.21	4.35	4.49
					速动比率	3.03	3.36	3.50	3.63
					股利支付率	13.85%	17.33%	15.84%	16.39%
					每股指标				
					每股收益	1.08	1.25	1.58	1.92
					每股净资产	8.55	9.58	10.91	12.52
					每股经营现金	0.08	1.21	1.02	1.30
					每股股利	0.15	0.22	0.25	0.32
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	639.21	695.97	864.90	1042.06					
PE	30.39	26.33	20.86	17.10					
PB	3.85	3.43	3.02	2.63					
PS	5.82	4.81	3.97	3.29					
EV/EBITDA	21.27	18.85	14.74	11.78					
股息率	0.46%	0.66%	0.76%	0.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn