

博雅生物 (300294)

公司研究/点评报告

收购罗益 60.6%股权，新增业绩增长点

—博雅生物事件点评

点评报告/医药

2019 年 12 月 24 日

一、事件概述

公司公布以发行股份和可转换公司债券及支付现金购买罗益生物 48.87% 股权，加上已以现金方式收购 11.68% 股权，公司将合计持有罗益生物 60.55% 股权（对价合计 9.53 亿元）。

二、分析和判断

➤ 具体收购方案：

公司拟向江西百圣、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。且以支付现金的方式收购王勇、上海懿仁分别所持罗益生物 5.90% 和 5.78%。公司收购罗益生物 48.87% 股权的交易对价为 7.78 亿元，本次发行股份购买资产的发行价格为 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%。本次发行可转债购买资产的初始转股价格为 25.00 元/股。本次交易价格合计为 77,815.00 万元，其中，现金支付对价 4.05 亿元；股份支付对价 2.9 亿元（折合 1160 万股）、可转换公司债券支付对价 0.84 亿元（折合 83.55 万张）。

➤ 罗益为国内 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗龙头，有望受益于 AC 多糖结合疫苗市场扩大。

罗益生物 2018 年收入 1.88 亿元，净利润 1648 万元，2019 年 1-9 月份收入 2.14 亿元，净利润 5176 万元。罗益生物为全国首家研制出适应 6 个月至 2 周岁低龄儿童的 AC 多糖结合疫苗及首家使用 Vero 细胞生产纯化双价肾综合征出血热灭活疫苗。从中检院疫苗批签发数据来看，罗益为国内 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗龙头，目前国内 AC 多糖结合疫苗主要生产企业为智飞绿竹（占比为 9%）、罗益生物（占比为 74%）和沃森生物（17%），2018 年 AC 多糖结合疫苗签发 478 万瓶，其中罗益 352 万瓶。在研有康希诺、欧林生物等企业正在研发同类产品，均已进入临床 III 期阶段。

由于流脑多糖疫苗在 2 岁以下婴幼儿保护效果不佳以及 AC 多糖疫苗不能用于 2 岁以下婴幼儿，且我国流脑的流行病学呈现 C 群流脑病例不断上升的现象，AC 结合疫苗（MCV2）逐渐替代 A 群多糖疫苗和 AC 多糖疫苗（MPSV2）是我国流脑疫苗发展的趋势。我国现在每年约有 1600 万的新生人口，国内市场总需求量约 4800 万人份/年，而部分地区将 AC 结合疫苗列入 I 类疫苗范畴（目前安徽已经在实行），纳入 I 类疫苗有望每年将释放 2000 万-3000 万的市场需求。预计罗益生物 AC 结合疫苗凭借产品优势继续保持行业龙头地位，以及更好受益于 AC 多糖结合疫苗市场扩大。产品优势如下：1) 免疫针次少、便于替代一类疫苗；是唯一在 12 月龄内基础免疫仅需 2 针的产品，免疫针次少于竞争对手，且与《国家免疫规划儿童免疫程序（2016 版）》一类流脑免疫程序相符，便于替代一类疫苗；2) 免疫原性好，起效速度快；3) 安全性好、免疫时间长。

➤ AC 多糖结合疫苗销量提升助力利润率提升。

罗益生物 2017-2019 年 1-9 月份主营业务毛利率分别为 80.27%、90.00% 和 93.13% 呈逐年上升的趋势。主要是主导产品销售 AC 流脑多糖结合疫苗（收入占比 90%+）毛利率的提高，报告期内，AC 流脑多糖结合疫苗毛利率分别为 86.12%、91.70%

推荐

维持评级

当前价格： 31.3 元

交易数据

2019-12-23

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)	134
流通市值(亿元)	134

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 S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

分析师：盛丽华

执业证 S0100519110002

电话： 021-60876730

邮箱： shenglihua@mszq.com

相关研究

1. 博雅生物(300294): 血制品销售费用投入加大，业绩增速放缓

和 95.11%，逐年上升，主要在于两个方面，一产量提升带来生产成本的下降。2018 年产量同比增长 42.1%，规模化优势导致单位人工和制造费用下降，产品单位生产成本下降，毛利率相应上升。另一方面，AC 流脑多糖结合疫苗作为二类苗的占比提升也是产品的毛利率提高的主要因素之一。随着产量和二类苗占比逐步提升，毛利率有望进一步提升。同时，随着销售规模的扩大，销售费用率有所下降，利润率提升。

➤ **罗益 AC 多糖结合疫苗拟扩大适用人群。**

AC 多糖结合疫苗扩大适用人群，由现有 6 月龄-15 周岁扩大至 3 月龄-15 周岁。无需再进行 I、II 期临床，仅需进行 III、IV 期临床（新药上市后应用研究阶段），其所需临床周期较短。除 AC 结合疫苗扩大适用人群外，公司在研产品储备还包括 AC-Hib 联合疫苗处于三期临床阶段、伤寒甲型副伤寒结合疫苗处于一期临床试验阶段，重组完成后，罗益可以利用上市公司融资平台优势、资金规模优势和研发优势，加快推进新产品的研发。

➤ **罗益生物未来将成为公司未来业绩重要增长点。**

罗益生物作为一家专注于疫苗的研发、生产和销售的公司，罗益为国内 AC 多糖结合疫苗龙头，围绕细菌多糖结合疫苗技术，在研产品储备优良，具有良好的发展前景和较强盈利能力，罗益生物，未来也将成为公司未来业绩重要增长点。罗益 60.55%股权对价 9.53 亿元，对应 2019 年承诺净利润估值在 22 倍，估值偏便宜。罗益生物承诺在 2019-2022 年归母扣非净利润数分别不低于 0.71 亿元、0.90 亿元、1.2 亿元和 1.4 亿元，分别同比增长 330%、26%、33%和 17%。罗益 60.55%股权对价 9.53 亿元，对应 2019 年承诺净利润估值在 22 倍，相对目前二级市场疫苗公司的估值，估值偏便宜。

➤ **若丹霞注入公司体内，公司的采浆量将有望达到 1000 吨。**

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，极限采浆量在 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 25.6X/20.8X/16.7X；考虑收购影响，假如 2020 年 3 月份之前完成并购，罗益完成承诺业绩和新增股本 1160 万股，2019 年-2021 年净利润分别为 5.29 亿元、6.94 亿元、8.85 亿元，EPS 分别为 1.22 元、1.45 元、1.85 元。对应当前股价的 PE 分别为 26X/22X/17X。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，罗益并购完成，丹霞注入公司体内预期加强。继续给予“推荐”投资评级。

四、风险提示：

并购资产不确定性风险，血制品业务推广不及预期，血制品价格风险，血制品安全性风险。

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)	28.2	25.6	20.8	16.7
PB	3.7	3.2	2.8	2.4

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	28.2	25.6	20.8	16.7
PB	3.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.0	14.9	11.8	9.2
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。

盛丽华，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，2019年11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。