

一个月暴涨 50%！4 年涨 8 倍！这个赛道，到底什么情况？

(估值建模)

今天我们要建模的这家公司，从 2012 年上市到 2016 年，其前复权股价由低点 4.97 元

上涨至 48.90 元，区间最大涨幅 883.9%。不仅如此，近期因受新冠影响，其股价暴涨，

由区间低点 27.36 至今，区间最大涨幅达 55%。



图：股价图 来源：WIND

这是因为，98% 的新冠病毒感染者的血清白蛋白含量都有下降，使得白蛋白需求增长。而

这家公司的主要产品之一，静丙，有提高免疫力的作用，所以，被用于患者治疗，以及一

线医护人员的预防需求。

它就是——**博雅生物**。作为一家血液制品起家的企业，其和大部分血液制品公司发展模式

很不一样，除了发展血液制品之外，还不断通过并购，拓展至其它的赛道，包括：糖尿病领域、生化药领域、血液制品经销领域.....

这种经营风格，与它的核心股东为 PE 机构有关。其大股东为高特佳集团，并购、定增等资本运作手段丰富多样，其收购企业一般都是先通过大股东去购买股份，然后通过定增、换股等方式将标的企业注入上市公司。

最近一次操作，是其拟关联收购罗益生物，继续涉足新的领域——疫苗业务。

不过，2020 年 2 月 19 日，此处并购申请因申请文件未充分披露标的资产报告期业绩大幅增长的原因和合理性，以及未充分披露业绩预测依据的合理性的原因，遭到否决。

好，看完以上信息，几个值得我们深入思考的问题来了：

- 1) 对于博雅生物来讲，它主要的增长驱动力是什么？
- 2) 其血制品业务未来发展潜力如何？其它各项业务未来增长空间如何？
- 3) 经历了前一段时间的上涨后，当前估值是 159 亿元，PE 为 24 倍，该估值到底在什么区间？

今天我们就以**博雅生物**入手，来研究医药行业的特征，以及财务建模逻辑。对医药领域，之前我们还建模过**恒瑞医药**、**中国生物制药**、**石药集团**、**华东医药**、**华兰生物**、**爱尔眼科**、**长春高新**等……可购买优塾团队的专业版报告库，获取之前我们做过的部分案例估值建模报告，以及部分重点案例详细 EXCEL 财务模型，乃至上百家企业和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —

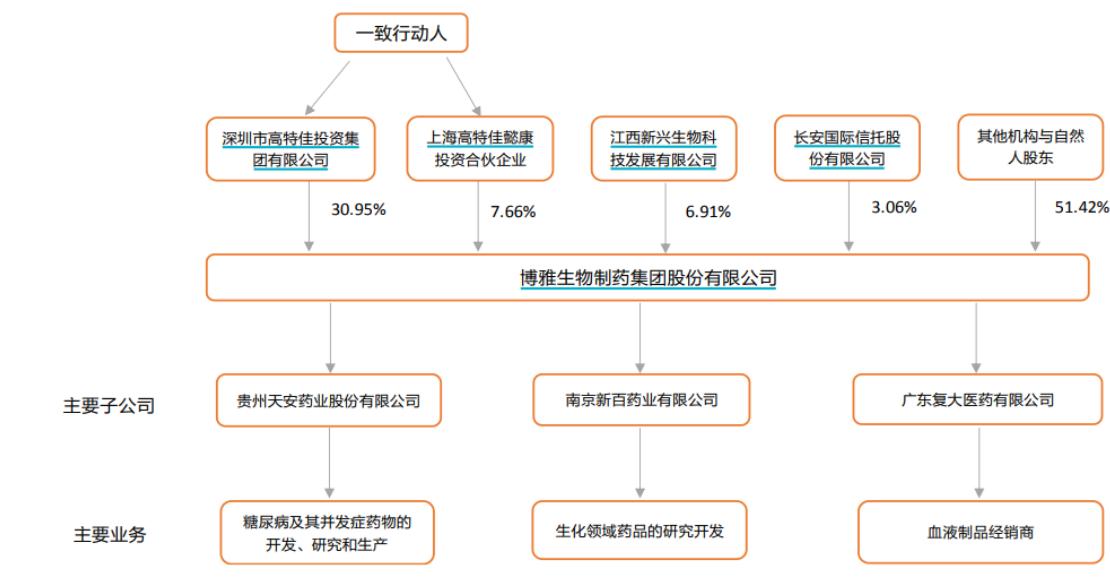


龙头，模式



博雅生物，成立于 1993 年，于 2012 年在创业板上市，控股股东为高特佳集团，持股比例达 31.0%，是一家 PE 机构。从机构持仓情况来看，除其控股股东为 PE 外，大型基金持仓情况较少。

图 1：博雅生物股权架构图



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图：股东结构 来源：天风证券

博雅生物[300294.SZ] - 机构投资者

| 2019年三季报 | | | | | | |
|----------|----------------------|--------|-----------|------------|---------|----------------------|
| 序号 | 机构名称 | 机构类型 | 合并数量(万股) | 占流通A股比例(%) | 合并数量(只) | 合并明细 |
| 1 | 深圳市高特佳投资集团有限公司 | 一般法人 | 13,412.14 | 30.95 | 1 | 点击浏览 |
| 2 | 江西新兴生物科技发展有限公司 | 一般法人 | 2,994.24 | 6.91 | 1 | 点击浏览 |
| 3 | 上海高特佳懿康投资合伙企业(有限合伙) | 一般法人 | 2,966.30 | 6.85 | 1 | 点击浏览 |
| 4 | 长安投资662号证券投资集合资金信托计划 | 阳光私募 | 1,201.60 | 2.77 | 1 | 点击浏览 |
| 5 | 抚州嘉颐投资合伙企业(有限合伙) | 一般法人 | 1,071.43 | 2.47 | 1 | 点击浏览 |
| 6 | 定增精选87号资产管理产品 | 一般法人 | 899.71 | 2.08 | 1 | 点击浏览 |
| 7 | 光大信托·博雅稳健集合资金信托计划 | 阳光私募 | 853.48 | 1.97 | 1 | 点击浏览 |
| 8 | 北信瑞丰基金宏瑞2号资产管理计划 | 一般法人 | 806.19 | 1.86 | 1 | 点击浏览 |
| 9 | 南昌市大正初元投资有限公司 | 一般法人 | 798.46 | 1.84 | 1 | 点击浏览 |
| 10 | 全国社保基金114组合 | 社保基金 | 708.00 | 1.63 | 1 | 点击浏览 |
| 11 | 国信永丰基金管理有限公司 | 基金 | 84.61 | 0.20 | 2 | 点击浏览 |
| 12 | 创金合信基金管理有限公司 | 基金 | 24.99 | 0.06 | 1 | 点击浏览 |
| 13 | 富国基金管理有限公司 | 基金 | 20.44 | 0.05 | 1 | 点击浏览 |
| 14 | 申万宏源证券 | 券商集合理财 | 0.90 | 0.00 | 1 | 点击浏览 |

图：机构持仓 来源：WIND

2016 年至 2019 年三季度，其营业收入分别为 9.5 亿元、14.6 亿元、**24.5 亿元**、21.0 亿元；净利润分别为 2.7 亿元、3.6 亿元、**4.7 亿元**、3.2 亿元；经营活动净现金流分别为 2.0 亿元、-0.2 亿元、**0.4 亿元**、-2.6 亿元；毛利率分别为 63.0%、66.4%、**62.2%**、60.7%；净利率分别为 29.3%、25.0%、**19.8%**、15.8%。

近三年收入复合增速期为 60.6%，净利润复合增速为 31.9%。其中有两点需要注意：

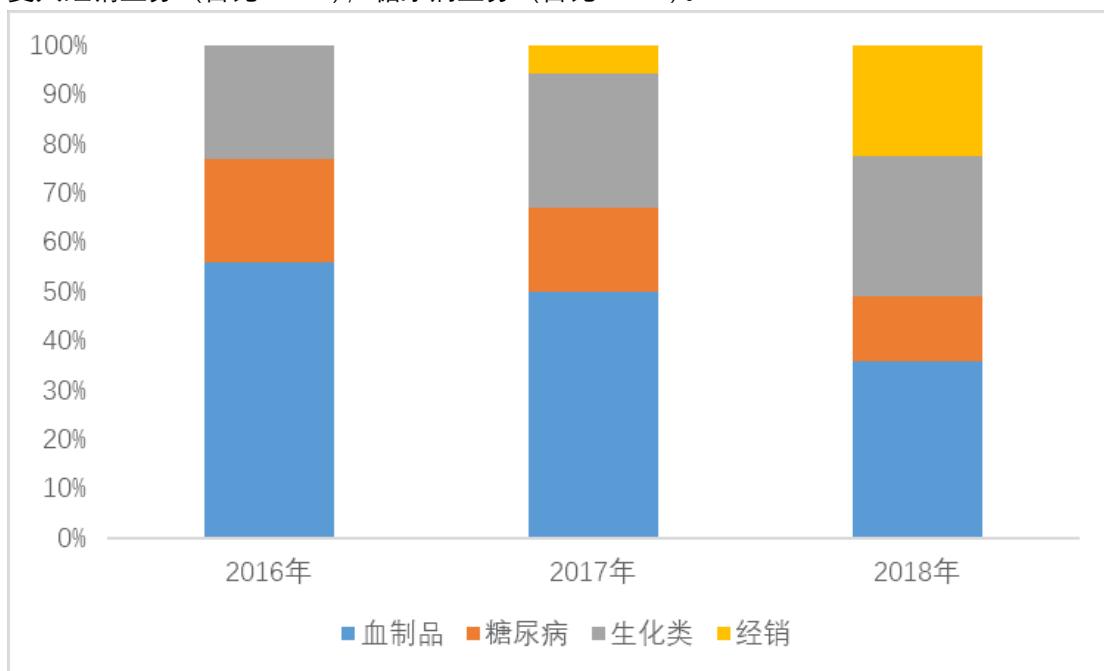
一是，收入增速大于净利润增速，这主要由于受两票制等因素影响，其销售费用率上升，导致净利率下降明显。

二是，部分年份经营活动现金流为负。其中：2017 年现金流为负，主要由于大部分血制品行业现金流都较差（也是受两票制影响），而 2019 年三季度现金流为负主要由于预付款上升所致。

从收入结构上看，其收入主要包括以下四个部分：

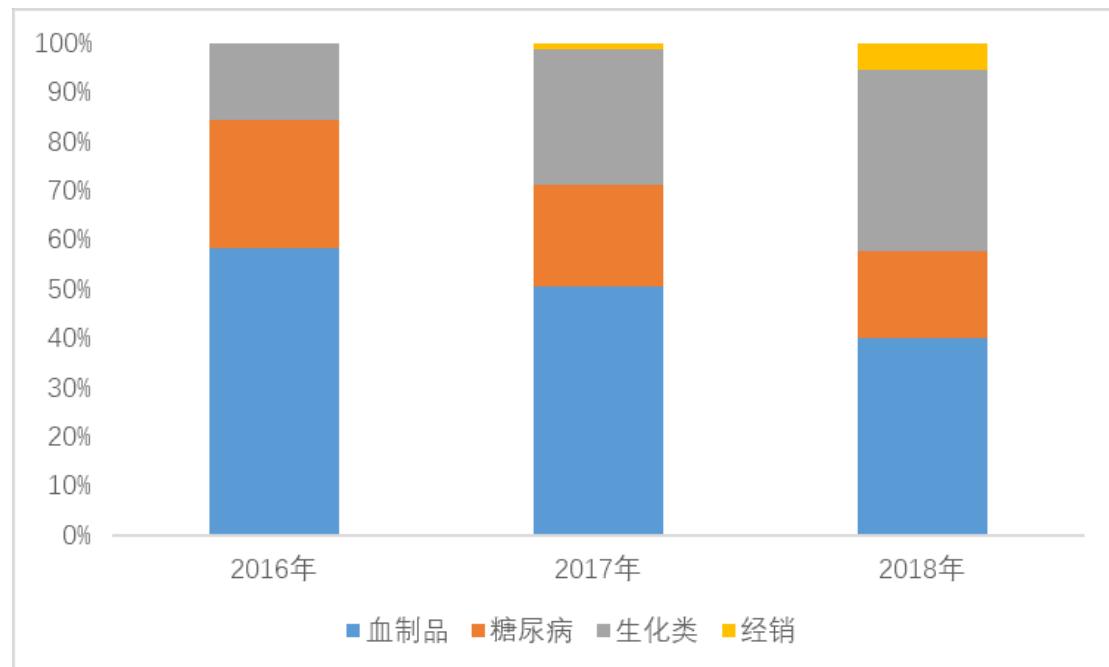
- 1) 血制品业务——主要包括人血白蛋白、静丙、纤维蛋白原等。
- 2) 糖尿病业务——其子公司天安药业，主要产品包括二甲双胍肠溶片、吡格列酮分散片等。
- 3) 生化类业务——其子公司新百药业，主要产品包括复方骨肽注射液、缩宫素注射液等产品。
- 4) 经销业务——其子公司复大医药是以血液制品为主的经销商。

从 2018 年数据看，收入占比较高的为血制品占 35.7%，其次为生化类药物（占比 28.6%），复大经销业务（占比 22.6%），糖尿病业务（占比 13.0%）。



图：收入结构来源：并购优势

从毛利结构上看，2018 年，血制品毛利占比 40.2%，生化业务占 36.7%，糖尿病业务占 17.6%，经销类业务由于毛利较低，占毛利比重仅为 5.4%。因此，从毛利结构上看，博雅生物还是一个以血液制品为主，其它业务多元发展的企业。



图：毛利结构 来源：并购优势

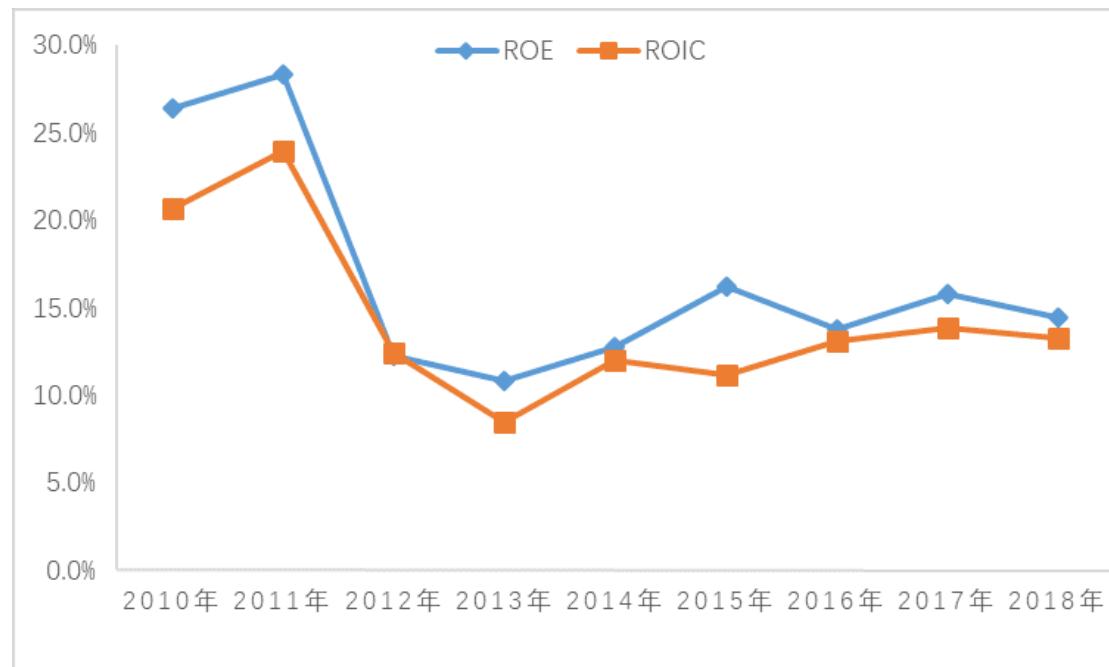
从产业链上来看，其上游，主要是其经销业务的供应商，前五大供应商占比 51.2%，较集中；其下游为医院、经销商等，前五大客户占比 13.2%。

这样的业务结构，形成了本案特有的财报结构：

从资产负债表上看——2018 年，其总资产为 50.7 亿元，其中，占比较大的科目为：货币资金（23.5%）、固定资产（15.3%）、**商誉（13.1%）**、存货（11.9%）、应收账款（10.7%）；负债总额为 13.0 亿元，其中，占比较大的科目为：长期借款（8.87%）、其他应付款（4.1%）、应付账款（3.8%）。

从利润表上看——2018 年，营业收入 24.5 亿元，其中，37.8%花在了成本上，30.8%花在了销售费用上，5.3%花在管理费用上，净利率为 19.8%。

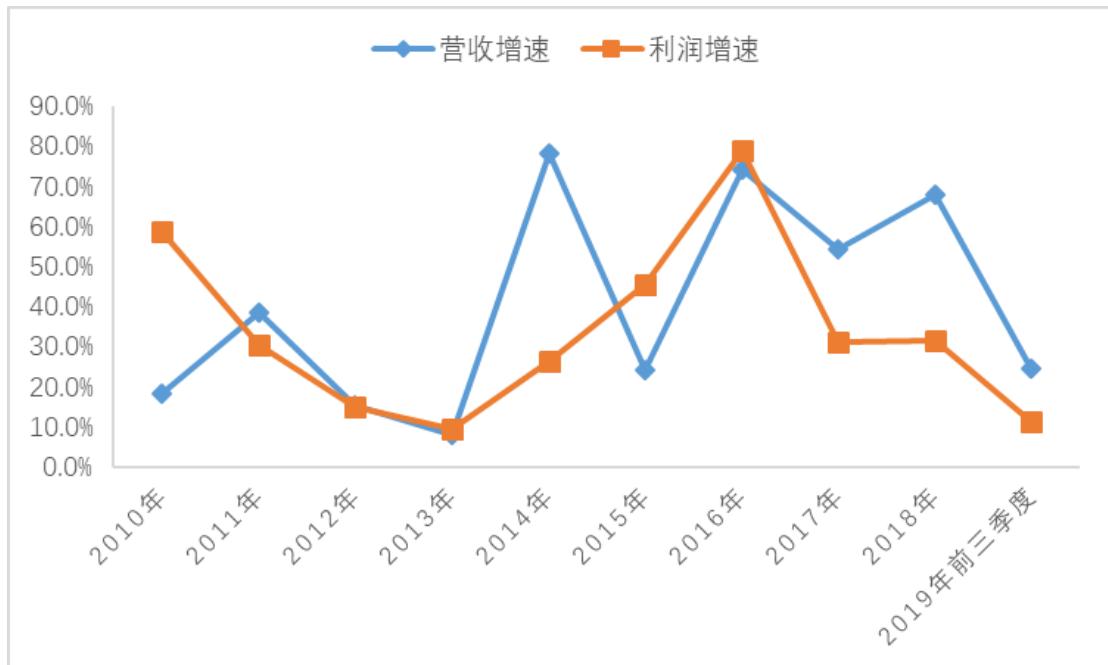
接着，来看一组《并购优势》整理的基本面数据：



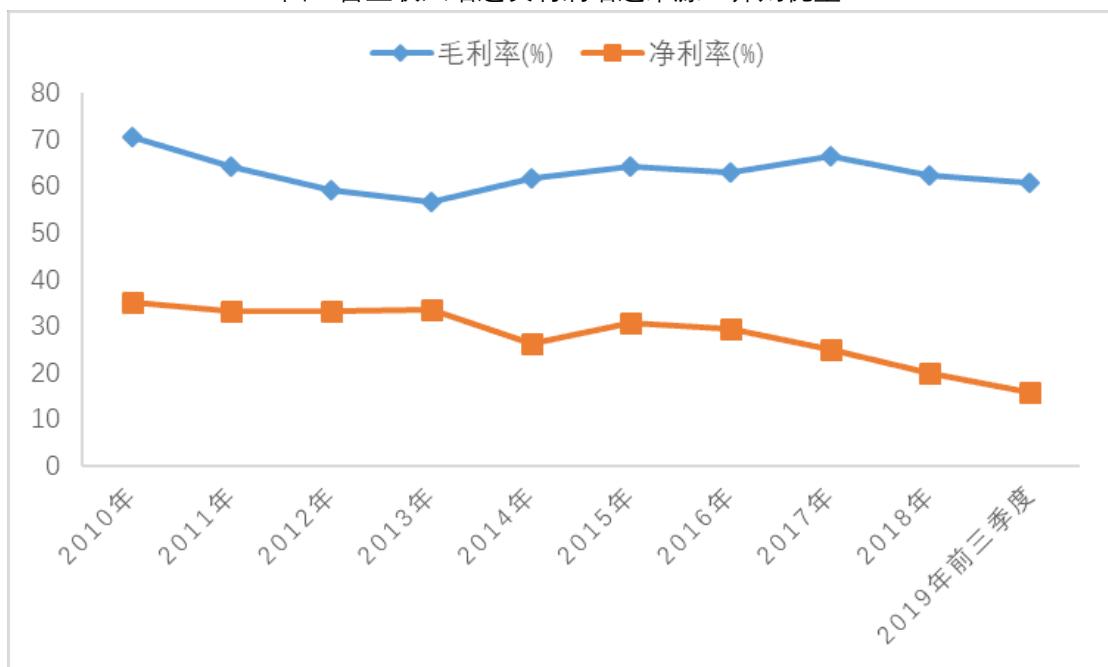
图：ROE&ROIC 来源：并购优势



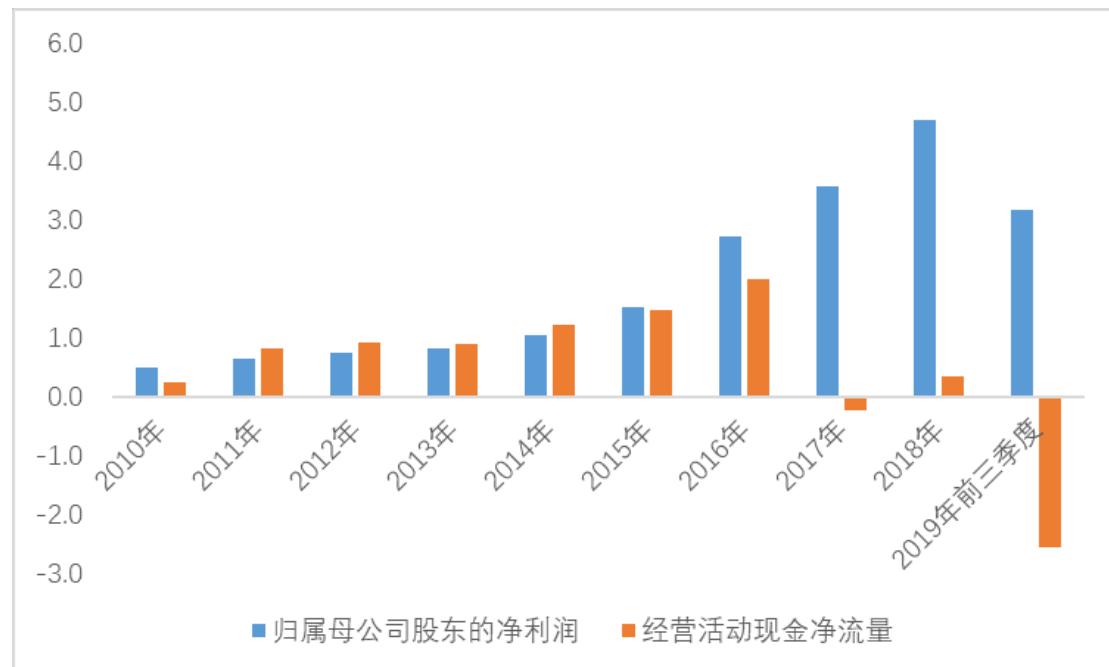
图：营业收入及营业收入增速来源：并购优势



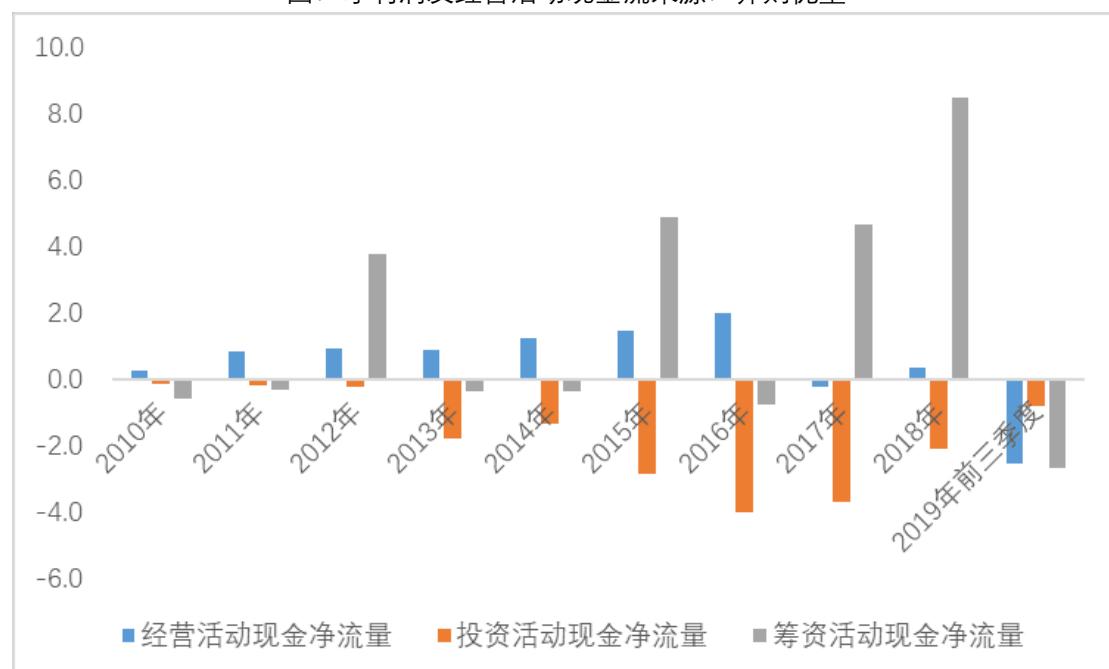
图：营业收入增速及利润增速来源：并购优塾



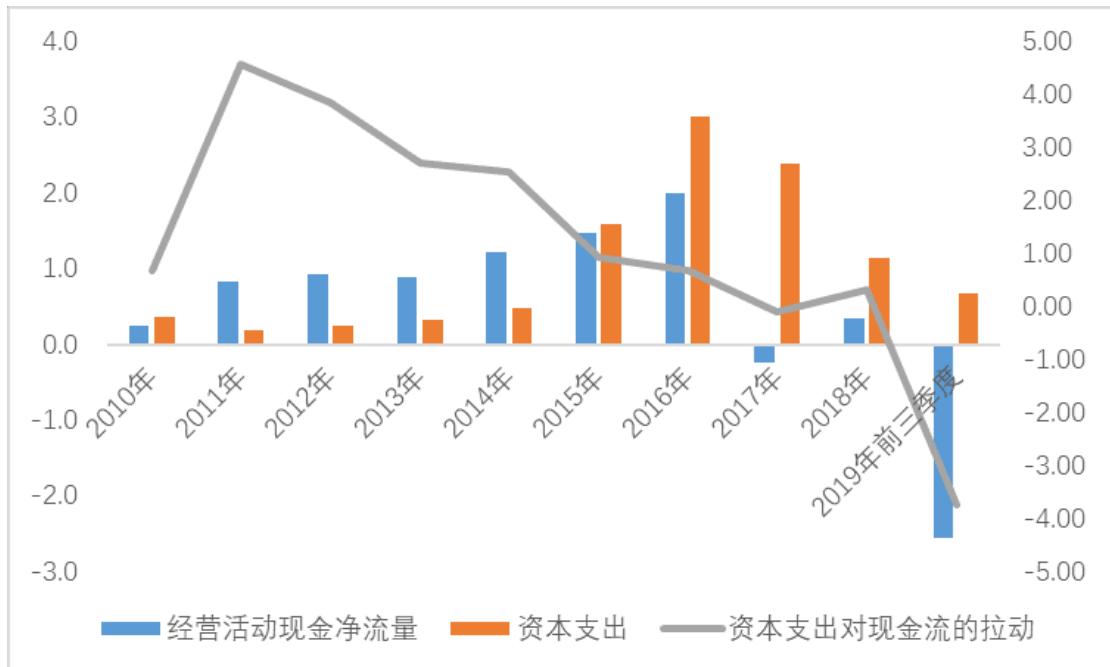
图：毛利率及净利率来源：并购优塾



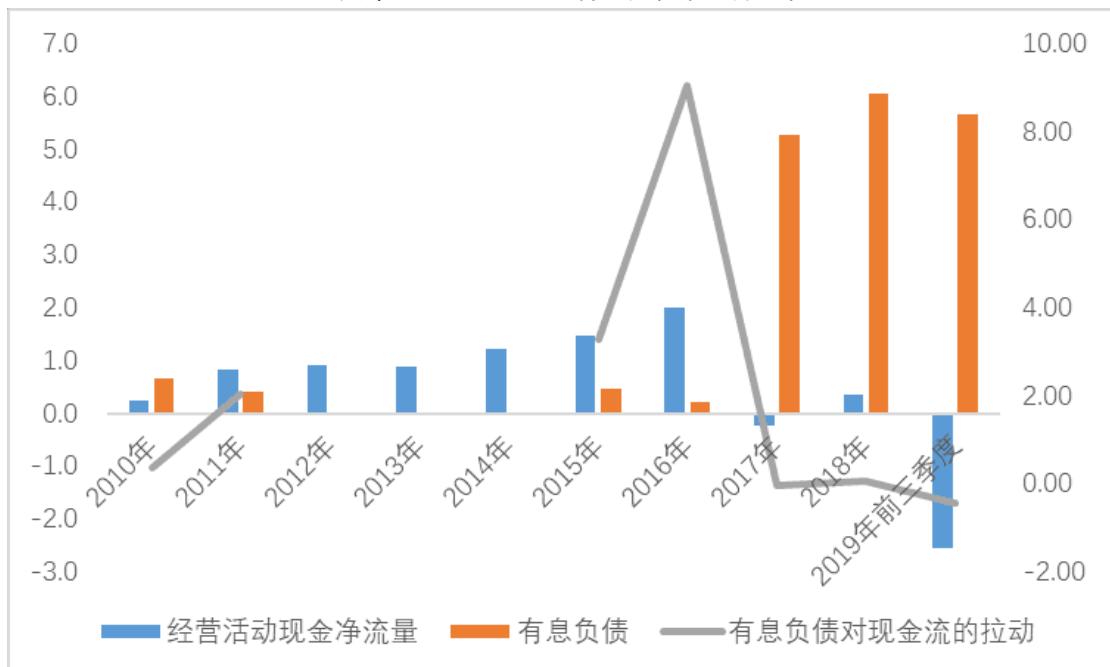
图：净利润及经营活动现金流来源：并购优势



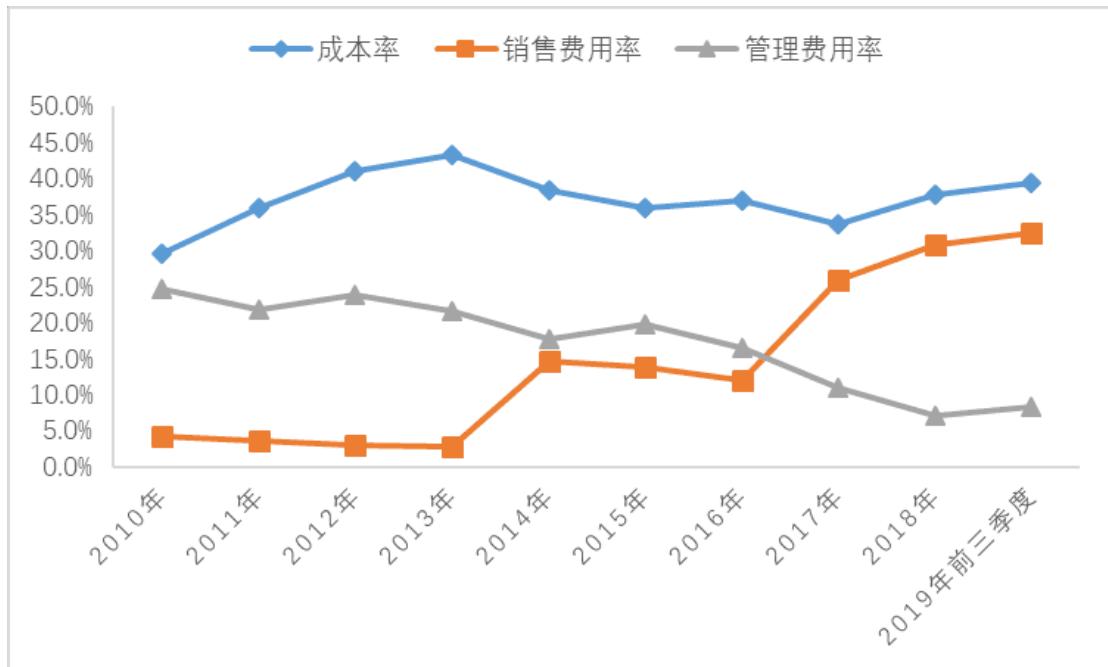
图：现金流来源：并购优势



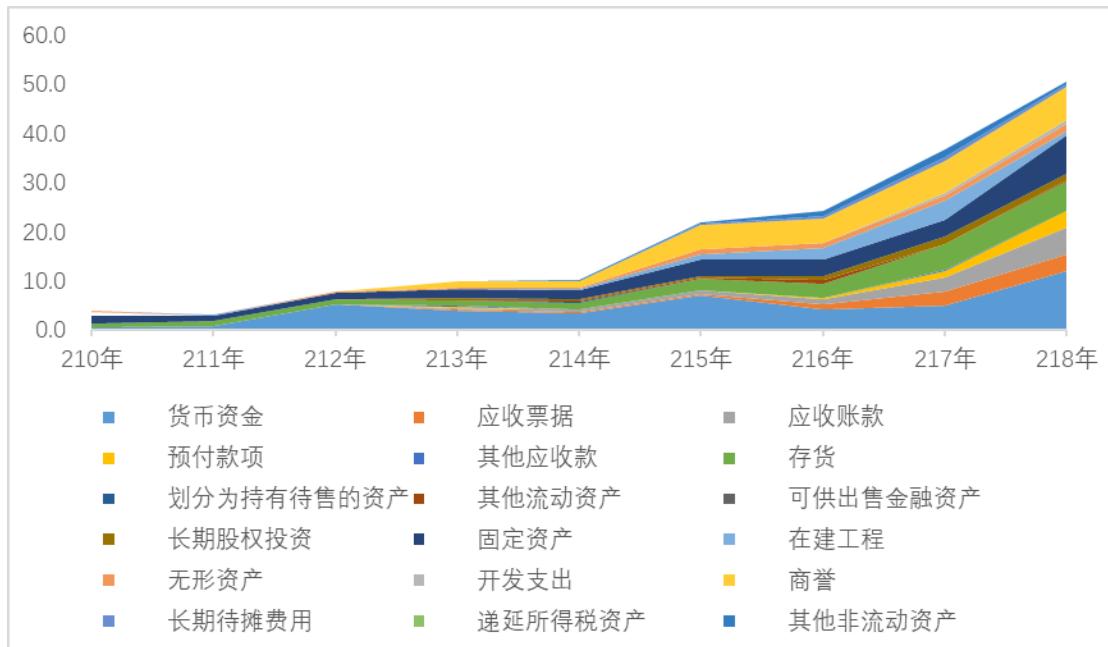
图：资本支出对现金流的拉动来源：并购优塾



图：有息负债对现金流的拉动来源：并购优塾



图：成本及费用率来源：并购优势



图：资本结构来源：并购优势



图：股价及 PB 来源：理杏仁

读完上述基础信息，想要对这样一个多元化经营药企估值，该从何处下手？

— 02 —



核心，驱动



图：营业收入及营业收入增速 来源：并购优势

从历史增速看，其近期增速有三个高点，分别出现在 2014 年、2016 年和 2018 年。通过梳理，我们发现其收入高增长的年份，主要有两方面原因：

- 1) 非血液制品业务主要靠并购驱动 2014 年——主要由于 2013 年四季度，其开始从单一的血制品业务扩展到多元化经营模式，收购了天安药业，开始涉足糖尿病业务，导致其 2014

年增速较高；2016年——主要由于2015年四季度，其收购了新百药业，开始涉足以骨肽为主的生化类业务，导致其2016年收入增速较高；2018年——主要由于2017年四季度，其收购了复大医药，涉足经销业务，导致其2018年增速较快。

2) 血液制品业务主要靠浆站数量驱动 同时，它原本的核心业务血制品，也通过不断增加血浆站的方式来提供收入增量。目前，其共有12个单采血浆站，相比2014年5个单采血浆站，近五年血浆站数量提高140%。

到这里，我们已经了解了其历史收入增长的驱动因素。那么，我们又要如何对其收入进行预测？

— 03 —



采浆量，增速



血浆业务，主要包括白蛋白、静丙、人纤维蛋白原三种主要产品，另外，凝血因子类产品也处于申报生产中（预计2020年-2021年获批）。2018年，其血制品收入达到8.7亿元，2019年上半年达到4.7亿元，同比增长20.72%。

关于血液制品的增长逻辑，我们在【专业版建模报告库】中，华兰生物这篇报告中，已经说得比较详细，此处不再展开叙述。此处，我们直接对这部分收入采用量价法进行预测，公式为： $\text{血制品销售额} = \text{总采浆量} * \text{各个产品产值}$ 。

我们首先来看总采浆量情况：对于总采浆量的预测，我们通过以下公式来预测： $\text{总采浆量} = \text{浆站数量} * \text{站均采浆量} + \text{外购血浆量}$ 。

1) 浆站数量 对于血浆站的分析，我们在华兰生物建模中进行过详细的分析。2012年之前，国内血制品市场一直处于相对短缺状态，采浆量在5000吨以下波动。此后，卫生部出台“血液制品倍增计划”，放开监管力度，鼓励各地设置血浆站，采浆量开始上升，到2019年，采浆量已经突破9000吨。而本案博雅生物的浆站数量，也在这一时期，从2011年的4个血浆站，通过自建的方式增加到目前的12个，血浆站的年复合增速为11%。对比同一时期，国内血浆站整体增速在4.2%。（其血浆站的增速较快，主要由于其浆站基数较小。）考虑到我国对于浆站建设条件的放开程度是周期性的，只能粗略预测。整体来看，《并购优势》假设，其未来浆站增速由11%，经过十年递减至行业增长水平4.2%。

2) 站均采浆量 2019 年, 其采浆量大致在 370 吨左右, 按此计算, 其站均采浆量为 30.8 吨。与同行业相比, 其站均采浆量大致维持在平均水平。

| 公司 | 采浆量 (吨) | 浆站数 | 平均采浆量 (吨) |
|-------|------------|-----|--------------|
| 华兰生物 | 1100 | 24 | 45.83 |
| 上海莱士 | 1000 | 39 | 25.64 |
| 天坛生物 | 1400 | 55 | 25.45 |
| 博雅生物 | 320 | 12 | 26.67 |
| ST 生化 | 348.54 | 13 | 26.81 |
| 卫光生物 | 340 | 7 | 48.57 |

图: 2017 年站均采浆量 来源: 长城证券

从其历史数据来看, 在没有大规模增加血浆站的情况下, 其站均采浆量大致维持在 30 吨左右。由于 2020 年受新冠的影响, 目前, 博雅生物浆站还未恢复采浆, 预计今年采浆量会受到较大影响。根据多数券商预测, 采浆受影响可能会持续 1 个月, 所以, 我们也假设 2 月份无法进行采浆, 因此, 在 2020 年原采浆量假设基础上, 再乘以 0.92 作为调整。而对于其他年份则假设站均采浆量保持在 30.8 吨。

3) 外购血浆量 注意, 2019 年 4 月, 其意向广东丹霞采购 500 吨原料血浆, 如果该方案能够获批通过, 将大幅增加其血液制品的收入及盈利。

而需要特别注意的是, 其大股东深圳高特佳, 持有丹霞生物 99% 的股份, 且从其采购价格上来看, 其采购价格为 165 万元/吨, 而其自采血浆成本大致是 85 万元/吨, 此次购买血浆成本相比自采血浆成本高出近一倍。这笔关联交易是个调研点, 后续需要持续关注。同时, 需要指出的是, 这已经不是博雅生物首次向广东丹霞采购原料血浆。2017 年, 其就曾计划向广东丹霞采购 400 吨原料血浆, 交易价格也为 165 万/吨, 但是之后并没有执行该协议, 具体原因并未披露。

由于此次协议最终是否通过还存在一定不确定性, 因此, 我们对此做情景假设开关: 保守情况下——假设协议未通过, 其无法从广东丹霞采购原料血浆, 采浆量随浆站数量增长。乐观情况下——假设收购协议获批通过, 且其往后每年都能从广东丹霞获得 250 吨(协议约定

24个月采购500吨，此处简单假设分两年采购完成）的原料血浆。

| 采浆量 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 浆站数量 | 12 | 12 | 13 | 15 | 16 | 17 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 |
| 站均采浆量 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 |
| 保守假设 | 370 | 410 | 452 | 494 | 536 | 576 | 615 | 652 | 684 | 713 | |
| 乐观假设 | 370 | 660 | 702 | 744 | 786 | 826 | 865 | 902 | 934 | 963 | |

图：采浆量来源：并购优塾

采浆量确定后，接下来，我们需要通过产量、价格来计算收入，这两块，该如何预判？

— 04 —



血制品，增长



本案的收入，可以浓缩为这个公式： $\text{血制品收入} = \text{产品产量} * \text{价格}$ 。

首先，先来看白蛋白：

产量——每吨血浆的白蛋白产量在2600瓶（10g）左右，我们假设短时间内，其工艺没有较大改革，产量维持在一个相对恒定的状态。

价格——目前，白蛋白价格大致在340元/瓶。从历史数据来看，在放开血制品价格初期（2016年），白蛋白价格涨幅较大（大约6%）。随后，近两年价格相对稳定。虽然白蛋白可以进口，且有被列入辅助用药的可能性，但是，由于本次新冠影响对白蛋白造成了较大的供给缺口，预计意外事件过后由于供需失衡，白蛋白可能会较大幅度涨价。此处，《并购优塾》假设2019年其价格维持目前水平不变，2020年下半年其价格增长6%，随后维持不变。

其次，再来看静丙：

产量——每吨血浆的静丙产量大致在2000瓶（2.5g）左右，同样我们假设其每吨产量保持恒定。

价格——从价格端来看，目前静丙的价格在390元/瓶左右。虽然短时间内其价格不会提升，但是由于今年产量受到新冠影响，意外事件之后，静丙可能会出现严重的供不应求的现象，所以，预计静丙价格后期会出现较大涨幅。

从其历史数据来看，在2016年放开血制品价格时期，其涨价幅度大致在6%。

因此，我们假设2019年其价格维持目前水平不变，2020年下半年开始，其价格增长6%，2021年维持不变，随后保持每年3%（CPI）的增长。

最后，来看人纤维蛋白原：

产量——目前，每吨血浆的人纤维蛋白原产量大致是1500瓶（0.5g），同样我们假设其每吨

产量保持恒定。从近两年数据看，博雅生物的人纤维蛋白原市场占有率为 50%左右，排在首位。

价格——从价格段来看，人纤维蛋白原目前价格在 600 元/瓶左右，由于新冠对其影响有限，我们假设其未来价格每年增幅 3%。

| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 采浆量 | 370.0 | 627.4 | 701.9 | 743.9 | 785.7 | 826.4 | 865.3 | 901.6 | 934.5 | 963.2 |
| 白蛋白产量 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 | 2600 |
| 白蛋白价格 | 340 | 350 | 361 | 361 | 361 | 361 | 361 | 361 | 361 | 361 |
| 白蛋白销量 | 3.27 | 5.71 | 6.58 | 6.98 | 7.37 | 7.75 | 8.11 | 8.46 | 8.76 | 9.03 |
| 静丙产量 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 |
| 静丙价格 | 390 | 402 | 414 | 426 | 439 | 452 | 466 | 480 | 494 | 509 |
| 静丙销量 | 2.89 | 5.04 | 5.81 | 6.34 | 6.90 | 7.47 | 8.06 | 8.65 | 9.23 | 9.80 |
| 蛋白原产量 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 |
| 蛋白原价格 | 600 | 618 | 637 | 656 | 675 | 696 | 716 | 738 | 760 | 783 |
| 蛋白原销量 | 3.33 | 5.82 | 6.70 | 7.32 | 7.96 | 8.62 | 9.30 | 9.98 | 10.65 | 11.31 |
| 总计 | 9.5 | 16.6 | 19.1 | 20.6 | 22.2 | 23.8 | 25.5 | 27.1 | 28.7 | 30.1 |

图：血制品收入预测来源：并购优塾

研究至此，血制品收入已经解决，那么，接下来我们看看其他领域的情况，到底如何？

— 05 —



新百，生化



2015 年收购新百药业后，其开始涉足生化类用药市场。根据协议约定的业绩承诺，2015 年 -2017 年，税后净利润分别不低于 3500 万元、4500 万元、5500 万元。（值得注意的是，从其完成情况来看，其分别实现净利润 3517 万、4512 万、5529 万。[每年都刚好压线完成，此处是个调研点。](#)）

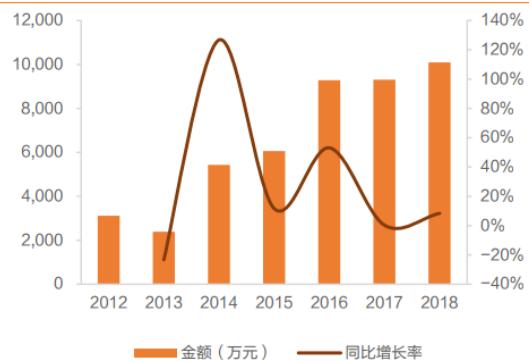
其主要产品有两个，一是用于治疗骨科疾病的复方骨肽注射液；二是主要用于引产、催产或治疗产后子宫出血的缩宫注射液。对于这两种产品，我们都根据市占率法进行预测，即：[销售额=市场规模*市占率](#)。由于骨肽注射液近两年整体市场规模下滑，所以我们重点来看缩宫注射液。（[骨肽注射液具体预测思路参考建模表](#)）

缩宫注射液，1953 年首次人工合成，已进入医保目录。目前，临床制剂通常提取自动物的脑垂体后叶或由化学合成制取，在我国的适应症包括引产、催产、产后止血和催产素激惹试验（即 OCT 试验，利用催产素人为诱导宫缩，暨以观察胎心率与宫缩关系变化，进而推测胎盘机能的试验，适用于高龄妊娠、IUGR 等胎盘机能低下者）。从用量多少看，主要是产后止血、催产。

近年来，人们的生活方式趋向于更少的体育锻炼，且全面二孩政策发布以来，我们存在越来越多的高龄产妇，女性在分娩时会容易出现宫缩不足的情况，加之，人们愈发注重分娩时孕产妇的舒适度，倾向于通过用药缩短分娩过程，所以该市场近几年增速较快。2018年收入2.02亿元，同比增长96%。

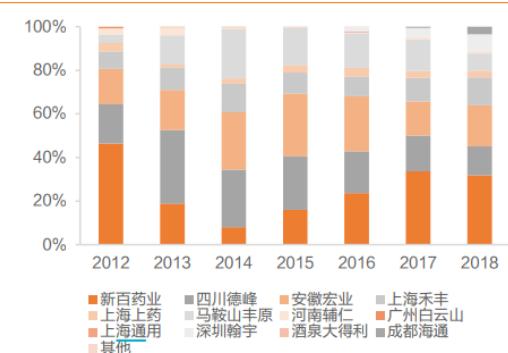
市场规模——2018年，其市场规模大致在6.5亿元。随着我国孕妇平均年龄越来越大，该类药品市场规模呈现上升态势，近五年复合增速在15%左右。

图46：缩宫素样本医院销售额变化情况



资料来源：PDB，天风证券研究所

图47：缩宫素样本医院格局



资料来源：PDB，天风证券研究所

图：缩宫素市占率来源：天风证券

从竞争格局来看，目前市场上主要的缩宫素类产品包括**缩宫素**和**卡贝缩宫素**。卡贝缩宫素为缩宫素的类似物，作用机理相似，且稳定性好，具有长效优势。目前来看，缩宫素属于相对低端产品，不过价格优势明显，预计未来一段时间还是市场上的主流产品。

此处，《并购优塾》假设，未来十年其整体市场规模增速由目前的15%递减至5%。**市占率——**目前，新百药业的市占率为31%，排在首位。从竞争格局来看，该药品生产厂家众多，想要维持或提高市占率，就要保持较大的销售费用投入。由于市场竞争格局较为激烈，很难判断其未来市占率变化幅度。不过，我们可以找一个对标，看看市占率天花板大概多高。

此处，我们参考丽珠集团的促卵泡素（为助孕药的一种，其主要适应人群为不排卵，且对枸橼酸克罗米酚治疗无反应的、多为高龄的女性）。在这个领域，默克的市占率为龙头，约为40%，但该产品的竞争格局较为平缓，包括进口在内，只有五个企业生产。

那么，试想一下，如果本案的竞争格局更为激烈，行业龙头想要达到超过40%的市占率的可能性不高，此处，我们倾向于保守假设——假设其市占率未来保持不变。

| 缩宫素 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市场规模 | 6.5 | 7.48 | 8.52 | 9.63 | 10.78 | 11.97 | 13.17 | 14.35 | 15.50 | 16.59 | 17.58 |
| 市占率 | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% |
| 销售额 | 2.02 | 2.32 | 2.64 | 2.99 | 3.34 | 3.71 | 4.08 | 4.45 | 4.81 | 5.14 | 5.45 |

图：缩宫素收入预测 来源：并购优势

除了此项业务之外，其还涉及血制品经销业务，我们接着来看。

— 06 —



天安，复大



2018 年，其收购了复大经销业务，其主要从事广东省内的血制品经销，包括国内外各大客户在内的白蛋白、静丙、人纤维蛋白原等。2019 年上半年，复大医药实现收入同比增长 19.91%。鉴于其经销业务主要围绕广东省内血制品展开，那么，其经销业务增速就和整个广东省的采浆量相关性较强，而在站均采浆量没有发生较大变化的情况下，广东省的采浆量与浆站数量也保持高度相关。

因此，我们通过广东省的浆站数量增速来预测其经销业务的收入增速。2015 年，整个广东省的浆站数量为 19 个，根据其省内十三五规划，到 2020 年浆站数量不超过 35 个，按照该规划，其浆站数量增速在 13%。

因此，《并购优势》假设其 2019 年经销业务增速维持在 19.9%，随后 5 年递减至 13%，后五年递减至 5% (GDP)。除以上几项之外，本案还有糖尿病业务（2013 年收购天安药业），主要产品包括：盐酸二甲双胍肠溶片、盐酸吡格列酮分散片、格列美脲片、羟苯磺酸钙胶囊四个产品。2018 年，其糖尿病业务收入达到 3.2 亿元，2019 年上半年，收入达到 1.70 亿元，同比增长 22.82%。

由于其各产品体量较小，且该类降糖药受带量采购影响的可能性较大，此处并购优势做保守假设，2019 年维持上半年的收入增速，2020 年开始收入维持在 2019 年水平不变。

| | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 天安药业 | 3.2 | 3.93 | 3.93 | 3.93 | 3.93 | 3.93 | 3.93 | 3.93 | 3.93 | 3.93 | 3.93 |
| 复大经销 | 5.5 | 6.6 | 7.8 | 9.2 | 10.6 | 12.1 | 13.7 | 15.3 | 16.8 | 18.1 | 19.3 |

图：收入预测来源：并购优势

几大业务分析完毕后，还没有结束，对医药公司来说，更重要的是：在研管线，情况如何？

— 07 —



在研，管线



| 在研管线 | 进度 | 预计上市时期 |
|------------|---------------|--------|
| 凝血酶原复合物 | 申报生产 | 2020年 |
| 凝血VIII因子 | 补充材料 | 2021年 |
| 盐酸二甲双胍 | 通过一致性评价 | 已上市 |
| 格列美脲片 | 完成处方筛选、工艺优化 | 已上市 |
| 盐酸二甲双胍肠溶片 | 开展一致性评价 | 已上市 |
| 羟苯磺酸钙胶囊 | 开展一致性评价 | 已上市 |
| 西他沙星原料及片剂 | 申报生产 | |
| 复方骨肽注射液再评价 | 安全性实验、致敏性物质研究 | 已上市 |

图：在研管线来源：并购优塾

目前，其在研产品线中，较为值得关注的是凝血因子类产品，如果顺利上市，可以提高其血浆的盈利。其中，凝血酶原复合物有望 2020 年获批，凝血VIII因子有望 2021 年获批。凝血酶原复合物，临床主要应用于乙型血友病、弥散性血管内凝血、手术出血等。参照行业吨浆收率水平，每吨血浆可生产约 500 支 200IU 凝血酶原复合物，按照每支 160 元的出厂价计算，吨浆收入增厚 8 万元。

凝血因子VIII，处于补充临床数据阶段，预计 2020 年申报，2021 年有望获批。凝血VIII因子的临床应用，主要是血友病治疗和预防出血。参照行业吨浆收率水平，每吨血浆可生产约 500 支 200IU 凝血因子VIII，按照每支 320 元的出厂价计算，吨浆收入增厚 16 万元。

| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 乐观采浆量 | 370 | 558 | 702 | 744 | 786 | 826 | 865 | 902 | 934 | 963 |
| 凝血酶原复合物每吨收入 | | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 凝血VIII因子每吨收入 | | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 合计 | 0 | 0.45 | 1.68 | 1.79 | 1.89 | 1.98 | 2.08 | 2.16 | 2.24 | 2.31 |

图：在研管线收入来源：并购优塾

除血制品外，在研管线还包括糖尿病类现有药品的一致性评价，及生化类现有药品的安全性试验等。基本上都是已经上市产品，目前看，没有特别重磅的在研产品。

— 08 —



收入交叉验证



根据我们的预测，乐观情况下，2019年到2021年的增速为16.1%、26%（受新冠影响）、22.2%。

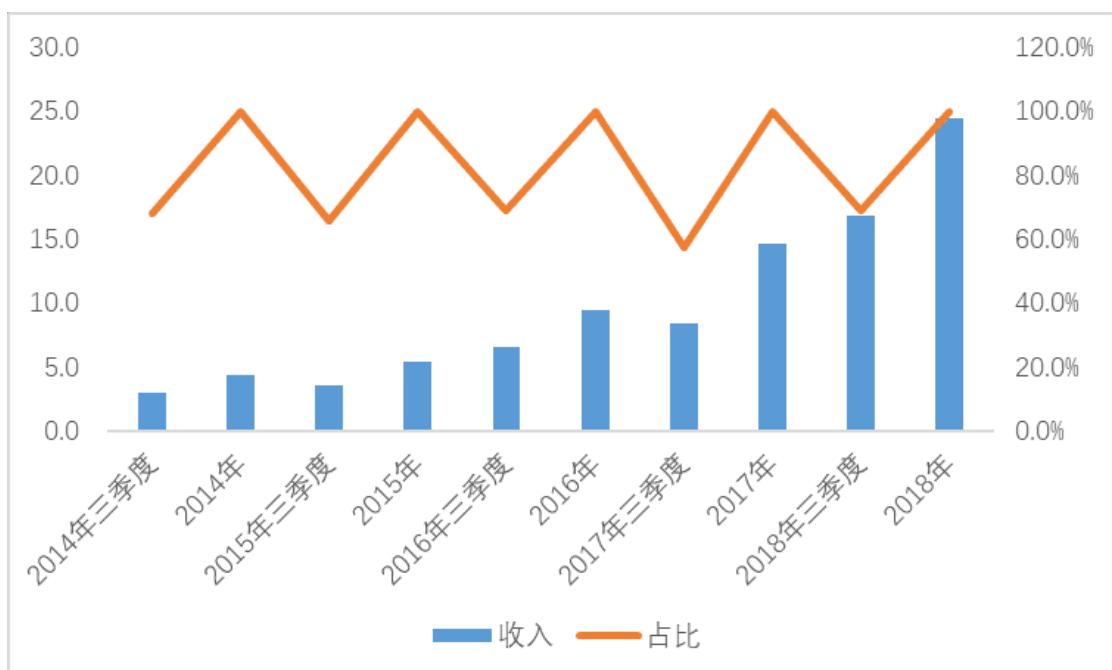
| | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总收入 | 24.50 | 28.44 | 35.83 | 43.80 | 47.61 | 51.57 | 55.62 | 59.66 | 63.58 | 67.29 | 70.69 |
| YOY | | 16.1% | 26.0% | 22.2% | 8.7% | 8.3% | 7.9% | 7.3% | 6.6% | 5.8% | 5.0% |

图：乐观收入预测 来源：并购优势

不过，值得注意的是，如果只用一种方法确定增速，可参考性较差。这里，我们再结合“季报反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：三季报反推——2014年到2018年，其三季报收入占全年总收入比值的均值为65.9%。

需要指出的是，由于其近几次收购业务多为下半年收购，所以前三季度收入占比可能偏小，通过这种方法预测出来的收入可能会偏高，如果把收购的年否去掉，占比约为68.6%。



图：三季报收入占比 来源：并购优势

由此，《并购优势》假设，如果无意外发生，参考68.6%的比例，可倒推出2019年年报预计收入约为30.6亿元，同比增速约25.01%，计算公式：2019年年报收入=2019年三季报收入（21.02亿元）÷68.6%=30.6亿元。

方法二：内生增速——采用预期增长率，采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。

其近五年平均分红率为24.2%，其近五年平均ROE约为14.6%，通过计算，得到内生增速为11.07%。

方法三：外部分析师给出的增速——外部分析师给出的一致性预期，2019年-2021年收入增速分别为21.35%、23.78%、19.92%。综上，从三季报反推收入增速来看，相比我们预测值高出较多，主要由于缺乏数据，我们对生化类产品预测相对比较保守，外部分析师给出的增速预测也和我们给出增速的预测有差异，主要是因为券商预期2019年会实现调浆，但实际

上 2019 年并未从丹霞调浆成功。所以，此处的具体情况，后续还需要作为调研点，做追踪。接下来，在财务建模中，我们必须仔细研究：每年的利润，到底怎么预估？

— 09 —

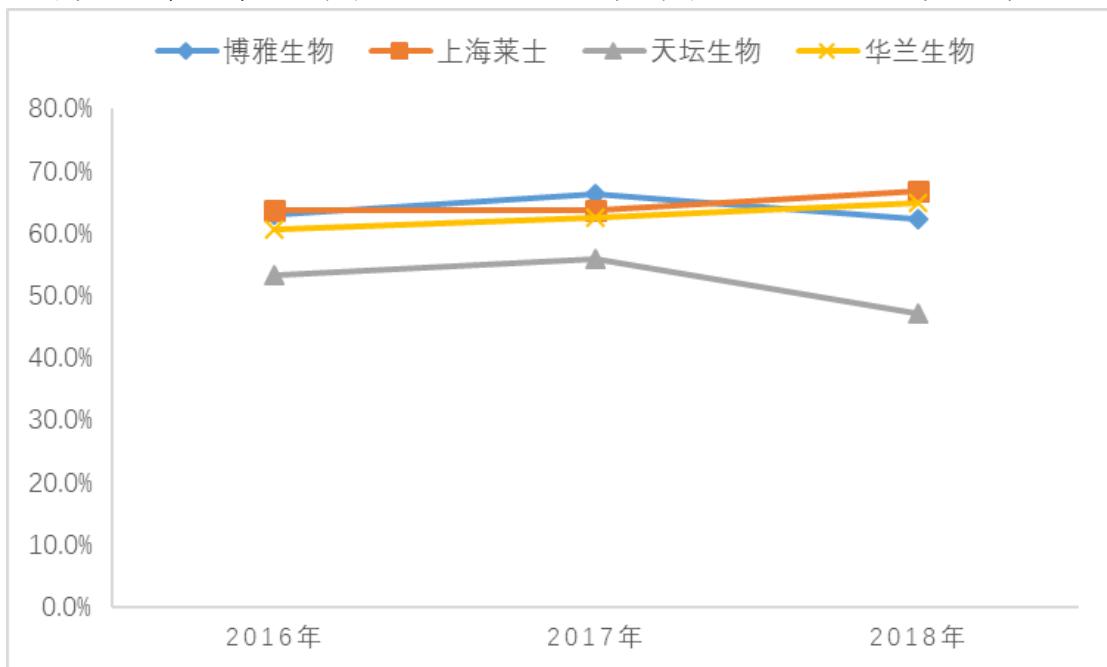


利润率，盈利能力



预测净利润首先要预测 EBITDA，我们将 EBITDA 率的预测拆分为三大块：成本、管理费用、销售费用。注意，上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

1) 先来看成本——从历史毛利率来看，2014 年到 2018 年，毛利率分别为 61.7%、64.1%、63.0%、66.4%、62.2%。2018 年，其收购了复大药业经销业务，其毛利率下降较明显，制药业务毛利都在 60%-70%，而其经销业务毛利率只有 15% 左右。2019 年前三季度为 60.7%，和去年同期（61.5%）相比，变化不大。对比同行来看，其毛利率处于行业平均水平。

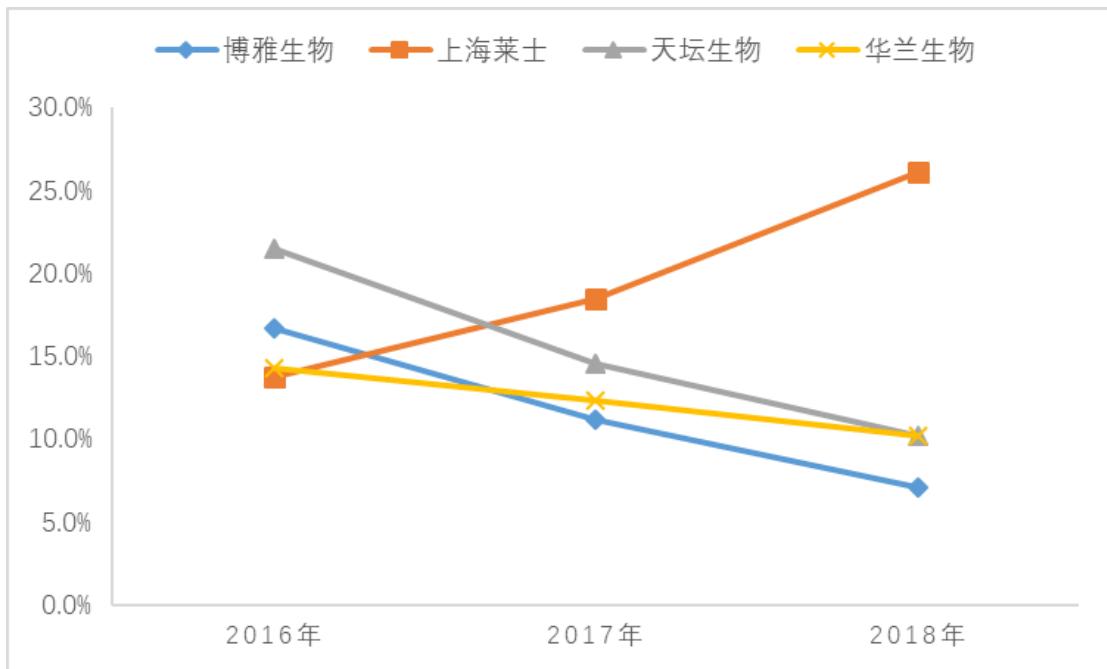


图：毛利率对比（单位：%）来源：并购优塾

同时，对于毛利率的预测，我们还要考虑到其收购丹霞生物血浆原料的影响。我们在收入预测中，乐观情况下假设其每年从丹霞收购 250 吨血浆，但是由于其采购血浆成本高于自采血浆成本，会造成其毛利率降低。毛利率降低多少，我们简单做个测算——如果每年从丹霞生物采购 250 吨血浆，目前占血浆比重为 35%，剩余自采血浆占比 65%，由于采购血浆毛利率大致为 40%，自采血浆毛利率大致为 70%，通过加权计算得到综合毛利率约为 60% ($35\% \times 40\% + 65\% \times 70\% = 60\%$)，从而造成其血液制品毛利下降 10% 左右。

同时，由于其血液制品收入占总收入比重在 30%左右，所以会造成整体毛利率降低 3%左右。随着其浆站增多，自采血浆占比加大，采购血浆对其毛利的影响逐渐变小，最后影响毛利约 2%。因此，对于毛利率的假设，在收入预测保守情况下，《并购优势》假设毛利率维持在 2018 年水平不变；对应收入预测乐观情况下，我们假设 2020 年开始毛利率会下降 3%，随后到 2028 年递减至下降 2%。

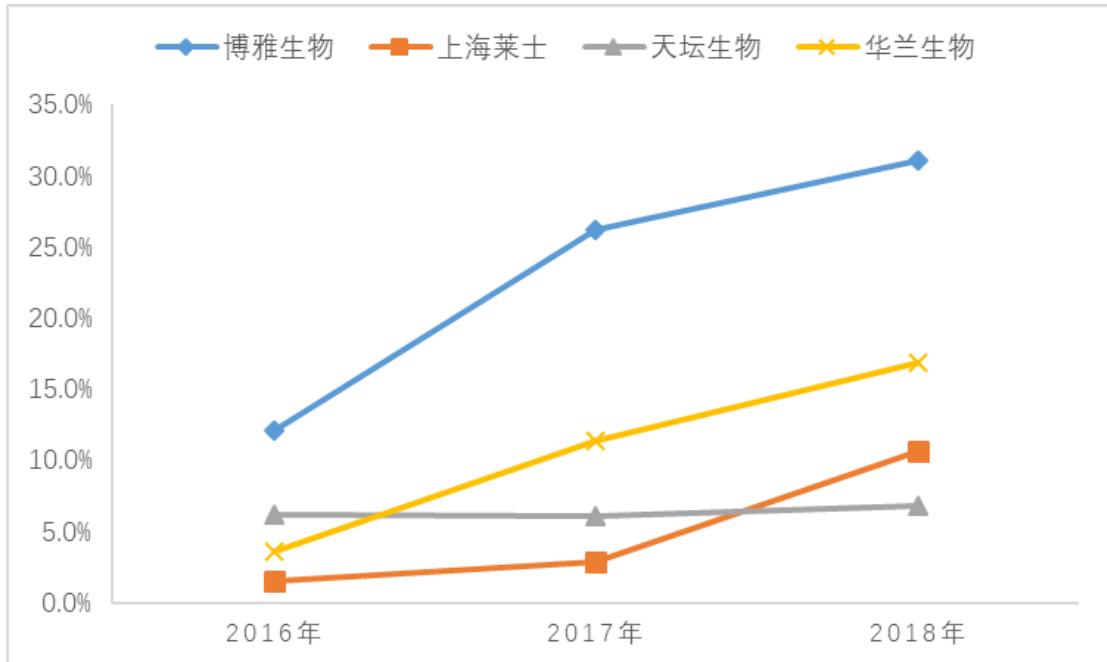
2) 管理费用——管理费用主要包括职工薪酬、办公费等，我们将其研发费用也一并计算到管理费用中。从历史管理费用占收入的比重来看(2014 年-2018 年分别为 17.7%、19.7%、16.5%、11.1%、7.1%)。2019 年三季度，其管理费用率为 8.4%，比去年同期(7.9%)相比，变化不大。对比国内同行来看，其管理费用率与国内同行相比，处于平均水平，而近几年管理费用率不断处于下降趋势，这可能是因为随着行业销售费用不断扩大，各企业压缩管理费用导致。考虑到规模效应带来的管理费用率下降，所以《并购优势》进行合理假设——在预测期内取 2018 年的管理费用率 7.1%。



图：管理费用率对比（单位：%）来源：并购优势

3) 销售费用——销售费用主要包括推广咨询费、职工薪酬等。从历史销售费用率来看(2014 年-2018 年分别为 14.6%、13.9%、12.0%、25.9%、30.8%)，其销售费用率近两年上升较快，主要由于两票制对其整个销售体系带来巨大的变革，在渠道出货不利的情况下，其自建销售团队面向终端医院。2019 年前三季度，其销售费用率为 32.5%，与去年同期(30.5%)相比继续上升。对比国内同行来看，销售费用率高低不一，但都在近一两年时间大规模增加了销售费用。综合来看，随着两票制改革的进行，短期内给血液制品销

售带来一定的压力，长期来看，对市场营销、渠道掌控方面要求的提升。鉴于其销售费用率还在持续上升阶段，因而，《并购优势》合理假设——取 2019 年前三季度销售费用率 32.5%。



图：销售费用率对比（单位：%） 来源：并购优势

综上涉及利润表的关键假设，汇总如下：

| 利润表 Income Statement | | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 本报告假设 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营业收入/主营业务收入 | | 34.47% | 32.41% | 33.47% | 31.28% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% |
| 营业成本/主营业务收入 | | 34.47% | 32.41% | 33.47% | 31.28% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% | 36.07% |
| 销售费用/主营业务收入 | | 14.61% | 13.81% | 11.93% | 25.57% | 30.41% | 32.50% | 31.44% | 32.50% | 32.50% | 32.50% | 32.50% | 32.50% | 32.50% | 32.50% | 32.50% |
| 管理费用/（研发费用+管理费用）/主营业务收入 | | 15.30% | 17.13% | 14.57% | 9.65% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% | 6.16% |
| 研发费用/主营业务收入 | | 0.08 | -0.23 | 0.01 | -0.08 | 0.00 | 0.00 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 财务费用/主营业务收入 | | 0.08 | 0.08 | 0.02 | 0.01 | 0.08 | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 所得税费用/主营业务收入 | | 14.23% | 20.14% | 15.30% | 16.24% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% | 18.47% |
| 少数股东损益 | | 0.09 | 0.18 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | | | | | | | | | | |

图：利润率预测来源：并购优势

至此，利润表已经基本构建完毕，但还有一个重要的科目未能预测，就是折旧和摊销。而要预判折旧摊销，必须先弄清楚一件事——本案的资本支出，情况到底如何？

— 10 —



资本支出，烧在哪里？



博雅生物的资本支出，主要用于厂房、生产线、血浆站的建设。2018 年投入的资本支出为 1.14 亿元，且主要用于固定资产投资。从资产结构来看，2018 年博雅生物的固定资产占总资产比重为 15.3%、在建工程占总资产的比重为 1.6%、长期待摊费用占总资产比重为 1.1%，无形资产（包含开发支出）占总资产比重为 4.6%。

| 项目 | 期末余额 | | | 期初余额 | | |
|---------------------|---------------|------|---------------|---------------|------|---------------|
| | 账面余额 | 减值准备 | 账面价值 | 账面余额 | 减值准备 | 账面价值 |
| 西他沙星项目 | 14,000,000.00 | | 14,000,000.00 | 14,000,000.00 | | 14,000,000.00 |
| 博雅欣和医药产业项目 | 26,156,926.24 | | 26,156,926.24 | 25,933,428.48 | | 25,933,428.48 |
| 凝血因子类产品 产品生产研发大楼 | 4,659,895.56 | | 4,659,895.56 | 3,338,998.76 | | 3,338,998.76 |
| 千吨血液制品智能工厂建设项目 | 17,198,038.48 | | 17,198,038.48 | 13,089,828.37 | | 13,089,828.37 |
| 单采血浆站管理平台 | 770,179.98 | | 770,179.98 | 4,600,000.00 | | 4,600,000.00 |
| 信丰浆站建设项 目 | 1,656,707.32 | | 1,656,707.32 | | | |
| 都昌浆站建设项 目 | 608,443.42 | | 608,443.42 | 229,783.00 | | 229,783.00 |
| 新百车间改造扩 建 | 1,231,831.17 | | 1,231,831.17 | 3,935,611.37 | | 3,935,611.37 |
| 零星工程 | 9,335,477.58 | | 9,335,477.58 | 5,011,270.00 | | 5,011,270.00 |
| 崇仁浆站建设项 目 | 10,613,844.16 | | 10,613,844.16 | 9,160,386.44 | | 9,160,386.44 |
| 合计 | 86,231,343.91 | | 86,231,343.91 | 79,299,306.42 | | 79,299,306.42 |

图：在建工程 来源：公司年报

从在建工程情况来看，其在建的项目大多为生产基地、血站等。整体看，博雅生物每年资本支出较高，主要是由于其并购较多，且近几次收购并表都是在11月份和12月份，这样会导致我们在预测时，资本支出占收入项的比例偏高，所以，我们对资本支出表进行了适当调整：在发生并购的2015年和2017年，数据会失真，所以我们都采用了当年资本项/下一年收入，比如：2015年新增固定资产占收入比重，我们的计算公式为，2015年新增固定资产/2016年收入。

综上，《并购优势》对资本支出做出合理假设：

- 1) 近三年，其固定资产投入比较稳定，短期内来看，其产能可以满足其生产需求，所以我们假设固定资产投入占营业收入比重，维持在近三年平均水平3.37%。
- 2) 近几年，其在建工程主要是子公司博雅欣和的产业园项目，目前该产业园已经基本完成，预计以后新增在建工程会维持在2014年和2018年两年的平均水平8.7%（剔除2015-2017年建设产业园项目）。
- 3) 在建工程转固，一个浆站建设期大致在3年左右，我们假设其在建工程每年转固33%。

- 4) 折旧分为已存固定资产折旧和新增固定资产折旧，我们假设已存固定资产折旧每年按折旧率 6%下降，新增固定资产折旧按直线折旧法，折旧年限为十五年，残值率为 5%。
- 5) 由于其无形资产较少，因此，假设新增无形资产占营业收入比重保持在近三年平均值 2.72%，无形资产摊销/期初无形资产比例取近三年历史均值 4.14%。
- 6) 由于其长期待摊费用较低，因此取近三年均值水平，占营业收入比重为 1.36%，长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用，取三年平均水平 18.75%。

| 优势-博雅生物 | | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------------|--|---------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 在建资产&固定资产 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 单位：亿元人民币（特别类项目除外） | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 本期假设 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 新收入的固定资产/主营业务收入 | | 受2018年汇率影响，新增固定资产较多。因此，假设 | 2.97% | 15.84% | 3.36% | 1.18% | 5.55% | 3.37% | 3.37% | 3.37% | 3.37% | 3.37% | 3.37% | 3.37% | 3.37% | 3.37% |
| 在建工程1：维护性资本支出/上年固定资产净值 | | 受2018年汇率影响，新增固定资产较多。因此，假设 | 5.14% | 37.58% | 48.14% | 48.34% | 12.39% | 6.74% | 6.74% | 6.74% | 6.74% | 6.74% | 6.74% | 6.74% | 6.74% | 6.74% |
| 在建工程2：新建或改建工程 | | 无 | | | | | 0.00% | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 在建工程资本化/上年在建工程 | | 无 | 0.00% | 31.63% | 16.22% | 2.77% | 90.43% | 33.00% | 33.00% | 33.00% | 33.00% | 33.00% | 33.00% | 33.00% | 33.00% | 33.00% |
| 已经营资产折旧 | | 无 | 0.34 | 0.27 | 0.40 | 0.41 | 0.50 | 0.41 | 0.44 | 0.41 | 0.38 | 0.34 | 0.32 | 0.30 | 0.28 | 0.26 |
| 无形资产摊销/主营业务收入 | | 受2018年汇率影响，新增固定资产较多。因此，假设 | 0.68% | 7.92% | 1.27% | 2.04% | 3.47% | 2.26% | 2.26% | 2.26% | 2.26% | 2.26% | 2.26% | 2.26% | 2.26% | 2.26% |
| 无形资产摊销/期初无形资产 | | 受2018年汇率影响，新增固定资产较多。因此，假设 | 0.09% | 1.91% | 4.76% | 3.18% | 4.46% | 4.14% | 4.14% | 4.14% | 4.14% | 4.14% | 4.14% | 4.14% | 4.14% | 4.14% |
| 长期待摊费用/期初长期待摊费用 | | 无 | 0.91% | 2.22% | 2.44% | 1.35% | 0.08% | 1.36% | 1.36% | 1.36% | 1.36% | 1.36% | 1.36% | 1.36% | 1.36% | 1.36% |
| 长期待摊费用/期末长期待摊费用 | | 无 | #DIV/0! | 14.29% | 28.57% | 12.31% | 15.38% | 18.75% | 18.75% | 18.75% | 18.75% | 18.75% | 18.75% | 18.75% | 18.75% | 18.75% |

图：资本支出预测 来源：并购优势

研究至此，资本支出、折旧摊销预测完毕，我们再来看自由现金流计算的另一大变量——本案的营运资本，以及在产业链上的话语权，到底是怎样的？

— 11 —

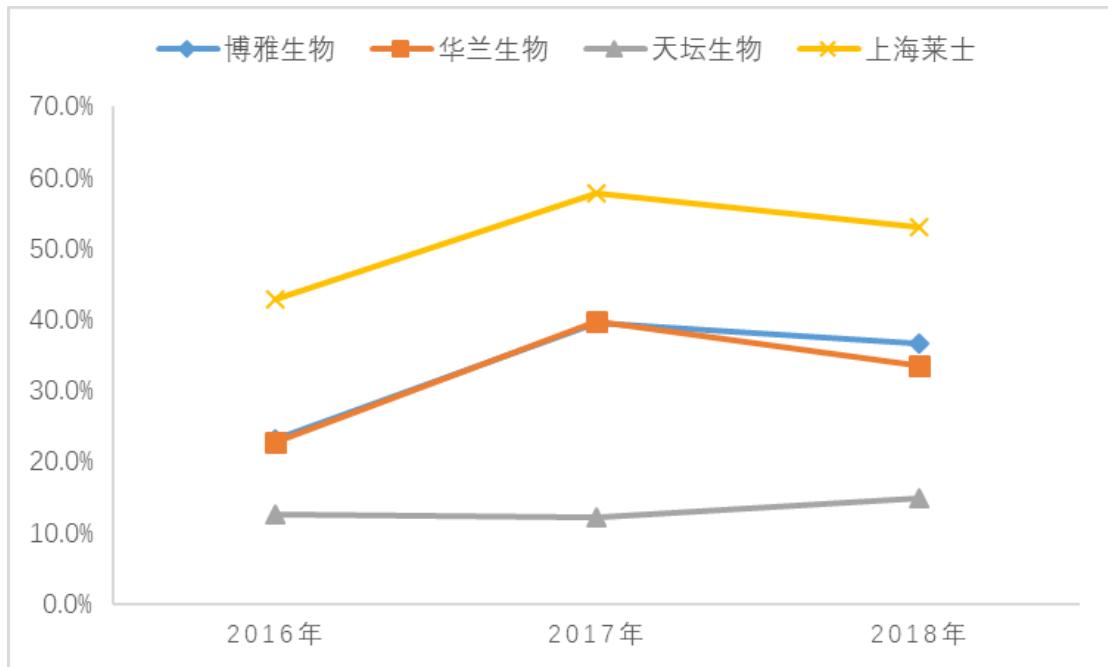


上下游话语权，究竟如何？



营运资本情况，我们分别来看： 对下游话语权——主要看应收票据及应收账款、预收账款。 营运资本情况，我们分别来看：

- 1) 对下游话语权——主要看应收票据及应收账款、预收账款。从历史数据来看，其应收款项占收入的比重在 2017 年有大幅的上涨，达到了 39.49%。而此次上涨，主要是受“两票制”影响。

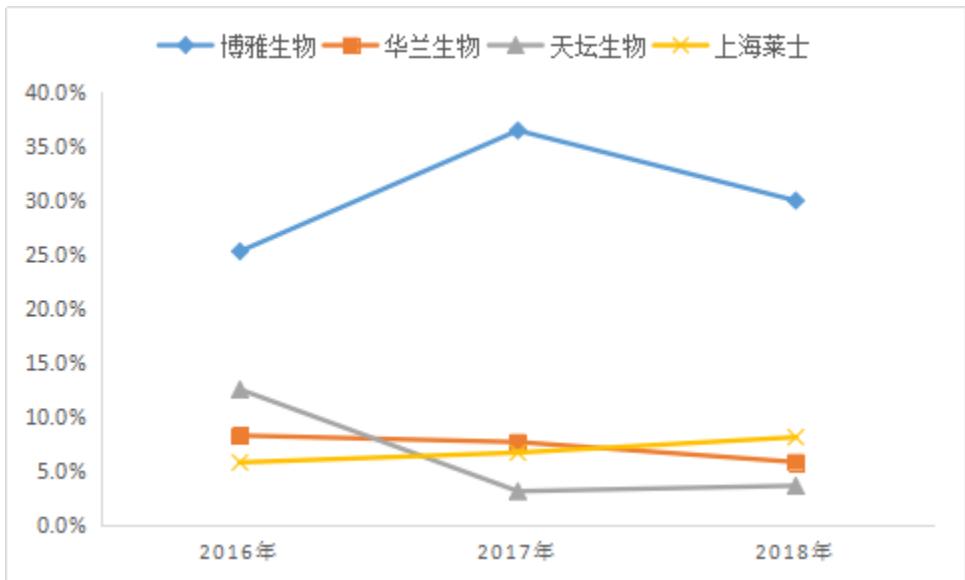


图：应收账款占收入比重（单位：%） 来源：并购优势

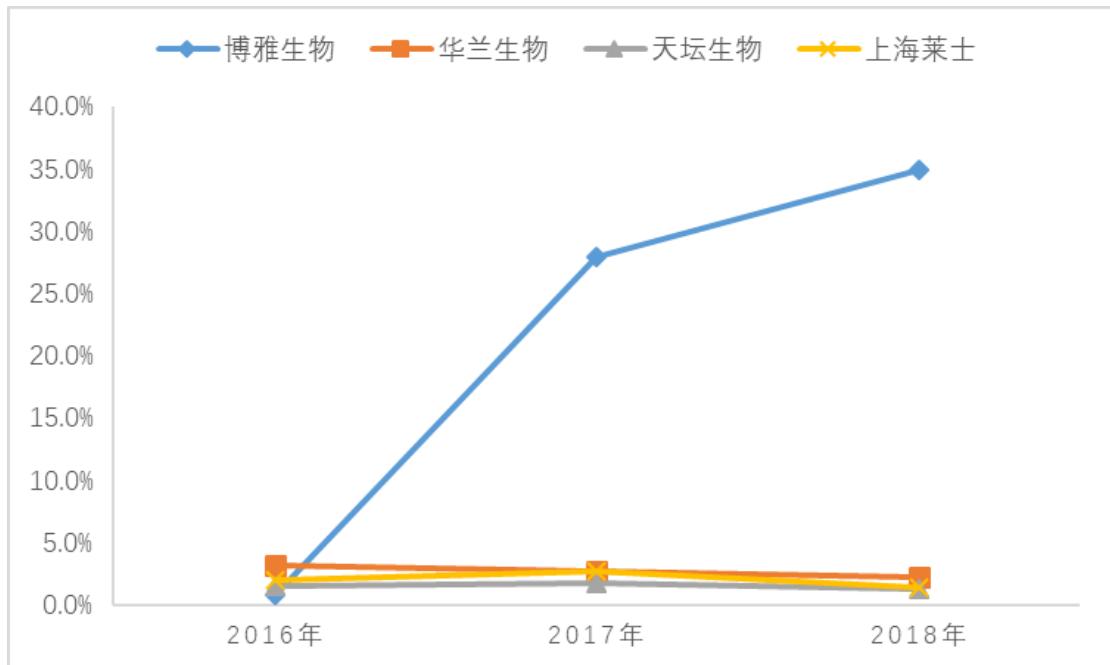
2017 年，随着两票制推行，使得未来可能不再有销售资质的小型经销商加紧出货，这样一来就会冲击血制品厂商的销售。随着销售压力增大，血制品企业则会给予经销商一定账期，从而造成其应收款项快速上涨。而这一现象，随着“两票制”的影响逐渐被消化，也逐渐出现缓解。从整个行业 2018 年的现金流情况也能看出，从 2018 年开始现金流情况大幅好转，说明渠道去库存已经基本完成。

未来，在血制品供给继续紧张的情况下，应收款项占比会下降。但是，由于其开始自建销售团队，加之其收购的血制品经销业务，其下游将逐渐变为医院，话语权将很难恢复到 2015 年的水平。从其 2019 年三季度应收账款情况来看，其应收款项占收入比重 33.5% 和去年同期 33.4% 相差不大，说明其在自建销售团队且加入经销商模式后，应收账款占收入的比重已经相对稳定。综合以上逻辑，《并购优势》假设应收账款水平维持在 2018 年不变。预收款项方面占比较小。我们假设维持近三年平均水平。

2) 对上游话语权——主要看应付账款、预付账款。博雅生物的应付账款主要是应支付的工程款项和设备款项。对比行业来看，博雅生物的应付占成本比重较大，主要由于是其一系列的并购后，并购来的子公司应付款项相对较高，不过其并未披露详细的应付账款明细。2019 年三季度，其应付款项占成本的比重 45.9% 较上年同期（33.8%）有较大幅度的提升，不过其并未披露详细原因，《并购优势》假设维持近三年平均水平。



图：应付账款占成本的比重（单位：%） 来源：并购优势



图：预付账款占成本的比重（单位：%） 来源：并购优势

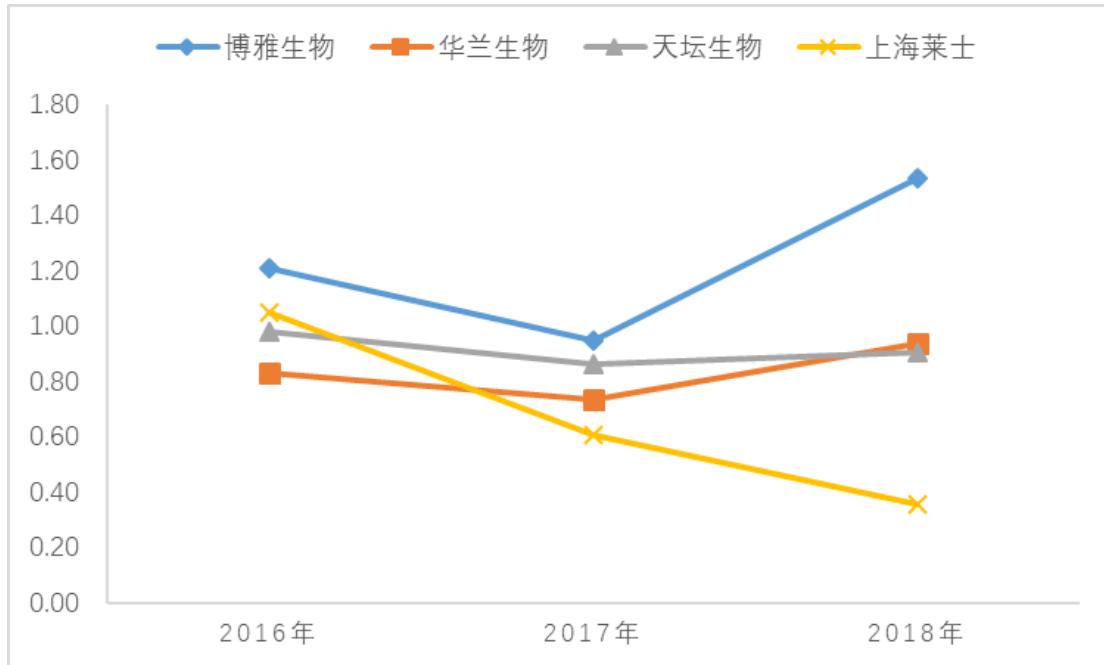
再来看预付款项，其预付款项较高，主要是由于其收购丹霞生物的血浆而预付的货款所致。

注意：其账面上共有预付血浆款 5.06 亿元，占收购价总金额的 61.3%。（根据上文，2017 年收购协议是在 2019 年新协议执行后失效的，执行后比 2017 年协议又加了一部分预付款，预付款从 3.1 亿元变成 5.06 亿元）

如果后期其能够一直收购丹霞生物的血浆，那么其预付款项就会维持在高位，《并购优势》假设其预付款维持在近两年平均水平。

看完了话语权，我们再来看它的营运效率到底如何——存货周转率。从历史数据来看，2017 年其存货周转率有大幅下降，主要是由于 2017 年两票制导致的，和应收账款逻辑类似。不

过 2018 年，其存货周转率又重新回升，2019 年前三季度其存货周转率为 1.27 次，相比去年同期（1.1 次）进一步提升，说明其库存消耗加快，下游需求旺盛。



图：存货周转率 来源：并购优势

所以，我们假设其已经度过了两票制带来的库存积压期，存货周转率维持在 2018 年水平。

| 项目 | 预测数据 (Predictions) | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|--------------------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2014E | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | | | | | | | | | | | | |
| 营业收入/主营业务收入 | 18.49% | 21.73% | 23.23% | 39.49% | 36.68% | 36.68% | 36.68% | 36.68% | 36.68% | 36.68% | 36.68% | 36.68% |
| 应付账款/主营业务成本 | 0.66% | 2.27% | 0.95% | 29.95% | 36.65% | 33.31% | 33.31% | 33.31% | 33.31% | 33.31% | 33.31% | 33.31% |
| 存货/主营业务成本 | 84.77% | 121.55% | 91.17% | 113.35% | 68.33% | 68.33% | 68.33% | 68.33% | 68.33% | 68.33% | 68.33% | 68.33% |
| 其他应收款/营业收入 | 0.23% | 0.37% | 0.32% | 0.45% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% |
| 资本支出 | | | | | | | | | | | | |
| 应付账款/主营业务成本 | 8.61% | 60.80% | 27.76% | 39.17% | 31.45% | 32.79% | 32.79% | 32.79% | 32.79% | 32.79% | 32.79% | 32.79% |
| 预收款项/主营业务收入 | 2.97% | 2.03% | 2.01% | 1.94% | 0.94% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% | 1.62% |
| 其他运营活动的现金/营业收入 | 13.93% | 18.97% | 14.99% | 29.64% | 14.28% | 15.50% | 15.50% | 15.50% | 15.50% | 15.50% | 15.50% | 15.50% |
| 归属于母公司股东的分红/上一年归属于母公司股东的净利润 | 19.99% | 18.75% | 23.24% | 25.43% | 7.34% | 18.87% | 18.87% | 18.87% | 18.87% | 18.87% | 18.87% | 18.87% |
| 总资产/净资产的占比 | | | | | | | | | | | | |

图：资本支出预测 来源：并购优势

以上，关于估值建模的绝大多数假设都已完成，我们进入报告极为重要的部分——估值建模，到底如何测算？

— 12 —



建模，如何操作？



在进行建模之前，我们先总结以下本案的基本面：

1、增速（分析天花板）： 血制品行业属于资源型行业，具有很强的政策壁垒，但其增长也受到限制，长期来看这个赛道增长比较确定；非血液制品主要是靠并购，但是目前收购的几个标的还没有出现资质较好的企业。

2、收入驱动力： 短期受新冠影响，产品销售旺盛，且由于产品供不应求，未来提价可能性较大，长期驱动力还是要看采浆量的增加和并购驱动。

3、回报分析： 2016 年-2018 年，其剔除现金 ROIC 分别为 20.0%、17.8%、18.5%。

4、核心护城河： 血浆站属于稀缺性资源，目前在该行业的企业都是有牌照的且监管不再发放，所以牌照是其核心护城河。

5、竞争格局： 梳理全球各大血制品行业龙头，其背后的核心驱动力就是并购，不过其多元化竞争模式不同于传统的血制品行业。

6、风险因素： 浆站及采浆量不及预期；收购丹霞生物血浆失败；并购后遗症（如：收购企业业绩下滑、商誉较高，商誉 6.6 亿元，占净资产比重 17.6%）；大股东资本运作能力下滑，可能造成其增长放缓；另外，研发投入不及同行（研发费用率 3.2%）。

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告关键的部分——财务模型构建、财务报表配平、自由现金流预测、数据建模计算、以及 EXCEL 建模表格………

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科技版报告库，

以金山办公、九号智能、埃夫特为例，

估值建模部分，样图如下：

以金山办公为例，经配平后的资产负债表预测样图：

| 金山办公 | | 资产负债表 Balance Sheet | | | | | | | | | |
|--------------------|--|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 亿元人民币 (特殊说明除外) | | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 本表假设 | | | | | | | | | | | |
| 非核心资产 (流动) | | | | | | | 10.48 | 10.48 | 10.48 | 10.48 | 10.48 |
| 非核心资产 (非流动) | | | | | | | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 0.09 |
| 其他长期经营性资产 | | | | | | | 0.34 | 0.34 | 0.34 | 0.34 | 0.34 |
| 长期经营性负债 | | | | | | | 0.16 | 0.16 | 0.16 | 0.16 | 0.16 |
| 货币资金 | | 0.65 | 1.37 | 3.15 | 1.66 | 1.87 | 3.86 | 8.41 | 10.91 | 13.91 | |
| 应收款项 | | 0.68 | 1.36 | 1.55 | 1.76 | 2.27 | 2.84 | 3.42 | 4.07 | 4.81 | |
| 应付款项 | | 0.03 | 0.01 | 0.11 | 0.04 | 0.06 | 0.01 | 0.11 | 0.13 | 0.15 | |
| 存货 | | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 0.02 | 0.03 | 0.03 | |
| 其他经营性流动资产 | | 1.00 | 0.49 | 0.21 | 0.15 | 0.21 | 0.28 | 0.34 | 0.41 | 0.48 | |
| 非核心资产 (流动) | | 1.83 | 2.05 | 3.86 | 8.49 | 10.48 | 10.48 | 10.48 | 10.48 | 10.48 | |
| 流动资产合计 | | 4.20 | 5.29 | 8.89 | 12.11 | 14.90 | 17.47 | 22.78 | 26.02 | 29.86 | |

以九号智能为例，现金流量表预测样图：

| 九号智能 | | 现金流量表 Cash Flow Statement | | | | | |
|--------------------|--|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (单位为亿元人民币, 特殊说明除外) | | 2016 A | 2017 A | 2018 A | 2019 E | 2020 E | 2021 E |
| 经营活动现金流 | | | | | | | |
| 净利润 | | | | | 7.7 | 10.2 | 12.1 |
| 折旧 | | | | | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 摊销 | | | | | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 财务费用 | | | | | 1.2 | 0.9 | 0.6 |
| (非经常性或非经营性损益) | | | | | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 经营营运资金减少 | | | | | -1.0 | -1.4 | -1.3 |
| 长期经营性负债增加 | | | | | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 经营活动现金流 | | | | | 8.5 | 10.5 | 12.1 |

以埃夫特为例，利润表预测样图：

| 埃夫特 | | 利润表 Income Statement | | | | | | |
|--------------------|--|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 亿元人民币 (特殊说明除外) | | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 本表假设 | | | | | | | | |
| 其他收入 | | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 主营业务收入 | | 82.74% | 87.47% | 85.54% | 77.00% | 77.00% | 77.00% | 77.00% |
| 税金及附加/主营业务收入 | | 0.79% | 0.64% | 0.46% | 0.46% | 0.46% | 0.46% | 0.46% |
| 销售费用/主营业务收入 | | 5.36% | 5.63% | 4.57% | 5.18% | 5.18% | 5.18% | 5.18% |
| 管理费用/主营业务收入 | | 11.31% | 11.89% | 11.04% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 研发费用/主营业务收入 | | 6.94% | 6.52% | 5.18% | 5.18% | 5.18% | 5.18% | 5.18% |
| 其他经营性损益 | | 0.29 | 0.47 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | 0.55 | 0.55 |
| 非经常性损益 | | -0.18 | 0.47 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 所得税率 | | -10.64% | 0.00% | 28.57% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 少数股东损益 | | (0.01) | (0.09) | (0.03) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 主营业务收入 | | 5.04 | 7.82 | 13.14 | 16.25 | 20.31 | 25.39 | 31.74 |
| 其他收入 | | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总收入 | | 5.04 | 7.82 | 13.14 | 16.25 | 20.31 | 25.39 | 31.74 |

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅

仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把**估值建模、财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品二：科技版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

购买后获取建模表与发票，请添加工作人员微信：ys_dsj

— 13 —

除了这个案例， 你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人员职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将近5年来关于研究体系的思考历程，近3年来的数百家上市公司研究案例，以及精选的数百篇优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。