

## 业绩符合预期，公司步入稳健成长期

### 投资要点

- **事件:** 2020年一季度，公司实现营收1.9亿元，同比增长12.2%；归母净利润3168万元，同比增长17.4%；扣非归母净利润3145万元，同比增长22.6%。
- **业绩符合预期，盈利能力显著提升。** 2019年，随着公司经营效率不断提升，带动公司吨浆收入显著提升，从吨浆收入和利润来看，我们预计2019年公司吨浆收入达到205万元/吨（对应采浆量），相比于2016-18年平均179万元/吨显著提高；2019年公司吨浆利润达到42万元/吨（对应采浆量），相比于2016-18年平均45万元/吨略有下滑，预计主要与研发费用投入加大有关，2019年公司研发费用率为4.9%，相比于2018年提升1.4个百分点。2020Q1，公司主要产品批签发显著提升，分产品批签发来看：1) 白蛋白：批签发约34.7万瓶（换算成10g/瓶），同比增长约26%；2) 静丙批签发约22.2万瓶（换算成2.5g/瓶），在去年同期低基数基础上同比增长约93%。
- **新产品拓展稳步进行，未来有望成为公司重要增长点。** 员工持股计划提升积极性，公司经营活力逐步释放。2019年7月，公司公布员工持股计划，参与对象为包括董监高在内150人，截止2020年1月，员工持股计划累计买入公司39万股，成交金额2013万元。公司的人纤维蛋白原已取得上市许可，人凝血酶原复合物完成III期临床研究，人凝血因子VIII项目已启动III期临床，冻干人用狂犬病疫苗已进行药审中心的临床前沟通会，随着新产品研发进展不断推进，上市后有望带动公司增长加速。
- **盈利预测与评级:** 预计2020-2022年EPS分别为1.94元、2.35元和2.80元，对应估值分别为37倍、31倍和26倍。参考可比公司2020年平均估值约44倍，考虑到公司在研产品不断推进，盈利能力不断提升，给与公司2020年业绩45倍PE，对应目标价87.30元，上调为“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险；血制品放量不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	821.47	995.48	1199.56	1426.20
增长率	19.41%	21.18%	20.50%	18.89%
归属母公司净利润(亿元)	171.34	209.63	254.06	302.73
增长率	9.39%	22.34%	21.19%	19.16%
每股收益EPS(元)	1.59	1.94	2.35	2.80
净资产收益率ROE	11.81%	12.89%	13.82%	14.49%
PE	46	37	31	26
PB	5.41	4.82	4.27	3.75

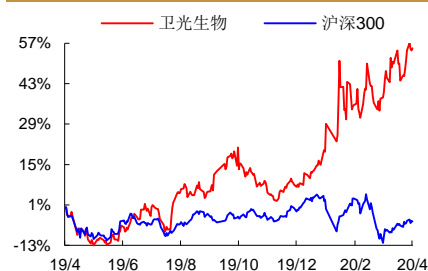
数据来源: Wind, 西南证券

### 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: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳  
 执业证号: S1250520030002  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: duxy@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)	1.08
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	40.84-73.31
总市值(亿元)	117.45
总资产(亿元)	18.52
每股净资产(元)	13.70

### 相关研究

1. 卫光生物(002880): 业绩符合预期, 公司经营活力不断释放 (2020-04-15)

## 盈利预测与估值

### 核心假设：

1) 预计 2020-2022 年，公司白蛋白销量增速分别为 17%、16%和 15%，毛利率分别为 33%、33%和 33%。

2) 预计 2020-2022 年，公司静丙销量增速分别为 29%、28%和 25%，毛利率维持在 33%。

3) 预计 2020-2022 年，公司狂犬病人免疫球蛋白销量增速分别为 15%、13%和 10%，毛利率维持在 63%。

4) 预计 2020-2022 年，公司破伤风人免疫球蛋白销量增速分别为 10%、10%和 10%，毛利率维持在 71%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	821.5	995.5	1199.6	1426.2
	增速	19.4%	21.2%	20.5%	18.9%
	毛利率	38.4%	38.1%	38.0%	37.6%
人血白蛋白	收入	343.0	401.3	465.5	535.3
	增速	10%	17.0%	16.0%	15.0%
	毛利率	33%	33.1%	33.1%	33.1%
静注人免疫球蛋白	收入	306.1	394.9	505.5	631.9
	增速	33%	29.0%	28.0%	25.0%
	毛利率	33%	33.5%	33.5%	33.5%
狂犬病人免疫球蛋白	收入	88.3	101.6	114.8	126.3
	增速	9%	15.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	63%	63.5%	63.5%	63.5%
破伤风人免疫球蛋白	收入	31.3	34.5	37.9	41.7
	增速	-9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	71%	71.3%	71.3%	71.3%
其他	收入	52.7	63.2	75.9	91.1
	增速	68%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	40%	39.6%	42.9%	40.7%

数据来源：西南证券

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002007.SZ	华兰生物	662.52	12.83	16.78	19.72	51.62	39.47	33.59
000403.SZ	双林生物	97.39	1.64	2.58	3.52	59.53	37.74	27.69
600161.SH	天坛生物	386.58	6.11	7.40	8.90	63.26	52.24	43.46
平均值						59.61	44.22	36.09

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 4 月 23 日），西南证券整理。

参考可比公司 2020 年平均估值约 44 倍，考虑到公司在研产品不断推进，盈利能力不断提升，给与公司 2020 年业绩 45 倍 PE，对应目标价 87.30 元，上调为“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	821.47	995.48	1199.56	1426.20	净利润	171.15	209.39	253.77	302.38
营业成本	506.13	616.29	743.69	890.43	折旧与摊销	39.79	32.01	32.01	32.01
营业税金及附加	6.32	8.27	9.81	11.61	财务费用	-0.98	-1.08	-1.41	-1.73
销售费用	24.02	29.86	35.99	42.79	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	53.11	97.56	113.96	128.36	经营营运资本变动	-16.41	-91.45	-150.74	-168.36
财务费用	-0.98	-1.08	-1.41	-1.73	其他	-7.84	-27.08	-30.92	-30.03
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>185.70</b>	<b>121.78</b>	<b>102.71</b>	<b>134.27</b>
投资收益	0.00	30.00	30.00	30.00	资本支出	-25.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-75.41	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-100.64</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>	<b>30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>199.14</b>	<b>274.58</b>	<b>327.52</b>	<b>384.74</b>	短期借款	-5.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.85	-28.23	-28.96	-29.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>198.29</b>	<b>246.34</b>	<b>298.55</b>	<b>355.75</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	27.14	36.95	44.78	53.36	支付股利	-32.40	-34.27	-41.93	-50.81
净利润	171.15	209.39	253.77	302.38	其他	-2.94	1.08	1.41	1.73
少数股东损益	-0.19	-0.24	-0.29	-0.34	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-40.34</b>	<b>-33.19</b>	<b>-40.52</b>	<b>-49.08</b>
归属母公司股东净利润	171.34	209.63	254.06	302.73	<b>现金流量净额</b>	<b>44.72</b>	<b>118.59</b>	<b>92.19</b>	<b>115.19</b>
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	304.61	423.20	515.39	630.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	235.82	251.55	310.91	373.46	销售收入增长率	19.41%	21.18%	20.50%	18.89%
存货	467.72	566.60	685.26	820.88	营业利润增长率	9.42%	37.88%	19.28%	17.47%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	9.27%	22.34%	21.19%	19.16%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.59%	28.39%	17.22%	15.89%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	447.87	425.36	402.85	380.34	毛利率	38.39%	38.09%	38.00%	37.57%
无形资产和开发支出	112.66	103.17	93.67	84.17	三费率	9.27%	12.69%	12.38%	11.88%
其他非流动资产	16.71	16.71	16.71	16.71	净利率	20.83%	21.03%	21.16%	21.20%
<b>资产总计</b>	<b>1585.40</b>	<b>1786.59</b>	<b>2024.79</b>	<b>2306.15</b>	ROE	11.81%	12.89%	13.82%	14.49%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.80%	11.72%	12.53%	13.11%
应付和预收款项	80.65	101.84	122.55	145.84	ROIC	14.57%	18.65%	20.48%	21.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.97%	30.69%	29.85%	29.10%
其他负债	55.99	60.87	66.51	73.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>136.64</b>	<b>162.71</b>	<b>189.06</b>	<b>218.85</b>	总资产周转率	0.54	0.59	0.63	0.66
股本	108.00	108.00	108.00	108.00	固定资产周转率	3.86	5.14	7.01	9.60
资本公积	639.30	639.30	639.30	639.30	应收账款周转率	8.20	7.66	8.36	8.04
留存收益	700.65	876.01	1088.14	1340.05	存货周转率	1.04	1.19	1.18	1.18
归属母公司股东权益	1447.95	1623.31	1835.44	2087.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.73%	—	—	—
少数股东权益	0.81	0.57	0.29	-0.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1448.76</b>	<b>1623.88</b>	<b>1835.73</b>	<b>2087.30</b>	资产负债率	8.62%	9.11%	9.34%	9.49%
负债和股东权益合计	1585.40	1786.59	2024.79	2306.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.78	9.61	9.72	9.85
					速动比率	5.24	5.23	5.31	5.42
					股利支付率	18.91%	16.35%	16.50%	16.78%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.59	1.94	2.35	2.80
					每股净资产	13.41	15.03	16.99	19.33
					每股经营现金	1.72	1.13	0.95	1.24
					每股股利	0.30	0.32	0.39	0.47
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	237.95	305.50	358.12	415.02					
PE	45.70	37.35	30.82	25.86					
PB	5.41	4.82	4.27	3.75					
PS	9.53	7.87	6.53	5.49					
EV/EBITDA	31.56	24.19	20.38	17.31					
股息率	0.41%	0.44%	0.54%	0.65%					

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  
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@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
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@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