

业绩短期有所波动，血制品景气度有望提升

——博雅生物 19 年报&20Q1 点评

事件：

2020年4月27日，公司公告2019年年报：报告期内实现营收29.09亿元，同比增长18.66%，归母净利润4.26亿元，同比下降9.17%，扣非后归母净利润4.09亿元，同比下降7.87%。

2020年4月27日，公司公告2020年一季报：报告期内实现营收6.51亿元，同比下降0.11%，归母净利润0.96亿元，同比增长7.51%，扣非后归母净利润0.88亿元，同比增长7.42%。

国元观点：

● 财务状况较为稳定，血浆预付款拖累现金流

2019年公司整体毛利率为61.34%(-0.84pct)，较为平稳，销售费用率为33.10%(+2.32pct)，系公司大力进行销售推广所致，管理费用率为6.09%(+0.81pct)，研发费用率为3.19%(+1.35pct)，控制较为良好。经营性现金流净额为-1.14亿元，较上年同期减少428.09%，主要系购买原材料、预付博雅(广东)原料血浆采购款(2019年预付约5亿)及支付市场服务费增加所致。20年一季度受疫情影响，毛利率为56.36%(-3.65pct)，系血浆成本提升所致，销售费用率为26.86%(-4.07pct)，系疫情下差旅费减少所致，管理费用率、研发费用率控制较为稳健。

● 血制品板块为业绩主要贡献者，供给端收紧有望进入提价期

2019年血制品板块实现营收10.34亿(+14.46%)，占比达35.56%，净利润2.84亿(-13.19%)，系研发费用、销售费用等期间费用同比增长幅较大导致，血制品板块占归属上市公司净利润的66.71%。公司目前拥有浆站12个，2019年实现采浆372吨，同比增长6.29%，19年全国实现采浆量9100吨，增速为5.81%，公司增速略高于行业水平，20年受疫情影响预计采浆量会有所放缓，2019年公司主力产品白蛋白、静丙的批签发有所下滑，但狂免维持高增速。随着供给端的收紧，出厂价可能有望进入提价预期。

● 投资建议与盈利预测

考虑疫情影响采浆量波动及罗益事件，我们微调盈利预测，预计公司20-22年营业收入分别为32.69/38.64/46.85亿元，同比增长12.40%/18.19%/21.23%，归母净利润4.71/5.33/6.21亿元，同比增10.60%/13.22%/16.39%，微调EPS为1.09(-0.32)/1.23(-0.28)/1.43元/股，对应PE29/26/22倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

采浆不及预期，疫情影响超过预期，产品质量安全风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2451.30	2908.77	3269.36	3864.13	4684.64
收入同比(%)	67.84	18.66	12.40	18.19	21.23
归母净利润(百万元)	469.17	426.15	471.30	533.59	621.06
归母净利润同比(%)	31.57	-9.17	10.60	13.22	16.39
ROE(%)	12.66	10.89	10.28	10.50	10.92
每股收益(元)	1.08	0.98	1.09	1.23	1.43
市盈率(P/E)	29.00	31.93	28.87	25.50	21.91

资料来源：Wind,国元证券研究中心

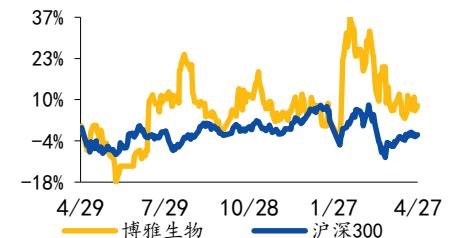
买入|维持

当前价： 31.75 元

基本数据

52周最高/最低价(元):	40.38 / 24.43
A股流通股(百万股):	433.32
A股总股本(百万股):	433.32
流通市值(百万元):	13758.06
总市值(百万元):	13758.06

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《国元证券公司研究-博雅生物(300294)事件点评：收购罗益顺利进行，血制品+疫苗双轮驱动》2019.12.25
- 《国元证券公司研究-博雅生物(300294)2019Q3点评：业绩略低于预期，看好长期发展》2019.10.25

报告作者

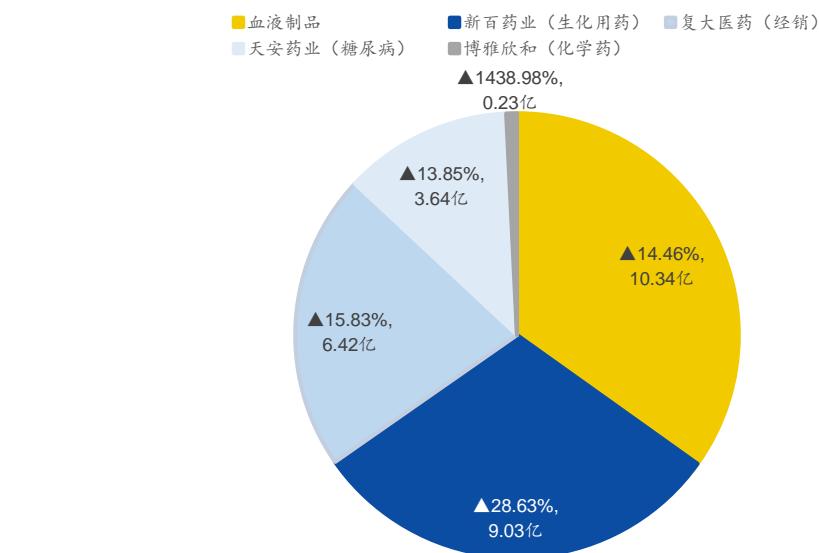
分析师	常启辉
执业证书编号	S0020517090001
电话	021-51097188-1936
邮箱	changqihui@gyzq.com.cn

联系人	刘慧敏
电话	021-51097188
邮箱	liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人	刘巧
电话	021-51097188
邮箱	liuqiao@gyzq.com.cn

血制品为业绩主要贡献者，其他板块发展平稳。2019 年公司各板块发挥稳健，血制品板块实现营收 10.34 亿 (+14.46%)，占比达 35.56%，其中静丙实现收入 3.27 亿元 (+11.24%)，人血白蛋白 3.11 亿元 (+10.69%)，人纤维蛋白原 2.73 亿元 (+9.41%)，实现净利润 2.84 亿，有所下滑 (-13.19%)，系研发费用、销售费用等期间费用同比增长幅较大导致，但血制品板块依旧是公司净利润的主要贡献板块，占归属上市公司净利润的 66.71%；天安药业（糖尿病用药）实现营收 3.64 亿元 (+13.85%)，实现净利润 0.68 亿元 (+12.92%)；新百药业（生化类用药）实现收入 9.03 亿元 (+28.63%)，实现净利润 0.92 亿元 (+40.21%)；博雅欣和（化学药）实现营收 0.23 亿元 (+1438.98%)，净利润-0.32 亿元，系在建工程转为固定资产而计提累计折旧 0.21 亿元，从而较大程度影响净利润。

图 1：2019 年公司各板块收入情况



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

财务状况较为稳定，血浆预付款拖累现金流。2019 年公司的毛利率为 61.34% (-0.84pct)，销售费用率为 33.10% (+2.32pct)，系公司大力进行销售推广所致，管理费用率为 6.09% (+0.81pct)，研发费用率为 3.19% (+1.35pct)，控制较为良好。经营性现金流净额为 -1.14 亿元，较上年同期减少 428.09%，主要系购买原材料、预付博雅（广东）原料血浆采购款（2019 年预付约 5 亿）及支付市场服务费增加所致。20 年一季度受疫情影响，收入端与上年同期几乎持平，但费用端减少带来归母净利润仍有小幅上涨，毛利率为 56.36% (-3.65pct)，系血浆成本提升所致，销售费用率为 26.86% (-4.07pct)，系疫情下差旅费减少所致，管理费用率为 6.90%，与去年同期几乎持平，研发费用率为 2.78% (+0.97pct)。

19 年采浆量高于行业整体水平，供给端收紧有望进入提价期。公司目前拥有浆站 12 个，2019 年实现采浆 372 吨，同比增长 6.29%，19 年全国实现采浆量 9100 吨，增速为 5.81%，公司增速略高于行业水平，20 年受疫情影响预计采浆量会有所放缓，2019 年公司主力产品白蛋白、静丙的批签发有所下滑，但狂免维持高增速。随着供给端的收紧，出厂价可能有望进入提价期。公司的 PCC 已进入现场核查阶段，预

计可于今年获批，8 因子正在进行补充临床中，预计有望于 21 年获批上市。

表 1：博雅生物 2018-2019 批签发情况

	2018	2019	同比	2019 企业内部	2019 市占率	19V18 市占率+/-
人血白蛋白						
人血白蛋白	819,879	791,048	-4%	36.2%	1.6%	-0.2%
免疫球蛋白						
静注免疫球蛋白	704,888	515,931	-27%	23.6%	4.5%	-2.2%
狂犬免疫球蛋白	453,418	521,107	15%	23.8%	4.6%	-0.8%
凝血因子						
人纤维蛋白原	504,208	273,280	-46%	12.5%	32.1%	-25.2%

资料来源：国元证券批签发数据库，国元证券研究中心

*国元持仓信息：持仓超过 1% 需披露，不超过 1% 则无需披露。

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3046.89	3052.98	3808.99	4539.28	5347.23
现金	1193.39	568.75	1039.39	1385.21	1583.86
应收账款	542.79	615.10	708.70	827.69	1009.56
其他应收款	7.39	39.31	22.58	30.38	43.07
预付账款	324.32	836.38	684.63	939.66	1030.82
存货	604.43	621.40	942.49	950.05	1128.61
其他流动资产	374.56	372.04	411.19	406.29	551.32
非流动资产	2026.26	2203.71	1781.46	2080.01	2353.20
长期投资	144.16	133.34	136.95	135.75	136.15
固定资产	775.73	720.25	323.91	553.69	734.40
无形资产	163.35	175.61	199.91	214.25	233.57
其他非流动资产	943.02	1174.50	1120.69	1176.33	1249.09
资产总计	5073.15	5256.69	5590.44	6619.29	7700.43
流动负债	807.07	956.51	888.51	950.86	1017.61
短期借款	95.00	256.83	100.00	120.00	120.00
应付账款	194.78	171.95	285.66	286.94	333.26
其他流动负债	517.29	527.73	502.85	543.92	564.34
非流动负债	495.55	311.59	754.52	1210.11	1608.80
长期借款	450.00	269.00	719.00	1169.00	1569.00
其他非流动负债	45.55	42.59	35.52	41.11	39.80
负债合计	1302.61	1268.10	1643.03	2160.97	2626.40
少数股东权益	65.88	76.85	93.68	113.20	135.65
股本	433.32	433.32	433.32	433.32	433.32
资本公积	1946.87	1946.87	1946.87	1946.87	1946.87
留存收益	1370.36	1731.51	2202.81	2703.18	3305.45
归属母公司股东权益	3704.66	3911.73	4583.00	5083.37	5685.64
负债和股东权益	5073.15	5256.69	6319.70	7357.54	8447.69

现金流量表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	34.90	-114.51	434.63	288.13	187.05
净利润	485.08	442.12	488.12	553.11	643.51
折旧摊销	67.03	93.94	22.97	47.68	66.45
财务费用	7.64	17.39	17.29	27.39	38.97
投资损失	-14.41	-0.13	-7.27	-3.70	-5.49
营运资金变动	-543.34	-677.91	-194.57	-329.22	-538.94
其他经营现金流	32.90	10.07	108.09	-7.13	-17.47
投资活动现金流	-209.91	-273.10	-421.80	-360.73	-326.12
资本支出	113.90	88.61	400.55	324.29	297.66
长期投资	114.98	192.47	3.61	-1.20	0.40
其他投资现金流	18.98	7.98	-17.65	-37.64	-28.05
筹资活动现金流	847.15	-237.59	457.81	418.42	337.72
短期借款	40.00	161.83	-156.83	20.00	0.00
长期借款	0.00	-181.00	450.00	450.00	400.00
普通股增加	32.25	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	888.38	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-113.48	-218.42	164.64	-51.58	-62.28
现金净增加额	672.14	-625.21	470.64	345.82	198.65

利润表					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2451.30	2908.77	3269.36	3864.13	4684.64
营业成本	927.08	1124.42	1251.99	1456.09	1729.31
营业税金及附加	22.85	21.07	27.08	30.00	37.59
营业费用	754.46	962.81	1111.58	1352.45	1733.32
管理费用	129.50	177.27	212.51	270.49	304.50
研发费用	45.06	92.76	105.00	100.00	110.00
财务费用	7.64	17.39	17.29	27.39	38.97
资产减值损失	-18.30	-1.66	-9.98	-5.82	-7.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.41	0.13	7.27	3.70	5.49
营业利润	564.54	514.12	568.17	644.70	751.16
营业外收入	13.15	10.40	11.77	11.09	11.43
营业外支出	5.44	4.48	4.96	4.72	4.84
利润总额	572.24	520.04	574.99	651.07	757.75
所得税	87.16	77.92	86.87	97.95	114.24
净利润	485.08	442.12	488.12	553.11	643.51
少数股东损益	15.90	15.98	16.82	19.53	22.45
归属母公司净利润	469.17	426.15	471.30	533.59	621.06
EBITDA	639.21	625.45	608.43	719.76	856.59
EPS (元)	1.08	0.98	1.09	1.23	1.43

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	67.84	18.66	12.40	18.19	21.23
营业利润(%)	31.48	-8.93	10.51	13.47	16.51
归属母公司净利润(%)	31.57	-9.17	10.60	13.22	16.39
盈利能力					
毛利率(%)	62.18	61.34	61.71	62.32	63.09
净利率(%)	19.14	14.65	14.42	13.81	13.26
ROE(%)	12.66	10.89	10.28	10.50	10.92
ROIC(%)	15.80	12.04	13.83	13.50	13.42
偿债能力					
资产负债率(%)	25.68	24.12	26.00	29.37	31.09
净负债比率(%)	46.56	49.16	54.69	63.75	67.51
流动比率	3.78	3.19	4.29	4.77	5.25
速动比率	3.03	2.54	3.23	3.77	4.15
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.56	0.60	0.63	0.65
应收账款周转率	5.54	4.89	4.86	4.93	5.01
应付账款周转率	5.26	6.13	5.47	5.09	5.58
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.08	0.98	1.09	1.23	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	-0.26	1.00	0.66	0.43
每股净资产(最新摊薄)	8.55	9.03	10.58	11.73	13.12
估值比率					
P/E	29.00	31.93	28.87	25.50	21.91
P/B	3.67	3.48	2.97	2.68	2.39
EV/EBITDA	20.92	21.39	21.98	18.58	15.61

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188