

博雅生物 (300294)

公司研究/点评报告

销售费用增加影响利润，血制品将处于景气度持续上升趋势

—博雅生物 2019 年报及 2020 年 1 季报点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 29 日

一、事件概述

公司公布 2019 年报以及 2020 年一季报，2019 年公司实现营业总收入 29.1 亿元 (+18.66%)；归母净利润为 4.26 亿元 (-9.17%)，与之前业绩快报基本相符合。2020 年 1 季度营业收入 6.5 亿元 (-0.11%)，归母净利润 9590 万 (+7.51%)，扣非 8798 万 (+7.42%)，经营性活动净现金流 0.7 亿元 (-185%)。

二、分析与判断

➤ 2019 年净利润增速不及收入增速，加大力度推广纤原费用增加所致。

2019 年血液制品业务营业收入 10.34 亿元 (+14.5%)，净利润 2.84 亿元 (-13.2%)，净利润增速不及收入增速，主要是公司加大纤原推广费用所致。血制品毛利率 65%，与 2018 年持平，销售费用率 20.7%，比 2018 年增加 8.9pp。分产品看，静丙收入 3.27 亿元 (+37.6%)，白蛋白收入 3.11 亿元 (+3.8%)，纤原 2.7 亿元 (-7.1%)，其他 0.76 亿元 (+74.4%) 根据 pdb 样本医院数据，2019 纤原样本医院终端继续保持快速增长。根据中检院数据，2019 年博雅生物纤原批签发 23.4 万支，同比下降 54%。泰邦 2019 年全年批签发达到 35.9 万支。纤原竞争有所加剧，预计 2020 年纤原有可能继续保持高水平的销售费用投入。

➤ Q1 血制品收入实现稳定增长，毛利率下降与产品结构有关。

2020 年 Q1 血制品收入 2.42 亿元 (+18.34%)，净利润 0.61 亿元 (+4.29%)。从以血制品为主的母公司报表来看，毛利率 60% (-6pp)，预计与产品销售结构有关。销售费用 16.7% (+4.2pp)，预计与纤原推广工作持续进行有关。

➤ Q1 存货有所减少，预计 2020 年血制品供应不会少于 2019 年。

从母公司存货来看，1 季度末为 4.15 亿元，较之 2019 年年底下降 0.34 亿元，2 月份采浆停止，以及 1 季度集中发货，存货减少所致。2019 年报表披露原材料存货 2.57 亿元，预计 80% 以上为血浆原材料，按照吨浆成本 90 万折算，陈浆量 6 个月左右，根据草根调研公司 3 月份基本恢复采浆，预计 2020 年血制品供应不会少于 2019 年。

➤ 血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势。

进口白蛋白受海外疫情影响有望持续供给收缩（海外血制品企业 80% 左右产能在欧洲和美国，欧洲 44%，美国 35%；采浆 60% 在美国，20% 在欧洲）。国内血制品静丙、白蛋白（主要为手术用药）、凝血八因子和复合物需求刚性，预计全年血制品总需求不会减少。总需求的不变甚至增加，血制品总供给的减少，血制品在接下来 2 年内都将处于景气度持续上升趋势，价格有望往上走。

三、投资建议

我们预计公司 2020 年-2022 年的净利润分别为 4.9 亿元、6.2 亿元、7.4 亿元，EPS 分别为 1.14 元、1.43 元、1.71 元，对应当前股价的 PE 分别为 28X/22X/18X；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，血制品供给减少，血制品将处于景气度持续上升趋势。继续给予“推荐”投资评级。

推荐

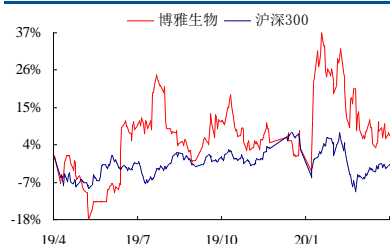
维持评级

当前价格： 31.4 元

交易数据 2020-4-28

近 12 个月最高/最低(元)	40.38/24.43
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)	136
流通市值(亿元)	136

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：盛丽华

执业证号：S0100519110002

电话：021-60876730

邮箱：shenglihua@mszq.com

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

1. 博雅生物(300294):收购罗益 60.6% 股权，有望增厚公司业绩
2. 博雅生物(300294):血制品销售费用投入加大，业绩增速放缓

四、风险提示:

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, 费用投入过高影响业绩风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,909	3,296	4,011	4,791
增长率 (%)	18.7	13.3	21.7	19.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	426	494	621	741
增长率 (%)	-9.2	16.0	25.6	19.3
每股收益 (元)	1.00	1.14	1.43	1.71
PE (现价)	31.4	27.5	21.9	18.4
PB	3.5	3.1	2.7	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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,909	3,296	4,011	4,791
营业成本	1,124	1,269	1,532	1,830
营业税金及附加	21	24	29	34
销售费用	963	1,098	1,337	1,596
管理费用	177	198	249	302
研发费用	93	99	120	144
EBIT	530	608	745	885
财务费用	17	11	(5)	(4)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	514	602	755	895
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	520	606	759	901
所得税	78	91	114	135
净利润	442	515	646	766
归属于母公司净利润	426	494	621	741
EBITDA	624	694	824	959
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	569	2812	2691	3863
应收账款及票据	780	1040	1349	1541
预付款项	836	355	633	366
存货	621	859	843	1089
其他流动资产	17	17	17	17
流动资产合计	3053	4935	5801	6778
长期股权投资	133	133	133	133
固定资产	720	690	655	616
无形资产	176	187	204	221
非流动资产合计	2204	1279	1150	978
资产合计	5257	6214	6951	7756
短期借款	257	257	257	257
应付账款及票据	251	429	368	403
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	957	1398	1490	1528
长期借款	269	269	269	269
其他长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	312	312	312	312
负债合计	1268	1710	1801	1840
股本	433	433	433	433
少数股东权益	77	98	123	149
股东权益合计	3989	4504	5150	5916
负债和股东权益合计	5257	6214	6951	7756

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	18.7	13.3	21.7	19.4
EBIT 增长率	-7.3	14.7	22.4	18.9
净利润增长率	-9.2	16.0	25.6	19.3
盈利能力				
毛利率	61.3	61.5	61.8	61.8
净利润率	14.7	15.0	15.5	15.5
总资产收益率 ROA	8.1	8.0	8.9	9.5
净资产收益率 ROE	10.9	11.2	12.3	12.8
偿债能力				
流动比率	3.2	3.5	3.9	4.4
速动比率	2.5	2.9	3.3	3.7
现金比率	0.6	2.0	1.8	2.5
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	71.7	66.4	69.0	67.7
存货周转天数	196.2	210.0	200.0	190.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.1	1.4	1.7
每股净资产	9.0	10.2	11.6	13.3
每股经营现金流	(0.3)	3.3	(0.4)	2.5
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	31.4	27.5	21.9	18.4
PB	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	19.0	14.4	12.2	9.4
股息收益率	0.5	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	442	515	646	766
折旧和摊销	96	85	80	74
营运资金变动	(678)	803	(895)	233
经营活动现金流	(122)	1,414	(160)	1,082
资本开支	85	(844)	(54)	(105)
投资	(192)	0	0	0
投资活动现金流	(273)	844	54	105
股权募资	0	0	0	0
债务募资	16	0	0	0
筹资活动现金流	(238)	(15)	(15)	(15)
现金净流量	(633)	2,243	(121)	1,172

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

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。

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1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。