

公司研究

开拓云南浆站布局，采浆量有望持续提升

——卫光生物（002880.SZ）公告点评

要点

事件：公司与楚雄州人民政府签订了《合作框架协议》，双方就在楚雄州投资建设“健康产业创新基地与血液制品研发中心项目”达成一致意向。

点评：

开拓云南浆站布局，采浆量有望持续提升：达成合作后，公司将利用人才、技术、平台等方面的优势推动“楚雄州健康产业创新基地与血液制品研发中心项目”顺利落地，促进楚雄州健康产业发展，并拟在楚雄州范围内符合条件的县（市）设置单采血浆站和血液研究中心。楚雄州人民政府将协助公司向云南省卫健委申报设置于楚雄州范围内的浆站，并积极帮助公司向云南省卫健委协调州外省内的浆站布局。2019年公司采浆量估计接近400吨；2020年4月，万宁浆站获得单采血浆许可证后，公司目前的8个单采血浆站已全部投入运营。根据《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）（征求意见稿）》的规划设置名单，楚雄州的牟定县、姚安县、大姚县三个县拥有名额，若公司获批在上述3县中设置浆站，则按照30吨/浆站/年的采浆量保守估计可每年采集90吨以上的血浆，促进公司采浆规模持续提升。

在研管线持续推进，多元化业务打造生物药大平台：公司的人凝血酶原复合物上市申请于2020年6月获得CDE承办；人凝血因子VIII处于临床试验阶段。随着在研血制品品种依次获批上市，公司的血浆综合利用率将得到持续提升。2020年11月，公司与深圳市光明区科技创新局、广州汉腾生物签订战略合作协议，共同推动生物大分子创新药CDMO平台落地深圳市光明区；2020年12月，公司与圳先进技术研究院签订了《战略框架协议》，就生物医药领域的成果转移转化、项目联合攻关、科研资源合作等方面建立战略合作关系；2020年12月，公司与成都海鹰生物签订了《战略合作协议》，互为研发、商务合作伙伴，在可行的情况下进行项目联合申报，在生物医药技术服务和新药开发业务方面开展深度合作。随着多项战略合作的开展和业务的丰富，公司有望逐步成为综合性生物药大平台。

盈利预测、估值与评级：公司优化营销、强化血源管理、持续拓展产品线，未来规模将持续扩大、血浆综合利用率持续提升，未来有望持续稳健增长。维持2020-2022年的EPS预测为1.19/1.55/1.92元，同比增长12.78%/29.97%/24.05%，现价对应PE为41/32/26倍。维持“买入”评级。

风险提示：采浆量低于预期；在研血制品进度慢于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	688	821	913	1,142	1,386
营业收入增长率	10.36%	19.41%	11.15%	25.11%	21.35%
净利润（百万元）	157	171	193	251	312
净利润增长率	1.22%	9.39%	12.78%	29.97%	24.05%
EPS（元）	1.45	1.59	1.19	1.55	1.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.00%	11.83%	12.03%	13.88%	15.15%
P/E	34	31	41	32	26
P/B	4.1	3.7	5.0	4.4	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-04（注：2019年末总股本为1.08亿股，2020.4.29送股导致总股本增加至1.62亿股）

买入（维持）

当前价：49.50元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

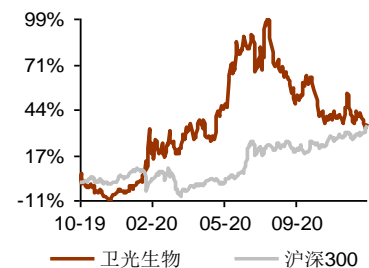
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.62
总市值(亿元)	80.19
一年最低/最高(元)	39.33/72.18
近3月换手率	33.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.77	-11.01	-37.19
绝对	0.20	1.04	5.79

资料来源：Wind

相关研报

核心品种批签发量稳健增长，开始布局多元化生物药大平台——卫光生物（002880.SZ）2020年业绩预告点评（2021-01-25）
业绩持续稳健增长，核心产品批签发量充足——卫光生物（002880.SZ）2020年三季度报点评（2020-10-28）

1、附录

表 1：云南省拟规划设置单采血浆站的县（市、区）名单

序号	县（市、区）	所属州（市）
1	禄劝县	昆明市
2	寻甸县	
3	宜良县	
4	嵩明县	
5	石林县	
6	富源县	
7	会泽县	曲靖市
8	沾益区	
9	罗平县	
10	巧家县	
11	永善县	昭通市
12	彝良县	
13	威信县	
14	镇雄县	
15	大关县	
16	牟定县	楚雄州
17	姚安县	
18	大姚县	
19	景东县	普洱市
20	宁洱县	
21	凤庆县	临沧市
22	永德县	
23	昌宁县	保山市
24	龙陵县	

资料来源：云南省卫生健康委关于《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）（征求意见稿）》公开征求意见的公告、光大证券研究所

表 2：公司最近三年披露的框架协议情况

披露时间	合作方	公告名称	合作进展
2018年9月11日	云南省科学技术院	《关于签署招商引资合作框架协议的公告》（公告编号：2018-036）	合作正在进行，《楚雄州健康产业创新基地与血液制品研发中心项目合作框架协议》为该框架协议下的进一步具体化协议。
2020年11月13日	深圳市光明区科技创新局、广州汉腾生物科技有限公司	《关于签订战略合作协议的公告》（公告编号：2020-047）	合作正在进行。
2020年12月3日	深圳先进技术研究院	《关于签订战略合作框架协议的公告》（公告编号：2020-048）	合作正在进行。
2020年12月21日	成都海鹭生物科技有限公司	《关于签订战略合作框架协议的公告》（公告编号：2020-049）	合作正在进行。
2020年12月21日	武汉禾元生物科技股份有限公司	《关于签订战略合作协议的公告》（公告编号：2020-050）	合作正在进行。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	688	821	913	1,142	1,386
营业成本	414	506	557	680	809
折旧和摊销	42	40	38	47	55
税金及附加	6	6	8	10	12
销售费用	24	24	27	37	40
管理费用	45	53	59	65	73
研发费用	24	40	54	76	104
财务费用	2	-1	-11	-5	1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	182	199	225	293	363
利润总额	182	198	224	292	362
所得税	25	27	31	41	51
净利润	157	171	193	251	311
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	157	171	193	251	312
EPS(元)	1.45	1.59	1.19	1.55	1.92

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	100	186	83	120	186
净利润	157	171	193	251	312
折旧摊销	42	40	38	47	55
净营运资金增加	109	56	161	229	243
其他	-208	-81	-309	-407	-424
投资活动产生现金流	-80	-101	-182	-180	-180
净资本支出	-85	-75	-131	-130	-130
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	5	-25	-52	-50	-50
融资活动现金流	-98	-40	23	117	55
股本变化	0	0	54	0	0
债务净变化	-41	-29	46	160	119
无息负债变化	23	12	5	21	22
净现金流	-79	45	-76	57	61

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	39.8%	38.4%	39.0%	40.5%	41.6%
EBITDA 率	32.8%	29.4%	28.6%	29.4%	30.4%
EBIT 率	26.7%	24.6%	24.5%	25.3%	26.4%
税前净利润率	26.4%	24.1%	24.6%	25.5%	26.1%
归母净利润率	22.8%	20.9%	21.2%	22.0%	22.5%
ROA	10.7%	10.8%	10.8%	11.5%	12.1%
ROE (摊薄)	12.0%	11.8%	12.0%	13.9%	15.1%
经营性 ROIC	12.7%	13.0%	11.7%	12.4%	13.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	11%	9%	10%	17%	20%
流动比率	8.01	9.78	7.06	3.97	3.34
速动比率	3.71	5.24	2.88	1.64	1.40
归母权益/有息债务	45.03	-	34.74	8.75	6.31
有形资产/有息债务	46.53	-	35.24	9.52	7.08

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,459	1,585	1,795	2,179	2,568
货币资金	260	305	228	286	347
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	67	134	103	128	156
应收票据	96	99	100	125	152
其他应收款 (合计)	0	1	1	1	1
存货	496	468	636	776	925
其他流动资产	0	0	0	0	1
流动资产合计	925	1,008	1,073	1,324	1,589
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	221	205	261	307	344
在建工程	204	243	224	210	200
无形资产	73	79	127	174	220
商誉	19	19	19	19	19
其他非流动资产	-	8	10	10	10
非流动资产合计	534	577	722	855	980
总负债	154	137	188	369	511
短期借款	5	0	46	207	326
应付账款	16	20	20	24	29
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	4	1	3	3	4
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	115	103	152	334	476
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	34	34	34	34
非流动负债合计	38	34	36	36	36
股东权益	1,306	1,449	1,607	1,809	2,057
股本	108	108	162	162	162
公积金	718	735	735	735	735
未分配利润	480	605	710	912	1,160
归属母公司权益	1,306	1,448	1,607	1,809	2,057
少数股东权益	0	1	1	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.49%	2.92%	3.00%	3.25%	2.88%
管理费用率	6.55%	6.46%	6.50%	5.70%	5.25%
财务费用率	0.22%	-0.12%	-1.25%	-0.47%	0.10%
研发费用率	3.45%	4.89%	5.91%	6.66%	7.53%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.30	0.32	0.30	0.39	0.49
每股经营现金流	0.92	1.72	0.51	0.74	1.15
每股净资产	12.09	13.41	9.92	11.17	12.70
每股销售收入	6.37	7.61	5.64	7.05	8.56

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	34	31	41	32	26
PB	4.1	3.7	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	23.5	21.7	30.9	24.5	19.8
股息率	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------