

公司研究

疫情影响 2020 年业绩，血制品业务已企稳向好

——博雅生物（300294.SZ）2020 年报及 2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：33.71 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

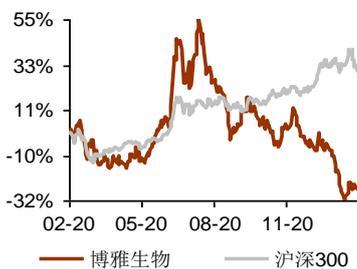
010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.33
总市值(亿元):	146.07
一年最低/最高(元):	22.08/58.15
近3月换手率:	134.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.76	21.35	7.83
绝对	24.02	21.61	8.09

资料来源：Wind

相关研报

人凝血酶原复合物获批，产品梯队进一步丰富——博雅生物（300294.SZ）公告点评（2020-12-09）

基本面出清有望迎来拐点，关注调浆事项进展——博雅生物（300294.SZ）2020年三季报点评（2020-10-31）

要点

事件：

- 1) 公司发布 2020 年报，实现营业收入 26.84 亿元，同比-7.74%；归母净利润 2.60 亿元，同比-38.97%；扣非归母净利润 2.49 亿元，同比-39.16%；经营性净现金流 7.19 亿元，同比+727.51%；EPS 0.61 元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 6.72 亿元，同比+3.29%；归母净利润 1.01 亿元，同比+5.04%；扣非归母净利润 0.99 亿元，同比+12.38%；经营性净现金流 1.59 亿元，同比+127.42%；EPS 0.24 元。业绩符合市场预期。

点评：

疫情影响各业务板块当期业绩，血制品采浆量实现正增长：2020Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 6.51/6.77/6.61/6.95 亿元，同比-0.11%/-6.50%/-9.03%/-13.84%；归母净利润 0.96/0.65/0.63/0.36 亿元，同比+7.51%/-47.39%/-40.38%/-66.41%；扣非归母净利润 0.88/0.65/0.64/0.32 亿元，同比+7.42%/-44.96%/-36.59%/-70.44%。分业务板块来看：

- **血液制品：**营业收入 26.84 亿元，同比-7.74%；营业利润 3.31 亿元，同比-35.53%；归母净利润 2.60 亿元，同比-38.97%。其中人血白蛋白收入 2.96 亿元，同比-4.82%；静丙收入 2.81 亿元，同比-13.95%；纤原收入 2.30 亿元，同比-15.85%；其他血制品收入 0.86 亿元，同比+12.44%。血液制品业务净利润下降原因主要是：一是受新冠疫情影响上半年采浆量下滑导致全年投浆量同比下降约 8.5%；二是因因子类产品研发需要，耗用了部分用于生产纤维蛋白原的组分，影响纤维蛋白原产品的销售数量同比下降约 15%。2020 年海南省卫健委同意公司在屯昌县城设置单采血浆站，公司浆站数量增至 13 个，全年采浆 378 吨，同比+1.61%，是极少数实现正增长的血制品企业。
- **天安药业糖尿病用药：**营业收入 3.20 亿元，同比-11.96%；净利润 0.52 亿元，同比-23.47%。营业收入下降主要因素是核心品种盐酸二甲双胍、格列美脲片受“集采”政策影响退出医院终端市场，以及其他产品在 OTC 主流市场受新冠疫情影响较大。净利润下滑主要因素除营业收入下降影响外，其核心产品原料采购成本上升，产品毛利下降所致。格列美脲片（2mg）于 2020 年 4 月通过仿制药一致性评价，继续推进羟苯磺酸钙胶囊一致性评价工作。阿卡波糖片仿制药开发已获得受理，完成临床审评，正在药学审评中。
- **新百药业生化药：**营业收入 8.05 亿元，同比-10.84%；净利润 0.62 亿元，同比-31.89%。营业收入同比下降主要是受新冠疫情影响，医院就诊患者及手术量大幅度下降，主要产品销量减少。净利润同比下降的主要因素除收入下降影响外，产品销售结构中高毛利品种（如：复方骨肽注射液、垂体后叶注射液）销售下降幅度较大所致。公司继续开展复方骨肽注射液再评价，继续推进重点产品疏辛酸注射液、缩宫素注射液、甲状腺片的一致性评价，推进卡前列素氨丁三醇注射液开发等研发项目。
- **复大医药药品经销业务：**营业收入 6.40 亿元，同比-0.41%；净利润 0.40 亿元，同比+10.66%。经销业务加强了采购成本与费用的管控，整体经营平稳。

在研项目稳步推进,综合血浆利用率有望进一步提升:2020 年公司研发投入 1.26 亿元,占营业收入比例为 4.70%,其中费用化 0.89 亿元,研发费用率 3.32%。2020 年公司获得“人凝血酶原复合物”《药品注册证书》。目前人凝血因子 VIII 产品已完成补充病例研究,准备提交上市申请;vWF 因子、高浓度(10%)静注人免疫球蛋白已完成药学研究,准备申报临床实验。随着血制品种类持续丰富,公司的血浆综合利用率有望进一步提升。

采购原料血浆款项全额收回,资金占用问题已解决:截至 2021 年 4 月 1 日,苏州爱普电器有限公司、高特佳集团及博雅(广东)已将血浆款项及相关利息返还至公司,采购原料血浆款项及相关利息已全额收回,采购原料血浆资金占用问题已解决。公司现金流状况良好,净利润现金含量在 2020 年达到 261.05%,2021Q1 达到 153.24%,2021Q1 季度末的现金及现金等价物余额为 6.59 亿元,现金流充沛。截至 2021 年 4 月 8 日,控股股东高特佳集团所持公司股份全部解除司法冻结,债务重组已在实施当中,经营管理逐渐恢复正常,静待与华润医药的股权交易事项获得新的进展。

一季度血制品业务明显复苏,其他板块拖累表现增速:一季度血制品营业收入 2.83 亿元,同比+17.10%,净利润 0.84 亿元,同比+43.19%;天安药业营业收入 0.58 亿元,同比-33.73%,净利润 0.09 亿元,同比-36.29%;新百药业营业收入 1.70 亿元,同比+2.29%,净利润 0.11 亿元,同比-36.03%;复大医药营业收入 1.59 亿元,同比+2.79%,净利润 0.10 亿元,同比-4.82%。血制品业务已基本摆脱新冠疫情的影响,恢复良好稳健的增长态势,而生化药、糖尿病用药等业务可能是受到春节假期医院客流量下降、集采等因素的影响而出现负增长。

盈利预测、估值与评级:考虑到公司的非血制品业务可能受到集采的压力,下调 2021-2022 年归母净利润预测为 4.08/5.24 亿元(原预测为 4.45/5.47 亿元,分别下调 8%/4%),新增预测 2023 年归母净利润为 6.44 亿元,同比增长 56.74%/28.65%/22.83%,对应 EPS 分别为 0.94/1.21/1.49 元,现价对应 PE 分别为 36/28/23 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;糖尿病或生化用药降价的风险。

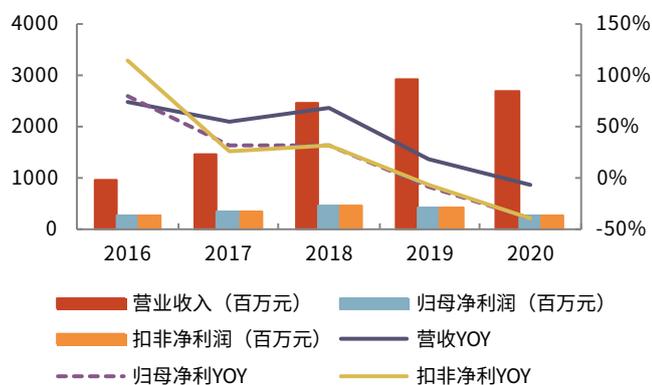
表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,909	2,684	3,192	3,642	4,101
营业收入增长率	18.66%	-7.74%	18.93%	14.09%	12.63%
净利润(百万元)	426	260	408	524	644
净利润增长率	-9.17%	-38.97%	56.74%	28.65%	22.83%
EPS(元)	0.98	0.60	0.94	1.21	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.89%	6.33%	9.08%	10.58%	11.64%
P/E	34	56	36	28	23
P/B	3.7	3.6	3.3	2.9	2.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-27

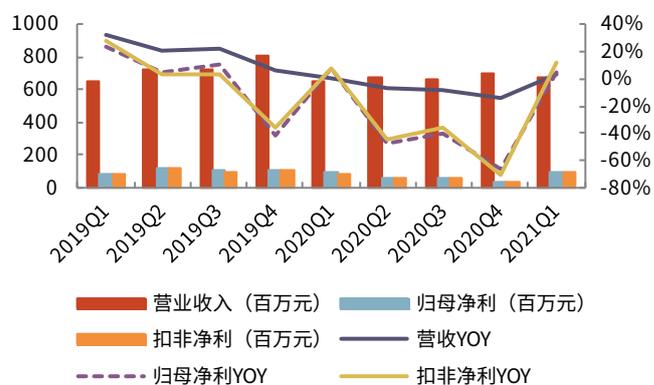
1、附录

图 1: 公司 2016-2020 年收入利润情况



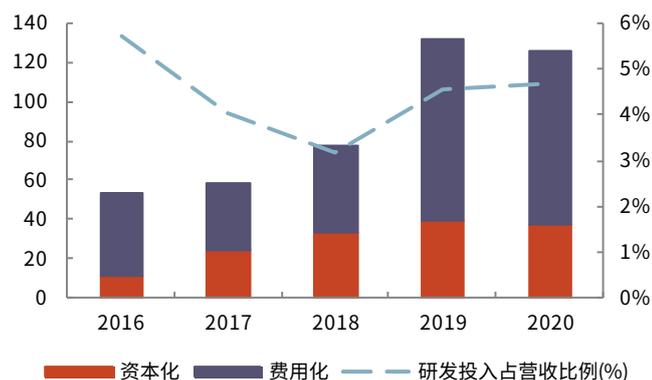
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 2: 公司 2019-2021Q1 单季度收入利润情况



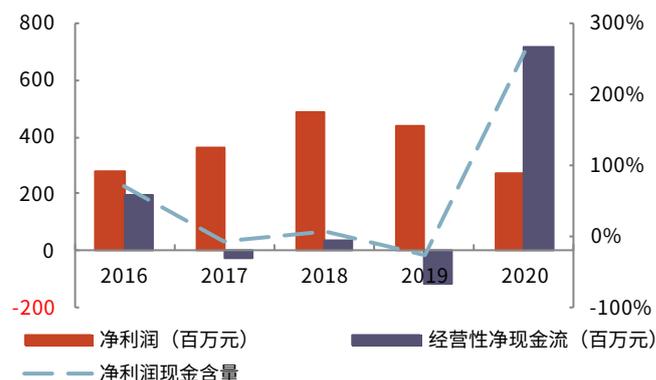
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 3: 公司 2016-2020 研发投入情况 (百万元)



资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 4: 公司 2016-2020 现金流情况



资料来源: 公司财报、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,909	2,684	3,192	3,642	4,101
营业成本	1,124	1,224	1,360	1,571	1,790
折旧和摊销	83	83	80	87	94
税金及附加	21	20	25	29	33
销售费用	963	864	1,027	1,096	1,165
管理费用	177	176	170	176	182
研发费用	93	89	103	119	139
财务费用	17	9	14	22	21
投资收益	0	10	8	8	8
营业利润	514	331	499	640	784
利润总额	520	328	503	644	788
所得税	78	53	78	99	122
净利润	442	275	425	544	666
少数股东损益	16	15	18	20	22
归属母公司净利润	426	260	408	524	644
EPS (元)	0.98	0.60	0.94	1.21	1.49

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-115	719	112	325	445
净利润	426	260	408	524	644
折旧摊销	83	83	80	87	94
净营运资金增加	794	-361	526	432	444
其他	-1,417	737	-901	-718	-738
投资活动产生现金流	-273	-128	-375	-198	-198
净资本支出	-85	-141	-156	-156	-156
长期投资变化	133	136	0	0	0
其他资产变化	-322	-124	-219	-42	-42
融资活动现金流	-238	-390	307	-15	-131
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	17	-293	343	56	-46
无息负债变化	-51	-9	110	83	86
净现金流	-625	200	44	112	115

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	61.3%	54.4%	57.4%	56.9%	56.4%
EBITDA 率	21.8%	15.5%	18.6%	20.5%	21.9%
EBIT 率	18.6%	12.0%	16.1%	18.1%	19.6%
税前净利润率	17.9%	12.2%	15.8%	17.7%	19.2%
归母净利润率	14.7%	9.7%	12.8%	14.4%	15.7%
ROA	8.4%	5.3%	7.1%	8.2%	9.2%
ROE (摊薄)	10.9%	6.3%	9.1%	10.6%	11.6%
经营性 ROIC	9.9%	6.5%	8.8%	10.1%	11.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	19%	24%	23%	22%
流动比率	3.19	3.36	2.63	2.74	3.03
速动比率	2.54	2.57	2.03	2.10	2.32
归母权益/有息债务	6.27	12.43	6.66	6.79	8.08
有形资产/有息债务	6.79	12.44	7.28	7.51	8.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,257	5,159	6,009	6,638	7,274
货币资金	569	754	798	910	1,025
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	615	499	659	751	846
应收票据	164	98	254	289	326
其他应收款 (合计)	39	6	21	24	27
存货	621	689	803	927	1,056
其他流动资产	208	147	173	195	218
流动资产合计	3,053	2,928	3,474	3,984	4,509
其他权益工具	0	175	175	175	175
长期股权投资	133	136	136	136	136
固定资产	720	729	712	700	690
在建工程	95	81	113	137	156
无形资产	176	199	244	289	332
商誉	664	664	664	664	664
其他非流动资产	229	60	238	238	238
非流动资产合计	2,204	2,231	2,535	2,654	2,766
总负债	1,268	966	1,419	1,559	1,599
短期借款	257	220	564	620	574
应付账款	172	219	246	284	323
应付票据	79	67	97	112	127
预收账款	15	0	16	18	20
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	957	872	1,319	1,453	1,488
长期借款	269	55	55	55	55
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	32	39	44	50
非流动负债合计	312	94	100	106	111
股东权益	3,989	4,192	4,589	5,079	5,675
股本	433	433	433	433	433
公积金	2,123	2,140	2,164	2,164	2,164
未分配利润	1,555	1,735	2,090	2,560	3,134
归属母公司权益	3,912	4,108	4,487	4,957	5,531
少数股东权益	77	85	102	122	144

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	33.10%	32.21%	32.18%	30.09%	28.41%
管理费用率	6.09%	6.54%	5.32%	4.84%	4.43%
财务费用率	0.60%	0.34%	0.45%	0.61%	0.52%
研发费用率	3.19%	3.32%	3.23%	3.28%	3.38%
所得税率	15%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.07	0.13	0.16	0.20
每股经营现金流	-0.26	1.66	0.26	0.75	1.03
每股净资产	9.03	9.48	10.36	11.44	12.76
每股销售收入	6.71	6.19	7.37	8.40	9.46

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	34	56	36	28	23
PB	3.7	3.6	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	24.7	36.8	25.9	20.7	17.2
股息率	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%

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与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE