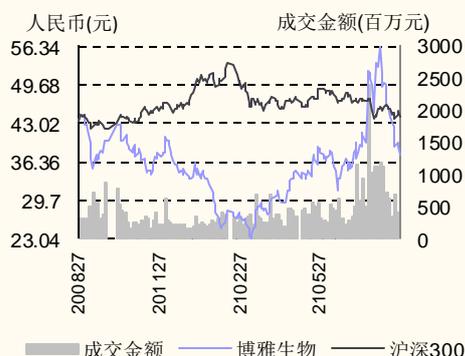


市场价格 (人民币): 37.61 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.33
已上市流通 A 股(亿股)	4.33
总市值(亿元)	162.97
年内股价最高最低(元)	56.59/23.04
沪深 300 指数	4802
创业板指	3264



相关报告

1. 《华润入股央企赋能，成长潜力边际提升-博雅生物深度研究》，2021.8.4

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

赵博宇

联系人
zhaoby@gjzq.com.cn

血制品业务快速增长，盈利能力改善明显

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,761	2,513	3,019	3,403	3,857
营业收入增长率	15.64%	-8.98%	20.13%	12.71%	13.34%
归母净利润(百万元)	426	260	411	518	623
归母净利润增长率	-9.17%	-38.97%	58.01%	26.09%	20.15%
摊薄每股收益(元)	0.983	0.600	0.948	1.196	1.437
每股经营性现金流净额	-0.29	1.68	0.48	1.09	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.89%	6.33%	5.61%	6.67%	7.49%
P/E	31.76	55.89	39.66	31.45	26.18
P/B	3.46	3.54	2.22	2.10	1.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8月26日，公司公布2021年中报，上半年实现营业收入12.95亿元(+6%，较2019年同期-2%)，实现归母净利润1.98亿元(+23%，较2019年同期-7%)；实现扣非归母净利润1.95亿元(+27%，较2019年同期-3%)。
- 分季度看，公司2021Q2实现营业收入6.71亿元(+10%，较2019年同期-4%)，实现归母净利润0.97亿元(+49%，较2019年同期-22%)，实现扣非归母净利润0.96亿元(+47%，较2019年同期-19%)。

经营分析

- 血制品业务快速增长，采浆量快速恢复。**上半年，公司血液制品业务实现收入5.92亿元，同比增长26.39%，占公司表总收入的45.73%；实现净利润1.61亿元，同比增长50.51%，占归母净利润的81.63%。血液制品业务净利润增长快速系主要产品的销量增加，部分产品销售价格上升以及财务费用大幅下降等。上半年公司采浆量约192吨，同比增长25.68%。
- 纤原批签发量快速增长，在研产品有序推进。**上半年，公司实现人血白蛋白(5g/瓶)批签发22万瓶(+19%)，人血白蛋白(10g/瓶)批签发38万瓶(-5%)，纤原22万瓶(+105%)，纤原批签发量快速增长。在研产品方面，人凝血因子VIII产品已完成补充临床研究，上市申请资料已递交CDE；人血管性血友病因子(vWF因子)临床试验申请已于2021年8月获批准。
- 费用率下降较多，净利率提升明显。**公司毛利率上半年基本稳定，销售费用率为27.89%，较2020年减少6.51%。管理费用率为6.40%，较2020年减少0.59%。研发费用率为3.43%，较2020年减少0.11%。财务费用率为-0.14%，较2020年减少0.5%。各项费用率下降带动公司净利率快速增长，上半年公司净利率为15.76%，较2020年增加4.81%。

盈利调整与投资建议

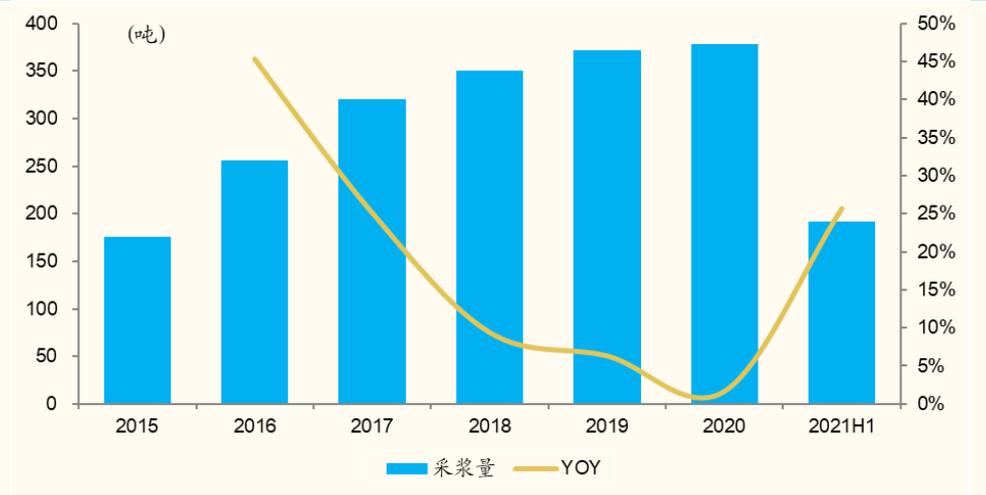
- 维持盈利预期，预计公司2021-2023年实现归母净利润4.11、5.18、6.23亿元，分别同比增长58%、26%、20%。维持“买入”评级。

风险提示

- 华润入股进度不及预期，采浆拓展不达预期，丹霞供浆合作及资产注入不达预期，产能落地不及预期，商誉减值风险，血液制品质量安全性风险。

- **血制品业务增长迅速，采浆量快速恢复。**上半年，公司血液制品业务实现收入 5.92 亿元，同比增长 26.39%，占公司表总收入的 45.73%；实现净利润 1.61 亿元，同比增长 50.51%，占归母净利润的 81.63%。血液制品业务净利润增长快速系主要产品的销量增加，部分产品销售价格上升以及财务费用大幅下降等。上半年公司单采血浆站为 13 家，采浆量约 192 吨，同比增长 25.68%。
- 其他业务方面，天安药业糖尿病用药业务实现收入 1.15 亿元，同比下降 29.54%；净利润 0.18 亿元，同比下降 29.78%。新百药业生化类用药业务实现收入 2.51 亿元，同比下降 12.86%；净利润 0.21 亿元，同比下降 37.78%；博雅欣和化学药业务实现营业收入 0.15 亿元，同比增长 55.21%；净利润-0.17 亿元，同比降低 7.96%。复大医药实现收入 3.33 亿元，同比增长 8.43%，净利润 0.19 亿元，同比增长 1.76%。

图表 1: 2015-2021H1 公司采浆量变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 上半年，公司在保障原料血浆稳定供应的同时，不断优化生产工艺，确保了产品收得率及合格率的稳定，人血白蛋白（5g/瓶）实现批签发 22 万瓶（+19%），人血白蛋白（10g/瓶）实现批签发 38 万瓶（-5%），纤原实现 22 万瓶（+105%）。

图表 2: 2021H1 公司血制品产品批签发情况

品名	规格	数量合计 (瓶)		增减
		2021年 (1-6月)	2020年 (1-6月)	
人血白蛋白	2g/瓶(20%, 10ml)			
	5g/瓶(20%, 25ml)	219,432	184,021	19.24%
	5g/瓶(5%, 100ml)			
	10g/瓶(20%, 50ml)	375,957	396,835	-5.26%
	12.5g/瓶(25%, 50ml)			
静注人免疫球蛋白	1.25g/瓶 (5%, 25ml)	50,340		
	2.5g/瓶 (5%, 50ml)	128,008	174,954	-26.83%
	5g/瓶 (5%, 100ml)	100,617	119,596	-15.87%
人凝血酶原复合物	2.5g/瓶	56,646		
人纤维蛋白原	0.5g/瓶	218,824	106,841	104.81%
狂犬病人免疫球蛋白	200IU/2ml/瓶	112,159	370,937	-69.76%
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU/2ml/瓶		36,731	

来源：公司公告，国金证券研究所

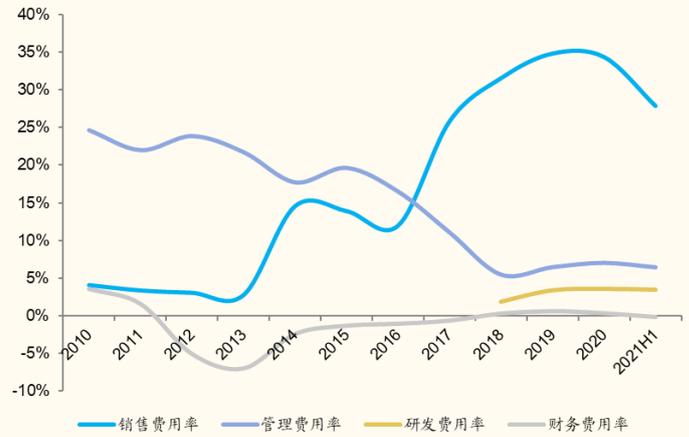
- 费用率下降较多，净利率提升明显。2021年上半年，公司毛利率基本稳定。公司销售费用率为27.89%，较2020年减少6.51%。管理费用率为6.40%，较2020年减少0.59%。研发费用率为3.43%，较2020年减少0.11%。财务费用率为-0.14%，较2020年减少0.5%。各项费用率下降带动净利率快速增长，上半年公司净利率为15.76%，较2020年增加4.81%。

图表 3: 2010-2021H1 公司利润率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 2010-2021H1 公司四项费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,388	2,761	2,513	3,019	3,403	3,857	货币资金	1,193	569	754	3,430	3,031	2,872
增长率	15.6%	-9.0%	20.1%	12.7%	13.3%		应收款项	907	1,009	734	1,075	1,097	1,152
主营业务成本	-863	-977	-1,054	-1,286	-1,437	-1,613	存货	604	621	689	775	847	928
%销售收入	36.2%	35.4%	41.9%	42.6%	42.2%	41.8%	其他流动资产	342	853	750	708	776	855
毛利	1,524	1,784	1,459	1,732	1,966	2,244	流动资产	3,047	3,053	2,928	5,988	5,750	5,807
%销售收入	63.8%	64.6%	58.1%	57.4%	57.8%	58.2%	%总资产	60.1%	58.1%	56.8%	71.7%	65.1%	61.6%
营业税金及附加	-23	-21	-20	-15	-17	-19	长期投资	144	133	312	312	312	312
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	855	815	810	1,016	1,705	2,210
销售费用	-754	-963	-864	-972	-1,075	-1,211	%总资产	16.9%	15.5%	15.7%	12.2%	19.3%	23.5%
%销售收入	31.6%	34.9%	34.4%	32.2%	31.6%	31.4%	无形资产	956	1,000	1,029	1,041	1,069	1,096
管理费用	-129	-177	-176	-187	-204	-208	非流动资产	2,026	2,204	2,231	2,369	3,086	3,618
%销售收入	5.4%	6.4%	7.0%	6.2%	6.0%	5.4%	%总资产	39.9%	41.9%	43.2%	28.3%	34.9%	38.4%
研发费用	-45	-93	-89	-91	-102	-116	资产总计	5,073	5,257	5,159	8,357	8,836	9,425
%销售收入	1.9%	3.4%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	157	354	275	170	126	82
息税前利润 (EBIT)	572	530	311	467	567	690	应付款项	487	466	475	533	575	622
%销售收入	24.0%	19.2%	12.4%	15.5%	16.7%	17.9%	其他流动负债	164	136	122	142	167	193
财务费用	-8	-17	-9	27	53	50	流动负债	807	957	872	845	868	898
%销售收入	0.3%	0.6%	0.4%	-0.9%	-1.6%	-1.3%	长期贷款	450	269	55	57	58	59
资产减值损失	-18	9	-11	0	0	0	其他长期负债	46	43	39	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,303	1,268	966	932	956	987
投资收益	14	0	10	0	0	0	普通股股东权益	3,705	3,912	4,108	7,325	7,765	8,310
%税前利润	2.5%	0.0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	433	433	433	520	520	520
营业利润	565	514	331	494	620	740	未分配利润	1,230	1,555	1,735	2,067	2,508	3,052
营业利润率	23.6%	18.6%	13.2%	16.4%	18.2%	19.2%	少数股东权益	66	77	85	100	115	129
营业外收支	8	6	-3	7	7	9	负债股东权益合计	5,073	5,257	5,159	8,357	8,836	9,425
税前利润	572	520	328	501	627	749	比率分析						
利润率	24.0%	18.8%	13.1%	16.6%	18.4%	19.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-87	-78	-53	-75	-94	-112	每股指标						
所得税率	15.2%	15.0%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.083	0.983	0.600	0.948	1.196	1.437
净利润	485	442	275	426	533	637	每股净资产	8.549	9.027	9.480	16.904	17.920	19.177
少数股东损益	16	16	15	15	15	14	每股经营现金净流	0.081	-0.290	1.682	0.478	1.092	1.257
归属于母公司的净利润	469	426	260	411	518	623	每股股利	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	19.7%	15.4%	10.3%	13.6%	15.2%	16.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.66%	10.89%	6.33%	5.61%	6.67%	7.49%
净利润	485	442	275	426	533	637	总资产收益率	9.25%	8.11%	5.04%	4.92%	5.86%	6.61%
少数股东损益	16	16	15	15	15	14	投入资本收益率	11.07%	9.76%	5.75%	5.19%	5.98%	6.83%
非现金支出	85	92	94	104	123	157	增长率						
非经营收益	8	18	22	24	7	2	主营业务收入增长率	63.47%	15.64%	-8.98%	20.13%	12.71%	13.34%
营运资金变动	-543	-678	338	-305	-95	-142	EBIT增长率	38.73%	-7.32%	-41.42%	50.44%	21.29%	21.63%
经营活动现金净流	35	-126	729	249	568	654	净利润增长率	31.57%	-9.17%	-38.97%	58.01%	26.09%	20.15%
资本开支	-114	-85	-141	-256	-833	-681	总资产增长率	38.25%	3.62%	-1.87%	62.00%	5.73%	6.67%
投资	-115	-192	5	0	0	0	资产管理能力						
其他	19	4	8	0	0	0	应收账款周转天数	60.4	70.6	74.0	80.0	75.0	70.0
投资活动现金净流	-210	-273	-128	-256	-833	-681	存货周转天数	237.2	229.1	227.1	220.0	215.0	210.0
股权募资	1,014	0	0	2,884	0	0	应付账款周转天数	33.4	32.1	67.8	70.0	65.0	60.0
债权募资	79	16	-293	-106	-43	-42	固定资产周转天数	118.6	95.2	105.8	88.9	88.4	97.4
其他	-246	-254	-98	-95	-92	-89	偿债能力						
筹资活动现金净流	847	-238	-390	2,683	-135	-131	净负债/股东权益	-15.57%	1.37%	-10.10%	-43.15%	-36.13%	-32.36%
现金净流量	672	-636	210	2,676	-399	-159	EBIT利息保障倍数	74.9	30.5	34.3	-17.6	-10.7	-13.7
							资产负债率	25.68%	24.12%	18.73%	11.16%	10.82%	10.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	4	10
增持	0	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.50	1.56	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-04	买入	56.30	59.77 ~ 71.72

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402