

公司研究

血制品业务强劲恢复，控股股东变更事项顺利推进

——博雅生物（300294.SZ）2021年半年报点评

买入（维持）

当前价：37.61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

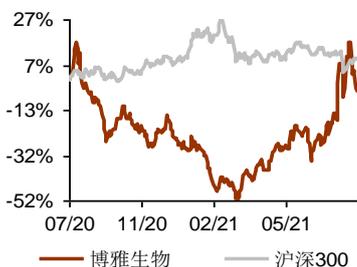
010-57378027

wangmingrui@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.33
总市值(亿元)	162.97
一年最低/最高(元)	22.08/56.89
近3月换手率	191.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-22.63	-15.39	-27.17
绝对	-25.14	-25.14	-25.14

资料来源：Wind

相关研报

国资委批复华润医药收购方案，央企入主有望带来跨越式发展——博雅生物

（300294.SZ）动态跟踪报告（2021-07-08）

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（2021-04-28）

要点

事件：

公司发布2021年半年报，实现营业收入12.95亿元，同比+6.00%；归母净利润1.98亿元，同比+22.72%；扣非归母净利润1.95亿元，同比+27.14%；经营性净现金流9.96亿元，同比+312.97%；EPS 0.46元。业绩符合市场预期。

点评：

血制品净利润大幅增长，非血制品业务拖累表现增速：2021Q1~Q2，公司单季度营业收入6.24/6.71亿元，同比+2.38%/9.61%；归母净利润1.01/0.97亿元，同比+5.04%/48.71%；扣非归母净利润0.99/0.96亿元，同比+12.38%/47.10%。2021H1的经营性净现金流大幅增长主要系收回丹霞生物血浆预付款所致。分业务板块来看：

- **血液制品：**营业收入5.92亿元，同比+26.39%；净利润1.61亿元，同比+50.51%。血制品业务净利润增长的主要原因是产品销量增加、部分产品销售价格上升以及财务费用大幅下降等。2021H1采浆量192吨，同比+25.68%。主要品种的销售情况为：
 - 静丙：营业收入1.83亿元，同比+13.37%；毛利率60.73%，同比提升7.15pp；
 - 人血白蛋白：营业收入1.67亿元，同比+2.47%；毛利率63.71%，同比提升3.38pp；
 - 人纤维蛋白原：营业收入1.91亿元，同比+138.19%；毛利率70.89%，同比降低10.70pp；
- **天安药业糖尿病用药业务：**营业收入1.15亿元，同比-29.54%；净利润0.18亿元，同比-29.78%。主要品种受“集采”政策等影响，收入利润下降；
- **新百药业生化类用药业务：**营业收入2.51亿元，同比-12.86%；净利润0.21亿元，同比-37.78%。市场竞争加剧，新百药业主要产品销量出现一定下滑，销售价格同比亦有所下降，因此收入利润出现负增长；
- **博雅欣和的化学药业务：**营业收入0.15亿元，同比+55.21%；净利润-0.17亿元，同比-7.96%。亏损的原因是原料药品种生产尚未实现规模化，销售毛利不能完全消化固定资产折旧；
- **复大医药药品经销业务：**营业收入3.33亿元，同比+8.43%；净利润0.19亿元，同比+1.76%。人血白蛋白经销收入1.99亿元，同比+13.76%，毛利率10.68%，降低3.31pp；

产品研发有序推进，血制品综合竞争力稳步提升：2021H1，公司研发投入0.61亿元，同比+45.62%，占营业收入比例为4.73%；其中费用化0.44亿元，研发费用率3.43%。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；其他在产品积极推进。随着新的血制品陆续获批上市，公司的血浆综合利用率将实现稳步提升，进一步巩固综合竞争优势。

控股股东变更事项顺利推进，央企入主利好长远发展：2021年7月15日，华润医药收到中国登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，高特佳集团所持公司的69,331,978股过户至华润医药，在本次股份转让完成后，表决权委托随即发生法律效力，华润医药控股持有公司69,331,978股股票，并合计拥有公司126,381,618股股票（占公司总股本的29.17%）的表决权，为公司第一大股东。2021年7月19日，公司收到深交所同意恢复审核的回复，继续推进向特定对象发行股票事宜。未来随着向华润医药控股发行股份的完成，华润医药控股将成为公司控股股东，中国华润将成为公司实际控制人，国务院国资委将成为公司最终实际控制人。公司将依托华润医药集团雄厚的资金实力、先进的生产基地、强大的研发能力和完善的销售网络，公司未来发展可获得资金、技术、渠道等全方面资源的支持和保障，有利于公司更好地调动社会优质资源，把握行业发展机遇，促进公司的长期持续、健康发展。

盈利预测、估值与评级：维持预测 2021-2023 年 EPS 为 0.91/1.17/1.53 元，同比+51.25%/28.74%/31.21%，现价对应 PE 为 41/32/25 倍，维持“买入”评级。

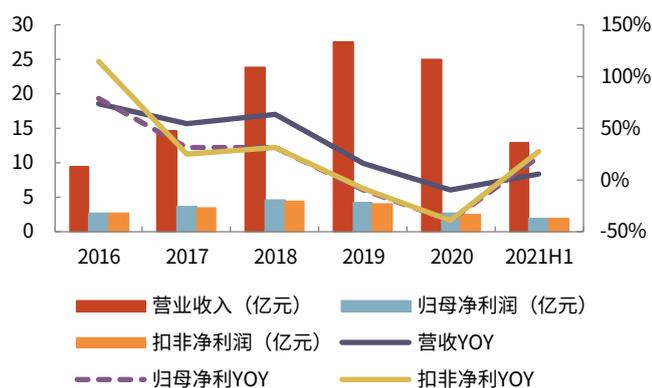
风险提示：采浆量低于预期；在研血制品进度慢于预期；糖尿病或生化用药降价的风险。

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）	2,761	2,513	2,999	3,425	3,942
营业收入增长率	15.64%	-8.98%	19.33%	14.23%	15.07%
净利润（百万元）	426	260	393	506	664
净利润增长率	-9.17%	-38.97%	51.25%	28.74%	31.21%
EPS（元）	1.00	0.61	0.91	1.17	1.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.89%	6.33%	8.79%	10.28%	12.03%
P/E	38	62	41	32	25
P/B	4.2	4.0	3.6	3.3	3.0

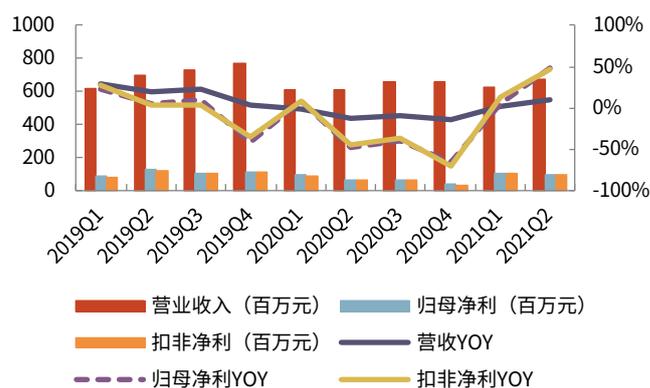
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-26

图 1：公司 2016-2021H1 收入利润情况



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2021Q2 单季度收入利润情况



资料来源：同花顺 iFinD、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	2,761	2,513	2,999	3,425	3,942
营业成本	977	1,054	1,187	1,379	1,606
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	13	20	20
投资收益	0	10	8	8	8
营业利润	514	331	482	619	808
利润总额	520	328	486	622	812
所得税	78	53	75	96	125
净利润	442	275	411	526	686
少数股东损益	16	15	18	20	22
归属母公司净利润	426	260	393	506	664
EPS (元)	1.00	0.61	0.91	1.17	1.53

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-115	719	122	301	407
净利润	426	260	393	506	664
折旧摊销	83	83	80	87	94
净营运资金增加	773	-367	494	431	515
其他	-1,396	742	-845	-723	-867
投资活动产生现金流	-273	-128	-369	-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	-213	-42	-42
融资活动现金流	-238	-390	243	4	-80
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	17	-293	278	71	2
无息负债变化	-51	-9	99	84	100
净现金流	-625	200	-4	107	129

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	64.6%	58.1%	60.4%	59.7%	59.3%
EBITDA 率	23.0%	16.6%	19.1%	21.1%	23.4%
EBIT 率	19.6%	12.8%	16.5%	18.6%	21.0%
税前净利润率	18.8%	13.1%	16.2%	18.2%	20.6%
归母净利润率	15.4%	10.3%	13.1%	14.8%	16.9%
ROA	8.4%	5.3%	6.9%	8.0%	9.4%
ROE (摊薄)	10.9%	6.3%	8.8%	10.3%	12.0%
经营性 ROIC	10.0%	6.6%	8.6%	9.9%	11.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	19%	23%	23%	22%
流动比率	3.19	3.36	2.73	2.80	3.03
速动比率	2.54	2.57	2.09	2.14	2.31
归母权益/有息债务	6.27	12.43	7.35	7.25	8.10
有形资产/有息债务	6.79	12.44	7.92	7.94	8.90

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	5,918	6,548	7,269
货币资金	569	754	750	856	985
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	567	452	595	680	782
应收票据	164	98	248	283	326
其他应收款 (合计)	88	53	74	84	97
存货	621	689	789	917	1,068
其他流动资产	208	147	172	193	219
流动资产合计	3,053	2,928	3,390	3,900	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	232	232	232
非流动资产合计	2,204	2,231	2,528	2,648	2,760
总负债	1,268	966	1,343	1,499	1,601
短期借款	257	220	498	569	571
应付账款	172	219	241	280	326
应付票据	79	67	95	110	128
预收账款	15	0	15	17	20
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	957	872	1,243	1,394	1,490
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	38	43	49
非流动负债合计	312	94	100	105	111
股东权益	3,989	4,192	4,575	5,049	5,667
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	2,076	2,530	3,127
归属母公司权益	3,912	4,108	4,473	4,927	5,523
少数股东权益	77	85	102	122	144

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	34.87%	34.40%	34.25%	31.99%	29.56%
管理费用率	6.42%	6.99%	5.67%	5.15%	4.61%
财务费用率	0.63%	0.36%	0.42%	0.58%	0.51%
研发费用率	3.36%	3.54%	3.44%	3.49%	3.52%
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	0.12	0.16	0.20
每股经营现金流	-0.26	1.66	0.28	0.69	0.94
每股净资产	9.03	9.48	10.32	11.37	12.75
每股销售收入	6.37	5.80	6.92	7.91	9.10

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	38	62	41	32	25
PB	4.2	4.0	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	27.4	40.8	29.6	23.6	18.6
股息率	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

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