

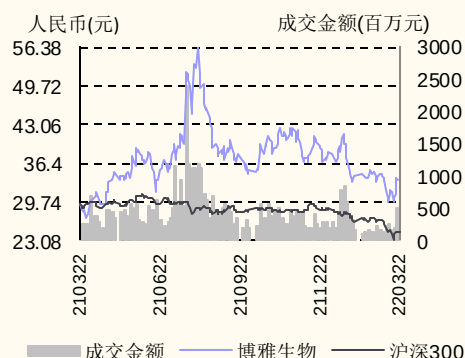
博雅生物 (300294.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 33.38 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.12
已上市流通 A 股(亿股)	4.30
总市值(亿元)	170.78
年内股价最高最低(元)	56.59/27.14
沪深 300 指数	4259
创业板指	2726



相关报告

- 1.《定增发行顺利，华润入主完成-博雅生物事件点评》，2021.11.24
- 2.《业绩高速增长，定增方案顺利推进-博雅生物三季报点评》，2021.10.29
- 3.《血制品业务快速增长，盈利能力改善明显-博雅生物中报点评》，2021.8.27
- 4.《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
zhaobuy@gjzq.com.cn

血制品增长优异，十四五成长空间远大

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,513	2,651	3,219	3,603	3,977
营业收入增长率	-8.98%	5.47%	21.44%	11.92%	10.38%
归母净利润(百万元)	260	345	502	604	708
归母净利润增长率	-38.97%	32.48%	45.85%	20.16%	17.18%
摊薄每股收益(元)	0.600	0.673	0.982	1.180	1.383
每股经营性现金流净额	1.68	2.43	0.02	1.27	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.33%	5.05%	6.92%	7.71%	8.31%
P/E	55.89	56.95	35.13	29.23	24.95
P/B	3.54	2.87	2.43	2.25	2.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月22日，公司公布2021年年报，2021年实现营收26.51亿元(+5.47%)，归母净利润3.45亿元(+32.48%)，扣非归母净利润2.93亿元(+18%)。剔除非血制品业务7503万元资产减值影响后，业绩符合预期。

经营分析

- **血制品业务增长优异，盈利能力稳步提升。**2021年，集团母公司血制品业务实现收入12.32亿元(+34.94%)，实现净利润3.85亿元(+125.45%)。21年12月，公司非血制品业务计提资产减值7503万元，相应减少公司2021年度的净利润7460万元，若剔除资产减值影响，公司21年实现归母净利润4.2亿元(+61%)。21年公司血制品业务实现原料血浆采集约420吨，实现毛利率67.77%，毛利率较去年同期增加4.87%。
- **新批浆站与新产能建设齐头并进，十四五成长空间远大。**华润入主完成后，公司战略规划清晰，长期成长空间远大。根据公司21年年报，公司力争十四五期间，实现浆站总数量30个以上，采浆规模1000吨以上，纤原、PCC产品保持国内市场占有率第一，建成年投浆1800吨以上的智能工厂，为“十五五”成为国内血液制品第一梯队企业打好基础。
- **产品线持续丰富，吨浆效率有望进一步提升。**公司吨浆产值和毛利率水平处于行业前列，技术实力雄厚，近年来不断研发出新产品，2021年新上市PCC，2022年即将上市人凝血因子VIII，后续产线有望不断得到丰富，带动吨浆净利润水平不断提升。

盈利调整与投资建议

- 我们维持2022-2023年盈利预期，预计公司分别实现归母净利润5.02(+46%)、6.04(+20%)亿元，考虑到公司产品线不断丰富，预计2024年实现归母净利润7.08亿元(+17%)。
- 2022-2024年公司对应EPS分别为0.98、1.18、1.38元，对应当前PE分别为35、29、25倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,761	2,513	2,651	3,219	3,603	3,977
增长率		-9.0%	5.5%	21.4%	11.9%	10.4%
主营业务成本	-977	-1,054	-1,140	-1,360	-1,495	-1,631
%销售收入	35.4%	41.9%	43.0%	42.2%	41.5%	41.0%
毛利	1,784	1,459	1,510	1,859	2,108	2,345
%销售收入	64.6%	58.1%	57.0%	57.8%	58.5%	59.0%
营业税金及附加	-21	-20	-20	-16	-18	-20
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-963	-864	-768	-988	-1,086	-1,193
%销售收入	34.9%	34.4%	29.0%	30.7%	30.2%	30.0%
管理费用	-177	-176	-204	-203	-216	-219
%销售收入	6.4%	7.0%	7.7%	6.3%	6.0%	5.5%
研发费用	-93	-89	-59	-74	-79	-84
%销售收入	3.4%	3.5%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	530	311	460	578	708	830
%销售收入	19.2%	12.4%	17.3%	18.0%	19.7%	20.9%
财务费用	-17	-9	21	24	13	10
%销售收入	0.6%	0.4%	-0.8%	-0.7%	-0.4%	-0.2%
资产减值损失	9	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	11	0	0	0
投资收益	0	10	32	0	0	0
%税前利润	0.0%	3.1%	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	514	331	443	602	721	840
营业利润率	18.6%	13.2%	16.7%	18.7%	20.0%	21.1%
营业外收支	6	-3	0	7	7	9
税前利润	520	328	443	609	728	849
利润率	18.8%	13.1%	16.7%	18.9%	20.2%	21.3%
所得税	-78	-53	-85	-91	-109	-127
所得税率	15.0%	16.1%	19.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	442	275	358	517	619	722
少数股东损益	16	15	14	15	15	14
归属于母公司的净利润	426	260	345	502	604	708
净利率	15.4%	10.3%	13.0%	15.6%	16.8%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	442	275	358	517	619	722
少数股东损益	16	15	14	15	15	14
非现金支出	92	95	110	104	123	156
非经营收益	18	22	-39	21	5	6
营运资金变动	-678	338	816	-634	-96	-123
经营活动现金净流	-126	729	1,245	8	651	761
资本开支	-85	-141	-64	-293	-833	-681
投资	-192	5	-2,505	0	0	0
其他	4	8	32	0	0	0
投资活动现金净流	-273	-128	-2,536	-293	-833	-681
股权募资	0	0	2,400	-33	0	0
债权募资	16	-293	-308	91	69	2
其他	-254	-98	-60	-40	-46	-48
筹资活动现金净流	-238	-390	2,032	18	23	-46
现金净流量	-636	210	741	-266	-160	34

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	569	754	1,584	1,315	1,153	1,185
应收款项	1,009	734	656	825	851	900
存货	621	689	677	782	860	939
其他流动资产	853	750	2,729	3,135	3,178	3,222
流动资产	3,053	2,928	5,646	6,057	6,043	6,245
%总资产	58.1%	56.8%	74.1%	73.9%	67.9%	64.8%
长期投资	133	312	145	145	145	145
固定资产	815	810	757	965	1,655	2,162
%总资产	15.5%	15.7%	9.9%	11.8%	18.6%	22.4%
无形资产	1,000	1,029	995	1,021	1,049	1,076
非流动资产	2,204	2,231	1,976	2,144	2,862	3,395
%总资产	41.9%	43.2%	25.9%	26.1%	32.1%	35.2%
资产总计	5,257	5,159	7,622	8,201	8,904	9,640
短期借款	354	275	2	122	190	190
应付款项	466	475	474	539	571	600
其他流动负债	136	122	154	137	155	174
流动负债	957	872	631	797	916	964
长期贷款	269	55	22	24	25	26
其他长期负债	43	39	48	8	6	4
负债	1,268	966	701	830	947	995
普通股股东权益	3,912	4,108	6,829	7,265	7,836	8,510
其中：股本	433	433	512	512	512	512
未分配利润	1,555	1,735	2,026	2,496	3,066	3,740
少数股东权益	77	85	91	106	121	135
负债股东权益合计	5,257	5,159	7,622	8,201	8,904	9,640

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.983	0.600	0.673	0.982	1.180	1.383
每股净资产	9.027	9.480	13.348	14.200	15.315	16.633
每股经营现金净流	-0.290	1.683	2.434	0.016	1.272	1.487
每股股利	0.150	0.150	0.065	0.065	0.065	0.065
回报率						
净资产收益率	10.89%	6.33%	5.05%	6.92%	7.71%	8.31%
总资产收益率	8.11%	5.04%	4.52%	6.13%	6.78%	7.34%
投入资本收益率	9.76%	5.75%	5.35%	6.54%	7.36%	7.96%
增长率						
主营业务收入增长率	15.64%	-8.98%	5.47%	21.44%	11.92%	10.38%
EBIT增长率	-7.32%	-41.42%	47.91%	25.78%	22.45%	17.29%
净利润增长率	-9.17%	-38.97%	32.48%	45.85%	20.16%	17.18%
总资产增长率	3.62%	-1.87%	47.75%	7.60%	8.57%	8.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.6	74.0	61.8	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	229.1	227.1	218.7	210.0	210.0	210.0
应付账款周转天数	32.1	67.8	71.5	70.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	95.2	105.8	98.6	82.1	82.5	93.8
偿债能力						
净负债/股东权益	1.37%	-10.10%	-61.55%	-52.48%	-45.72%	-42.43%
EBIT利息保障倍数	30.5	34.3	-22.3	-24.4	-54.0	-86.7
资产负债率	24.12%	18.73%	9.20%	10.12%	10.64%	10.32%

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	1	1	1	9
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.67	1.75	1.00

来源：聚源数据

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
2	2021-08-27	买入	37.61	N/A
3	2021-10-29	买入	38.17	N/A
4	2021-11-24	买入	41.90	N/A

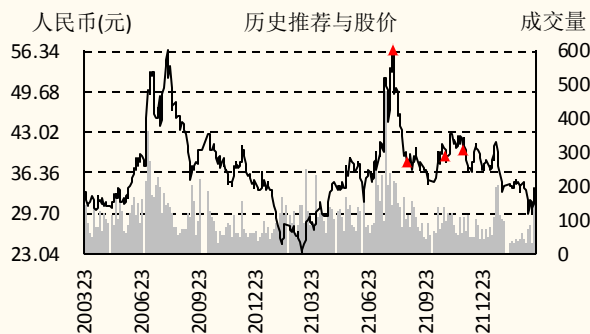
来源：国金证券研究所

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



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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 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