

公司研究

血制品业务稳健增长，血浆综合利用率持续提升

——博雅生物（300294.SZ）2022年半年报点评

买入（维持）

当前价：33.44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)	5.04
总市值(亿元)	168.62
一年最低/最高(元)	25.03/43.38
近3月换手率	58.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.58	3.83	-1.56
绝对	-1.47	6.23	-15.29

资料来源：Wind

相关研报

一季度维持稳健增长，血制品产品梯队日渐壮大——博雅生物（300294.SZ）2022年一季报点评（2022-04-25）

血制品主业稳健增长，智能工厂扩产彰显公司信心——博雅生物（300294.SZ）2021年半年报点评（2022-03-23）

要点

事件：

公司发布2022年半年报，实现营业收入13.99亿元，同比+8.02%；归母净利润2.79亿元，同比+41.03%；扣非归母净利润2.48亿元，同比+27.28%；经营性净现金流2.29亿元，同比-77.04%；EPS 0.55元。业绩超市场预期。

点评：

血制品稳健增长，其他药品销售承压：2022Q1~Q2，公司单季度营业收入分别为6.55/7.44亿元，同比+4.89%/10.94%；归母净利润1.04/1.75亿元，同比+2.80%/80.74%；扣非归母净利润1.08/1.39亿元，同比+9.58%/45.59%。分业务板块来看：

- 血液制品业务（母公司博雅生物）：营业收入6.93亿元，同比+17.01%；净利润2.46亿元，同比+32.99%；主要系2021年4月开始销售新产品导致毛利增长、理财收益增加等综合因素带来净利润较大增幅；其中人纤维蛋白原营业收入2.25亿元，同比+18.08%，毛利率77.56%，同比增加6.67pp；静丙营业收入2.14亿元，同比+16.56%，毛利率64.43%，同比增加3.70pp；人白蛋白营业收入2.09亿元，同比+24.85%，毛利率62.94%，同比减少0.77pp；
- 糖尿病业务（天安药业）：营业收入1.01亿元，同比-11.74%；净利润0.19亿元，同比+0.02%；主要受集采影响收入下降，市场营销策略调整，净利润变化基本持平；
- 生化药业务（新百药业）：营业收入2.09亿元，同比-16.87%；净利润0.20亿元，同比-10.90%；主要系市场竞争加剧及地区集采等影响下主要产品销量出现一定下滑；
- 药品经销业务（复大医药）：营业收入4.00亿元，同比+20.26%；净利润0.23亿元，同比+22.41%；主要是产品销售增长及增加新产品销售；
- 化学药业务（欣和药业）：营业收入0.10亿元，同比-37.53%；净利润-0.19亿元，亏损扩大；主要系产品销售减少；

凝血因子VIII获批，血浆综合利用率将持续提升：2022年8月，公司获得人凝血因子VIII《药品注册证书》。其他在研项目也在积极推进，血管性血友病因子（vWF）和静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）已完成临床样品的试制和自检；BYSW005完成中试研究，正在开展病毒灭活验证、稳定性研究、相容性研究、安全性研究等临床前研究工作；BYSW006完成工艺研究、免疫程序研究。公司产品线持续丰富，利于提升血浆综合利用率，提高每吨血浆产值。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司上半年业绩超出我们此前预期，且未来血浆综合利用率将持续提升，上调2022~2024年归母净利润预测为5.08/6.10/7.35亿元（原预测为4.85/5.80/6.94亿元，分别上调5%/5%/6%），同比增长47.37%/20.18%/20.51%，按最新股本测算EPS为1.01/1.21/1.46元，现价对应PE为33/28/23倍，维持“买入”评级。

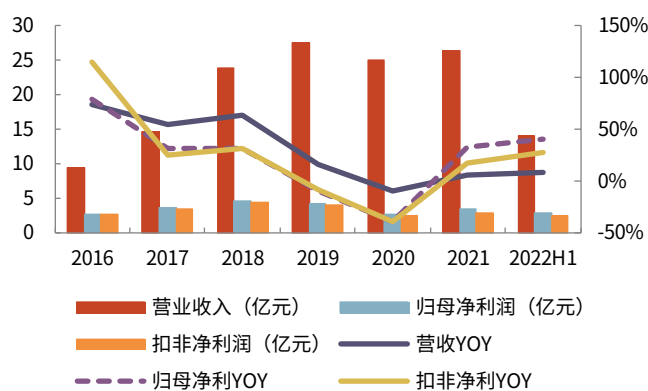
风险提示：采浆量低于预期；在研血制品进度慢于预期；糖尿病或生化用药降价的风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,513	2,651	2,907	3,258	3,642
营业收入增长率	-8.98%	5.47%	9.68%	12.05%	11.81%
净利润 (百万元)	260	345	508	610	735
净利润增长率	-38.97%	32.48%	47.37%	20.18%	20.51%
EPS (元)	0.61	0.79	1.01	1.21	1.46
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.33%	5.05%	7.19%	8.04%	8.94%
P/E	55	42	33	28	23
P/B	3.5	2.5	2.4	2.2	2.0

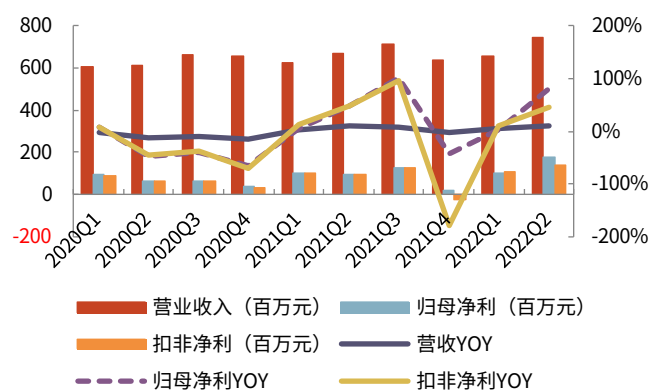
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-19 (注: 2020 年底总股本为 433,324,863 股, 2021 年因非公开发行股票导致总股本变更为 511,633,438 股, 2022 年因注销回购股份导致总股本变更为 504,248,738 股)

图 1: 公司 2016~2022H1 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 2020~2022Q2 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,513	2,651	2,907	3,258	3,642
营业成本	1,054	1,140	1,292	1,453	1,628
折旧和摊销	83	96	83	90	97
税金及附加	20	20	22	25	27
销售费用	864	768	770	819	870
管理费用	176	204	194	199	204
研发费用	89	59	70	86	106
财务费用	9	-21	-20	-31	-46
投资收益	10	32	14	19	22
营业利润	331	443	614	738	886
利润总额	328	443	615	737	886
所得税	53	85	92	111	133
净利润	275	358	523	626	753
少数股东损益	15	14	15	16	17
归属母公司净利润	260	345	508	610	735
EPS (元)	0.61	0.79	1.01	1.21	1.46

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	719	1,345	471	622	728
净利润	260	345	508	610	735
折旧摊销	83	96	83	90	97
净营运资金增加	-367	-809	165	131	151
其他	742	1,714	-284	-209	-255
投资活动产生现金流	-128	-2,536	361	313	316
净资本支出	-141	-64	-155	-155	-156
长期投资变化	136	0	0	0	0
其他资产变化	-124	-2,473	517	469	472
融资活动现金流	-390	2,032	-250	-40	-41
股本变化	0	78	-7	0	0
债务净变化	-293	-306	0	0	0
无息负债变化	-9	41	29	59	64
净现金流	200	841	583	895	1,003

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	58.1%	57.0%	55.6%	55.4%	55.3%
EBITDA 率	16.6%	24.8%	22.4%	23.8%	25.0%
EBIT 率	12.8%	20.7%	19.5%	21.0%	22.4%
税前净利润率	13.1%	16.7%	21.2%	22.6%	24.3%
归母净利润率	10.3%	13.0%	17.5%	18.7%	20.2%
ROA	5.3%	4.7%	6.6%	7.4%	8.2%
ROE (摊薄)	6.3%	5.0%	7.2%	8.0%	8.9%
经营性 ROIC	6.6%	13.9%	13.6%	15.4%	17.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	19%	9%	9%	9%	9%
流动比率	3.36	8.95	8.95	9.01	9.17
速动比率	2.57	7.88	7.71	7.71	7.82
归母权益/有息债务	12.43	281.21	290.73	312.53	338.82
有形资产/有息债务	12.44	271.76	281.01	303.84	331.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	5,159	7,622	7,897	8,502	9,223
货币资金	754	1,584	2,166	3,062	4,064
交易性金融资产	0	2,700	2,200	1,700	1,200
应收账款	452	445	389	349	312
应收票据	98	9	29	33	36
其他应收款 (合计)	53	68	80	89	100
存货	689	677	812	914	1,024
其他流动资产	147	150	163	180	200
流动资产合计	2,928	5,646	5,852	6,341	6,952
其他权益工具	175	0	0	0	0
长期股权投资	136	0	0	0	0
固定资产	729	716	686	664	645
在建工程	81	41	83	115	139
无形资产	199	169	215	260	305
商誉	664	664	664	664	664
其他非流动资产	60	51	144	144	144
非流动资产合计	2,231	1,976	2,045	2,161	2,270
总负债	966	701	731	790	854
短期借款	220	0	0	0	0
应付账款	219	227	251	283	317
应付票据	67	50	51	52	53
预收账款	0	0	5	6	7
其他流动负债	1	4	4	4	4
流动负债合计	872	631	654	704	758
长期借款	55	22	22	22	22
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	42	49	58	68
非流动负债合计	94	70	77	86	96
股东权益	4,192	6,920	7,167	7,712	8,368
股本	433	512	504	504	504
公积金	2,140	4,491	4,318	4,318	4,318
未分配利润	1,735	2,026	2,438	2,968	3,606
归属母公司权益	4,108	6,829	7,060	7,590	8,228
少数股东权益	85	91	106	123	140

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	34.40%	28.97%	26.48%	25.15%	23.89%
管理费用率	6.99%	7.68%	6.68%	6.11%	5.59%
财务费用率	0.36%	-0.78%	-0.68%	-0.97%	-1.26%
研发费用率	3.54%	2.24%	2.39%	2.63%	2.90%
所得税率	16%	19%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.07	0.15	0.16	0.19	0.23
每股经营现金流	1.66	2.63	0.94	1.23	1.44
每股净资产	9.48	13.35	14.00	15.05	16.32
每股销售收入	5.80	5.18	5.77	6.46	7.22

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	55	42	33	28	23
PB	3.5	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	36.4	21.3	20.7	17.0	14.0
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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