

## 医疗组

## 博雅生物 (300294.SZ) 买入 (维持评级)

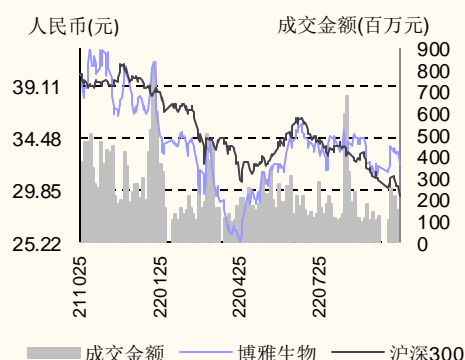
## 公司点评

市场价格 (人民币): 32.11 元

## 业绩稳健增长, 盈利能力持续提升

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.04
已上市流通 A 股(亿股)	4.26
总市值(亿元)	161.91
年内股价最高最低(元)	42.44/25.22
沪深 300 指数	3633
创业板指	2337



## 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	2,983	3,245	3,544
营业收入增长率	-8.98%	5.47%	12.53%	8.79%	9.23%
归母净利润(百万元)	260	345	510	606	700
归母净利润增长率	-38.97%	32.48%	48.11%	18.85%	15.49%
摊薄每股收益(元)	0.600	0.673	1.012	1.203	1.389
每股经营性现金流净额	1.66	2.61	0.28	1.35	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.33%	5.05%	6.98%	7.69%	8.19%
P/E	55.89	56.95	31.73	26.70	23.12
P/B	3.54	2.87	2.22	2.05	1.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 10 月 24 日, 公司公布 2022 第三季度业绩报告, 2022 前三季度实现收入 20.83 亿元, 同比增长 3.54%; 实现归母净利润 4.18 亿元, 同比增长 29.31%; 实现扣非归母净利润 3.56 亿元, 同比增长 11.6%。

## 经营分析

- 盈利能力稳步提升, 销售费用率和研发费用率持续优化。**前三季度, 公司实现毛利率 55.06%, 较去年同期略有下降 1.79%, 净利率为 20.59%, 提升 4.04%。前三季度, 公司销售费用率为 24.87%, 减少 2.76%, 研发费用率为 1.71%, 减少 0.89%, 其他费用变化相对稳定。
- 阳城浆站成立, 浆站拓展潜力巨大。**2022 年 7 月, 公司与高特佳集团控股子公司共同成立阳城浆站 (已获批营业执照), 公司持有阳城浆站 80% 股权。根据公司投资者交流文件, 公司通过华润集团支持及与合作方战略合作等多种方式, 力争今、明两年完成十四五期间新增浆站数量目标的大部分任务量, 至十四五末浆站总数量达 30 个以上, 远期浆量空间巨大。
- 公司发展重心逐步战略聚焦血液制品, 非血制品业务影响有望逐渐淡化。**公司下属部分子公司天安药业、复大医药与华润医药控股下属华润双鹤、华润医商等存在一定同业竞争情况。华润医药控股承诺将促成公司在定增发行完成后 24 个月内 (即 23 年 11 月份之前) 通过股权转让、资产处置等方式退出 II 型糖尿病化药业务和血制品流通等业务。未来公司战略发展的重心将逐步聚焦于血液制品业务。随着公司浆量扩张叠加效率提升, 血制品业务远期增长潜力值得期待。

## 盈利调整与投资建议

- 我们维持盈利预期, 预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 5.1 (+48%)、6.06 (+19%)、7.00 亿元 (+15%)。2022-2024 年公司对应 EPS 分别为 1.0、1.2、1.4 元, 对应当前 PE 分别为 32、27、23 倍。
- 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 采浆拓展不达预期, 产能落地不及预期, 商誉减值风险, 血液制品质量安全风险。

## 相关报告

- 《业绩增长优异, 八因子获批上市-博雅生物中报点评》, 2022.8.20
- 《血制品增长优异, 十四五成长空间远大-博雅生物年报点评》, 2022.3.23
- 《定增发行顺利, 华润入主完成-博雅生物事件点评》, 2021.11.24
- 《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

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

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,761</b>	<b>2,513</b>	<b>2,651</b>	<b>2,983</b>	<b>3,245</b>	<b>3,544</b>
增长率		-9.0%	5.5%	12.5%	8.8%	9.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-977</b>	<b>-1,054</b>	<b>-1,140</b>	<b>-1,241</b>	<b>-1,359</b>	<b>-1,474</b>
%销售收入	35.4%	41.9%	43.0%	41.6%	41.9%	41.6%
<b>毛利</b>	<b>1,784</b>	<b>1,459</b>	<b>1,510</b>	<b>1,742</b>	<b>1,886</b>	<b>2,070</b>
%销售收入	64.6%	58.1%	57.0%	58.4%	58.1%	58.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-21</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>销售费用</b>	<b>-963</b>	<b>-864</b>	<b>-768</b>	<b>-871</b>	<b>-902</b>	<b>-964</b>
%销售收入	34.9%	34.4%	29.0%	29.2%	27.8%	27.2%
<b>管理费用</b>	<b>-177</b>	<b>-176</b>	<b>-204</b>	<b>-188</b>	<b>-188</b>	<b>-195</b>
%销售收入	6.4%	7.0%	7.7%	6.3%	5.8%	5.5%
<b>研发费用</b>	<b>-93</b>	<b>-89</b>	<b>-59</b>	<b>-69</b>	<b>-71</b>	<b>-74</b>
%销售收入	3.4%	3.5%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>530</b>	<b>311</b>	<b>460</b>	<b>600</b>	<b>708</b>	<b>819</b>
%销售收入	19.2%	12.4%	17.3%	20.1%	21.8%	23.1%
<b>财务费用</b>	<b>-17</b>	<b>-9</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>18</b>	<b>14</b>
%销售收入	0.6%	0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.5%	-0.4%
<b>资产减值损失</b>	<b>-9</b>	<b>11</b>	<b>-87</b>	<b>-14</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
公允价值变动收益	0	0	11	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>32</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	3.1%	7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>514</b>	<b>331</b>	<b>443</b>	<b>611</b>	<b>724</b>	<b>832</b>
营业利润率	18.6%	13.2%	16.7%	20.5%	22.3%	23.5%
<b>营业外收支</b>	<b>6</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>9</b>
税前利润	520	328	443	618	731	841
利润率	18.8%	13.1%	16.7%	20.7%	22.5%	23.7%
<b>所得税</b>	<b>-78</b>	<b>-53</b>	<b>-85</b>	<b>-93</b>	<b>-110</b>	<b>-126</b>
所得税率	15.0%	16.1%	19.1%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>442</b>	<b>275</b>	<b>358</b>	<b>525</b>	<b>621</b>	<b>714</b>
少数股东损益	16	15	14	15	15	14
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>426</b>	<b>260</b>	<b>345</b>	<b>510</b>	<b>606</b>	<b>700</b>
净利率	15.4%	10.3%	13.0%	17.1%	18.7%	19.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>442</b>	<b>275</b>	<b>358</b>	<b>525</b>	<b>621</b>	<b>714</b>
少数股东损益	16	15	14	15	15	14
<b>非现金支出</b>	<b>103</b>	<b>84</b>	<b>200</b>	<b>118</b>	<b>124</b>	<b>158</b>
非经营收益	18	22	-39	20	5	5
<b>营运资金变动</b>	<b>-678</b>	<b>338</b>	<b>816</b>	<b>-523</b>	<b>-71</b>	<b>-102</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-115</b>	<b>719</b>	<b>1,335</b>	<b>141</b>	<b>679</b>	<b>776</b>
<b>资本开支</b>	<b>-85</b>	<b>-141</b>	<b>-64</b>	<b>-293</b>	<b>-833</b>	<b>-681</b>
<b>投资</b>	<b>-192</b>	<b>5</b>	<b>-2,505</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	4	8	32	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-273</b>	<b>-128</b>	<b>-2,536</b>	<b>-293</b>	<b>-833</b>	<b>-681</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,400</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	16	-293	-308	78	67	17
其他	-254	-98	-60	-39	-44	-47
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-238</b>	<b>-390</b>	<b>2,032</b>	<b>42</b>	<b>23</b>	<b>-30</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-625</b>	<b>200</b>	<b>831</b>	<b>-109</b>	<b>-131</b>	<b>65</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>569</b>	<b>754</b>	<b>1,584</b>	<b>1,471</b>	<b>1,338</b>	<b>1,402</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,009</b>	<b>734</b>	<b>656</b>	<b>764</b>	<b>767</b>	<b>802</b>
<b>存货</b>	<b>621</b>	<b>689</b>	<b>677</b>	<b>700</b>	<b>766</b>	<b>831</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>853</b>	<b>750</b>	<b>2,729</b>	<b>3,097</b>	<b>3,135</b>	<b>3,172</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,053</b>	<b>2,928</b>	<b>5,646</b>	<b>6,032</b>	<b>6,006</b>	<b>6,207</b>
%总资产	58.1%	56.8%	74.1%	73.8%	67.7%	64.6%
<b>长期投资</b>	<b>133</b>	<b>312</b>	<b>145</b>	<b>145</b>	<b>145</b>	<b>145</b>
<b>固定资产</b>	<b>815</b>	<b>810</b>	<b>757</b>	<b>965</b>	<b>1,655</b>	<b>2,162</b>
%总资产	15.5%	15.7%	9.9%	11.8%	18.7%	22.5%
<b>无形资产</b>	<b>1,000</b>	<b>1,029</b>	<b>995</b>	<b>1,021</b>	<b>1,049</b>	<b>1,076</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,204</b>	<b>2,231</b>	<b>1,976</b>	<b>2,144</b>	<b>2,862</b>	<b>3,395</b>
%总资产	41.9%	43.2%	25.9%	26.2%	32.3%	35.4%
<b>资产总计</b>	<b>5,257</b>	<b>5,159</b>	<b>7,622</b>	<b>8,177</b>	<b>8,867</b>	<b>9,602</b>
<b>短期借款</b>	<b>354</b>	<b>275</b>	<b>2</b>	<b>109</b>	<b>175</b>	<b>192</b>
<b>应付款项</b>	<b>466</b>	<b>475</b>	<b>474</b>	<b>489</b>	<b>512</b>	<b>533</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>136</b>	<b>122</b>	<b>154</b>	<b>130</b>	<b>145</b>	<b>161</b>
<b>流动负债</b>	<b>957</b>	<b>872</b>	<b>631</b>	<b>728</b>	<b>832</b>	<b>885</b>
<b>长期贷款</b>	<b>269</b>	<b>55</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>4</b>
<b>负债</b>	<b>1,268</b>	<b>966</b>	<b>701</b>	<b>761</b>	<b>863</b>	<b>916</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,912</b>	<b>4,108</b>	<b>6,829</b>	<b>7,309</b>	<b>7,883</b>	<b>8,551</b>
其中：股本	433	433	512	504	504	504
未分配利润	1,555	1,735	2,026	2,504	3,077	3,745
少数股东权益	77	85	91	106	121	135
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,257</b>	<b>5,159</b>	<b>7,622</b>	<b>8,177</b>	<b>8,867</b>	<b>9,602</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.983	0.600	0.673	1.012	1.203	1.389
每股净资产	9.027	9.480	13.348	14.496	15.634	16.958
每股经营现金净流	-0.264	1.658	2.610	0.279	1.347	1.539
每股股利	0.150	0.150	0.065	0.065	0.065	0.065
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.89%	6.33%	5.05%	6.98%	7.69%	8.19%
总资产收益率	8.11%	5.04%	4.52%	6.24%	6.84%	7.29%
投入资本收益率	9.76%	5.75%	5.35%	6.75%	7.33%	7.82%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	15.64%	-8.98%	5.47%	12.53%	8.79%	9.23%
EBIT增长率	-7.32%	-41.42%	47.91%	30.44%	18.09%	15.63%
净利润增长率	-9.17%	-38.97%	32.48%	48.11%	18.85%	15.49%
总资产增长率	3.62%	-1.87%	47.75%	7.28%	8.45%	8.28%
<b>资产管理能力</b>						
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	88.6	91.6	105.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	1.37%	-10.10%	-61.55%	-54.45%	-47.94%	-44.71%
EBIT利息保障倍数	30.5	34.3	-22.3	-23.3	-40.4	-57.8
资产负债率	24.12%	18.73%	9.20%	9.30%	9.73%	9.54%

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	2	2	8	15
增持	0	1	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.67	1.47	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
5	2022-03-23	买入	34.50	N/A
6	2022-08-20	买入	33.44	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

**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