

博雅生物 (300294.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收购绿十字 (中国), 新增浆站有望贡献业绩弹性

事件简评

2024年7月17日, 博雅生物发布公告, 公司于2024年7月17日与GC Corp.、Synaptic Healthcare 1st Private Equity Fund及46名韩国籍自然人股东签署《股份购买协议》, 以自有资金人民币18.2亿元收购GC、Synaptic及个人卖方合计持有的GREEN CROSS HK HOLDINGS LIMITED (中文名: 绿十字香港控股有限公司) 100%股权, 从而间接收购境内血液制品主体绿十字(中国)生物制品有限公司。

经营分析

血制品行业并购标的稀缺, 新增浆站有望贡献业绩弹性。目前国内正常经营的血液制品生产企业不足30家, 行业壁垒较高, 生产企业牌照资源稀缺。绿十字(中国)目前拥有白蛋白、静丙、VIII因子、纤原、乙免及破免6个品种16个品规, 现有4个浆站, 2023年采浆量104吨, 2017至2023年采浆量复合增长率13%。绿十字(中国)在凝血产品领域, 特别是人源VIII因子方面具备产量、市场和品牌优势, 同时还引入了重组VIII因子, 是国内少数同时拥有人源VIII因子及重组VIII因子销售权的血液制品企业。本次交易完成后, 公司将全资控股一家血液制品生产企业, 新增一张生产牌照, 新增4个在营浆站及2个省份区域的浆站布局。此外公司泰和浆站、乐平浆站近日获得江西省卫健委颁发的《单采血浆许可证》, 原料血浆“外延+内生增长”将共同加速提升公司规模与核心竞争力。

非血制品业务处置工作持续推进。公司与华润医药于2024年7月17日和GC Corp. 签署《战略合作框架协议》, 双方将建立药品进出口销售的战略合作伙伴关系; 产品技术合作方面, 双方将携手开展血液制品、疫苗、细胞与基因治疗和诊断业务等领域产品技术引进合作, 通过技术许可、联合研发、技术转移、通过CDMO模式拓展海外业务等多种形式, 共同推动产品技术创新与升级, 实现共赢发展。本协议的合作期为10年, 至2034年7月16日止。

盈利预测、估值与评级

暂不考虑本次并购对公司业绩的影响, 我们维持盈利预期, 预计公司2024-2026年分别实现归母净利润5.54(+133%)、6.15(+11%)、6.74亿元(+10%)。2024-2026年公司对应EPS分别为1.10、1.22、1.34元, 对应当前PE分别为28、25、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, 新产品销售推广不及预期风险, 血液制品质量安全性风险。

医药组

分析师: 袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 35.67元

相关报告:

1. 《博雅生物公司点评: 血制品业务增速稳定, 新产品逐步放量》, 2023.8.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,759	2,652	1,905	2,105	2,294
营业收入增长率	4.08%	-3.87%	-28.18%	10.52%	8.98%
归母净利润(百万元)	432	237	554	615	674
归母净利润增长率	25.45%	-45.06%	133.31%	11.02%	9.55%
摊薄每股收益(元)	0.857	0.471	1.099	1.220	1.336
每股经营性现金流净额	1.07	0.61	1.79	1.29	1.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.01%	3.24%	7.07%	7.30%	7.43%
P/E	42.65	71.52	28.13	25.34	23.13
P/B	2.57	2.32	1.99	1.85	1.72

来源: 公司年报、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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,651	2,759	2,652	1,905	2,105	2,294	货币资金	1,584	1,532	1,961	2,804	3,223	3,690
增长率	4.1%	-3.9%	-28.2%	10.5%	9.0%		应收款项	656	668	540	461	510	554
主营业务成本	-1,140	-1,251	-1,253	-632	-711	-791	存货	677	667	557	339	380	421
%销售收入	43.0%	45.3%	47.2%	33.2%	33.8%	34.5%	其他流动资产	2,729	3,207	3,369	3,385	3,388	3,392
毛利	1,510	1,508	1,399	1,273	1,394	1,503	流动资产	5,646	6,073	6,428	6,989	7,500	8,056
%销售收入	57.0%	54.7%	52.8%	66.8%	66.2%	65.5%	总资产	74.1%	75.6%	82.1%	84.3%	84.3%	84.2%
营业税金及附加	-20	-22	-20	-10	-11	-11	长期投资	145	118	101	101	101	101
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	757	709	674	692	764	848
销售费用	-768	-695	-583	-476	-522	-555	总资产	9.9%	8.8%	8.6%	8.3%	8.6%	8.9%
%销售收入	29.0%	25.2%	22.0%	25.0%	24.8%	24.2%	无形资产	995	1,059	430	506	533	560
管理费用	-204	-230	-195	-139	-153	-165	非流动资产	1,976	1,960	1,401	1,301	1,401	1,511
%销售收入	7.7%	8.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.2%	总资产	25.9%	24.4%	17.9%	15.7%	15.7%	15.8%
研发费用	-59	-50	-68	-44	-46	-48	资产总计	7,622	8,033	7,829	8,290	8,901	9,567
%销售收入	2.2%	1.8%	2.6%	2.3%	2.2%	2.1%	短期借款	2	25	1	20	18	16
息税前利润 (EBIT)	460	511	534	604	663	723	应付款项	474	505	335	258	279	297
%销售收入	17.3%	18.5%	20.1%	31.7%	31.5%	31.5%	其他流动负债	154	175	121	117	129	141
财务费用	21	25	30	48	61	70	流动负债	631	705	456	395	426	454
%销售收入	-0.8%	-0.9%	-1.1%	-2.5%	-2.9%	-3.1%	长期贷款	22	0	22	22	22	22
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	48	43	29	31	29	26
公允价值变动收益	11	5	86	0	0	0	负债	701	748	508	448	477	502
投资收益	32	39	14	0	0	0	普通股股东权益	6,829	7,186	7,320	7,841	8,423	9,064
%税前利润	7.3%	7.3%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	512	504	504	504	504	504
营业利润	443	532	355	652	724	793	未分配利润	2,026	2,364	2,500	3,022	3,604	4,245
营业利润率	16.7%	19.3%	13.4%	34.2%	34.4%	34.6%	少数股东权益	91	99	1	1	1	1
营业外收支	0	0	-2	0	0	0	负债股东权益合计	7,622	8,033	7,829	8,290	8,901	9,567
税前利润	443	532	354	652	724	793	比率分析						
利润率	16.7%	19.3%	13.3%	34.2%	34.4%	34.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-85	-87	-106	-98	-109	-119	每股指标						
所得税率	19.1%	16.3%	29.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.673	0.857	0.471	1.099	1.220	1.336
净利润	358	445	248	554	615	674	每股净资产	13.348	14.250	14.516	15.550	16.705	17.976
少数股东损益	14	13	11	0	0	0	每股经营现金净流	2.434	1.066	0.614	1.792	1.288	1.424
归属于母公司的净利润	345	432	237	554	615	674	每股股利	0.150	0.150	0.065	0.065	0.065	0.065
净利率	13.0%	15.7%	9.0%	29.1%	29.2%	29.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.05%	6.01%	3.24%	7.07%	7.30%	7.43%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	4.52%	5.38%	3.03%	6.68%	6.91%	7.04%
净利润	358	445	248	554	615	674	投入资本收益率	5.35%	5.85%	5.10%	6.51%	6.65%	6.75%
少数股东损益	14	13	11	0	0	0	增长率						
非现金支出	110	107	110	83	90	100	主营业务收入增长率	5.47%	4.08%	-3.87%	-28.18%	10.52%	8.98%
非经营收益	-39	-61	-104	50	1	1	EBIT增长率	47.91%	11.16%	4.50%	13.15%	9.73%	9.04%
营运资金变动	816	46	55	217	-57	-57	净利润增长率	32.48%	25.45%	-45.06%	133.31%	11.02%	9.55%
经营活动现金净流	1,245	537	310	904	649	718	总资产增长率	47.75%	5.40%	-2.54%	5.89%	7.37%	7.48%
资本开支	-64	-138	-84	-31	-190	-210	资产管理能力						
投资	-2,505	-500	20	-16	-2	-2	应收账款周转天数	61.8	60.0	46.2	60.0	59.0	58.0
其他	32	78	78	0	0	0	存货周转天数	218.7	196.1	178.3	196.0	195.0	194.0
投资活动现金净流	-2,536	-560	14	-47	-192	-212	应付账款周转天数	71.5	72.6	50.5	70.0	65.0	60.0
股权募资	2,400	2	0	0	0	0	固定资产周转天数	98.6	84.7	87.3	115.4	103.0	93.6
债权募资	-308	0	0	21	-4	-4	偿债能力						
其他	-60	-87	-237	-34	-34	-34	净负债/股东权益	-61.55%	-64.53%	-72.41%	-78.10%	-77.69%	-77.38%
筹资活动现金净流	2,032	-85	-237	-14	-38	-38	EBIT利息保障倍数	-22.3	-20.2	-17.5	-12.7	-10.9	-10.3
现金净流量	741	-108	87	843	419	467	资产负债率	9.20%	9.32%	6.49%	5.41%	5.36%	5.25%

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	2	7	12	22	31
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.12	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	2022-08-20	买入	33.44	N/A
2	2022-10-25	买入	32.11	N/A
3	2023-03-15	买入	34.88	N/A
4	2023-03-26	买入	34.98	N/A
5	2023-08-22	买入	30.91	N/A

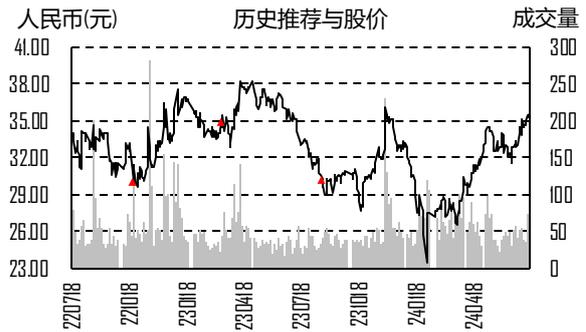
来源：国金证券研究所

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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806