

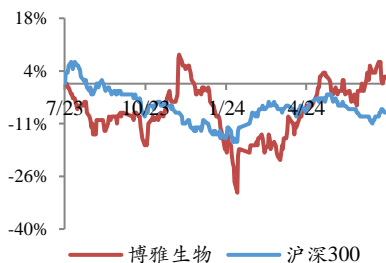
战略收购绿十字，加速提升公司核心竞争力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-07-23

收盘价(元)	34.07
近12个月最高/最低(元)	36.64/22.91
总股本(百万股)	504
流通股本(百万股)	426
流通股比例(%)	84.47
总市值(亿元)	172
流通市值(亿元)	145

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司深度博雅生物：聚焦主业轻装上阵，浆站扩张未来可期 2024-05-26

主要观点：

● 事件

事件 1: 2024 年 7 月 17 日，博雅生物发布公告，公司与华润医药和 GCCorp. (以下简称 GC) 签署《战略合作框架协议》。

事件 2: 2024 年 7 月 17 日，公司发布公告拟以自有资金 18.2 亿元收购绿十字(香港) 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(以下简称绿十字(中国))。

事件 3: 2024 年 7 月 17 日，公司旗下泰和浆站、乐平浆站获得江西省卫健委颁发的《单采血浆许可证》。

● 点评

签署战略合作框架协议，推动双方业务发展，实现合作共赢

此次战略合作业务主要包括绿十字(中国) 生物制品有限公司业务整合、GC 与格林克医药的药品进出口销售、双方在血液制品、疫苗、细胞与基因治疗和诊断业务等领域的产品技术引进合作。

公司收购绿十字(香港) 事件，交易对方包括 GC (持股 77.35%)、韩国私募股权基金 Synaptic (持股 15.33%) 以及 46 名韩国籍自然人(持股 7.32%)。绿十字(中国) 是 GC 通过绿十字(香港) 在中国境内设立的血液制品公司，成立于 1995 年，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%；公司通过安徽格林克代理进口白蛋白、重组 VIII 因子及医美产品在中国地区销售。

2023Q1-Q3，绿十字(香港) 实现营收 2.39 亿元，归母净利润-0.12 亿元。

战略收购绿十字，整合行业资源，加速提升公司规模与核心竞争力

血制品行业自 2001 年 5 月起不再有新玩家进入，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，生产企业牌照资源非常稀缺。绿十字(中国) 是 GC 通过绿十字(香港) 在中国境内设立的血液制品生产企业，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，是稀缺的标的资源。

收购完成后，公司将持有绿十字(香港) 100% 的股权，绿十字(中国) 的 VIII 因子产品生产能力卓越、市场网络广泛、品牌影响力巨大，将与公司现有资源形成协同互补。此外，公司将新增一张生产牌照，新增 4 个在营单采血浆站，新增 2 个省份区域的浆站布局，为公司整合行业资源、拓展新浆站开辟新的路径，从而加速提升公司的规模与核心竞争力。公司与 GC 签署相关战略合作协议，以及绿十字(中国) 全资子公司格林克与 GC 及相关方签署相关产品代理销售协议，进一步奠定了长期合作基石，从而加速公司“走出去、引进来”的国际化业务布局。

● 投资建议

我们维持此前盈利预测，公司战略收购绿十字后，公司采浆能力将进一步提升，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 19.71/21.36/22.89 亿元，分别同比增长-25.7%/8.3%/7.2%，归母净利润分别为 5.57/6.18/6.80 亿元，分别同比增长 134.7%/11.0%/10.0%，对应估值为 31X/28X/25X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

采浆情况不及预期，行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2652	1971	2136	2289
收入同比 (%)	-3.9%	-25.7%	8.3%	7.2%
归属母公司净利润	237	557	618	680
净利润同比 (%)	-45.1%	134.7%	11.0%	10.0%
毛利率 (%)	52.8%	70.9%	71.4%	71.9%
ROE (%)	3.2%	7.2%	7.4%	7.5%
每股收益 (元)	0.47	1.11	1.23	1.35
P/E	71.66	30.83	27.78	25.26
P/B	2.32	2.22	2.06	1.90
EV/EBITDA	22.66	19.75	17.29	15.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6428	6628	7268	7954	营业收入	2652	1971	2136	2289
现金	1961	2542	3119	3743	营业成本	1253	573	611	642
应收账款	210	164	166	159	营业税金及附加	20	15	17	18
其他应收款	264	164	166	159	销售费用	583	473	513	549
预付账款	5	3	3	3	管理费用	195	158	171	183
存货	557	280	285	307	财务费用	-30	-48	-62	-77
其他流动资产	3430	3473	3528	3583	资产减值损失	-330	-23	-26	-28
非流动资产	1401	1411	1432	1472	公允价值变动收益	86	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	14	10	11	11
固定资产	634	652	680	727	营业利润	355	729	810	890
无形资产	269	271	273	275	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	498	487	478	470	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	7829	8038	8700	9427	利润总额	354	729	810	890
流动负债	456	235	249	263	所得税	106	146	162	178
短期借款	0	0	0	0	净利润	248	584	648	712
应付账款	77	45	48	50	少数股东损益	11	26	29	32
其他流动负债	380	190	201	213	归属母公司净利润	237	557	618	680
非流动负债	52	51	51	51	EBITDA	664	742	815	890
长期借款	22	22	22	22	EPS (元)	0.47	1.11	1.23	1.35
其他非流动负债	29	28	28	28					
负债合计	508	285	299	314					
少数股东权益	1	27	56	89					
股本	504	504	504	504					
资本公积	4063	4063	4063	4063					
留存收益	2753	3159	3777	4457					
归属母公司股东权益	7320	7726	8344	9024					
负债和股东权益	7829	8038	8700	9427					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	642	863	730	806	成长能力				
净利润	248	584	648	712	营业收入	-3.9%	-25.7%	8.3%	7.2%
折旧摊销	114	61	67	77	营业利润	-33.3%	105.3%	11.0%	10.0%
财务费用	0	1	1	1	归属于母公司净利	-45.1%	134.7%	11.0%	10.0%
投资损失	-14	-10	-11	-11	获利能力				
营运资金变动	51	209	1	2	毛利率 (%)	52.8%	70.9%	71.4%	71.9%
其他经营现金流	439	393	671	736	净利率 (%)	9.0%	28.3%	29.0%	29.7%
投资活动现金流	14	-129	-152	-181	ROE (%)	3.2%	7.2%	7.4%	7.5%
资本支出	-84	-100	-117	-147	ROIC (%)	5.3%	7.0%	7.1%	7.1%
长期投资	20	-51	-51	-51	偿债能力				
其他投资现金流	78	22	16	16	资产负债率 (%)	6.5%	3.5%	3.4%	3.3%
筹资活动现金流	-237	-153	-1	-1	净负债比率 (%)	6.9%	3.7%	3.6%	3.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	14.08	28.23	29.24	30.24
长期借款	22	0	0	0	速动比率	12.85	27.02	28.07	29.06
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-2	0	0	0	总资产周转率	0.33	0.25	0.26	0.25
其他筹资现金流	-256	-153	-1	-1	应收账款周转率	7.90	10.54	12.93	14.08
现金净增加额	419	581	577	624	应付账款周转率	7.22	9.46	13.27	13.17
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.47	1.11	1.23	1.35
					每股经营现金流(薄)	1.27	1.71	1.45	1.60
					每股净资产	14.52	15.32	16.55	17.90
					估值比率				
					P/E	71.66	30.83	27.78	25.26
					P/B	2.32	2.22	2.06	1.90
					EV/EBITDA	22.66	19.75	17.29	15.12

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 陈珈蔚, 医药行业分析师, 主要负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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。