

博雅生物 (300294.SZ)

强烈推荐 (维持)

采浆维持双位数增长，看好全年血制品业务稳中有升

博雅生物发布 2024 三季报：2024 年前三季度营业收入 12.45 亿元，同比-43.16%；归母净利润 4.13 亿元，同比-11.07%；扣非归母净利润 3.36 亿元，同比-6.96%。2024 年第三季度，博雅生物实现营业收入 3.49 亿元，同比下降 46.21%；归母净利润 0.97 亿元，同比下降 29.98%；扣非归母净利润 0.77 亿元，同比下降 25.62%。

- 资产剥离影响表观增长，血制品业务前三季度同比增长、全年预计稳中有升。24Q3 公司业绩同比下滑，主要系公司分别于 2023 年 9 月、10 月转让所持有的复大医药 75% 股权、天安药业 89.681% 股权，转让后复大医药和天安药业不再纳入合并范围。血液制品收入 2024 年前三季度收入 10.89 亿元、同比增长 0.39%，其中第三季度实现收入 2.99 亿元、同比下降 7.28%。我们认为公司血液制品业务波动主要受行业供需周期、季度出货量波动、集采产品价格联动等多方面影响，但考虑到公司 PCC、八因子正处放量周期，投浆量逐步提升中，从全年角度我们认为仍有信心实现血制品业务稳健增长。
- 盈利能力在区间内波动，血浆利用率尚有提升空间。得益于 PCC 和八因子等高毛利产品快速放量等因素，公司毛利率同比提升，2024 前三季度毛利率 66.67%、相较于 2023 年报提升 1391bp。公司费用率整体控制稳定，学术推广和研发投入均有提升，2024 年前三季度销售费用率 21.99%（相较于 2023 年报+2bp）、管理费用率 10.26%（相较于 2023 年报+291bp）、研发费用率 3.81%（相较于 2023 年报+126bp）。公司在研项目 C1 酯酶、vWF 因子、高浓度静注人免疫球蛋白等产品进展顺利，血浆利用率有望提升。
- 采浆维持双位数增长。截至 2024 三季报，公司在营单采血浆站 16 家（未含绿十字（中国）的 4 家单采血浆站），2024 年 1-9 月采浆 387.44 吨，同比+12.39%。考虑到老浆站潜力挖潜、新浆站爬坡（江西泰和、乐平浆站于 2024 年 7 月获采浆许可），以及绿十字（中国）并表后的积极影响（4 个浆站、2024H1 采浆量 52.1 吨），预计全年采浆量将实现较高增长。
- 投资建议与盈利预测：我们认为博雅生物已基本处理完历史遗留问题，并以绿十字（中国）并购事件为起点，步入全新发展，预计 2024-2026 年分别实现归母净利润 5.51/6.33/7.37 亿元，对应 PE29/25/22x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：产品供需周期、竞争加剧、重组产品抢占份额、集采等风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2759	2652	1971	2285	2602
同比增长	4%	-4%	-26%	16%	14%
营业利润(百万元)	532	355	830	954	1112
同比增长	20%	-33%	134%	15%	17%
归母净利润(百万元)	432	237	551	633	737
同比增长	25%	-45%	132%	15%	16%
每股收益(元)	0.86	0.47	1.09	1.25	1.46
PE	36.7	66.7	28.8	25.0	21.5
PB	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

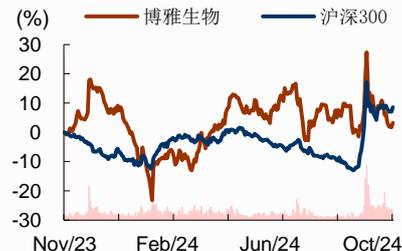
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：31.42 元

基础数据

总股本(百万股)	504
已上市流通股(百万股)	426
总市值(十亿元)	15.8
流通市值(十亿元)	13.4
每股净资产(MRQ)	15.0
ROE(TTM)	2.5
资产负债率	7.1%
主要股东	华润医药控股有限公司
主要股东持股比例	29.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-2	2
相对表现	-2	-10	-7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《博雅生物 (300294) 一采浆快速增长，PCC 八因子放量中》2024-08-26
- 《博雅生物 (300294) 一轻装上阵，外延内生双驱动逐步进入兑现期》2024-08-20

梁广楷 S1090524010001

lianguanguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6073	6428	6830	7392	8022
现金	1532	1961	2794	3210	3735
交易性投资	3194	3362	3362	3362	3362
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	462	210	156	181	206
其它应收款	101	264	197	228	259
存货	667	557	268	349	389
其他	118	73	53	61	70
非流动资产	1960	1401	1350	1304	1264
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	640	634	629	625	621
无形资产商誉	1014	395	356	320	288
其他	306	372	365	359	355
资产总计	8033	7829	8180	8696	9286
流动负债	705	456	383	403	413
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	303	126	61	79	88
预收账款	21	12	6	8	9
其他	381	318	316	316	317
长期负债	43	52	52	52	52
长期借款	0	22	22	22	22
其他	43	29	29	29	29
负债合计	748	508	435	455	465
股本	504	504	504	504	504
资本公积金	4065	4063	4063	4063	4063
留存收益	2616	2753	3152	3619	4166
少数股东权益	99	1	26	54	87
归属于母公司所有者权益	7186	7320	7719	8187	8734
负债及权益合计	8033	7829	8180	8696	9286

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	596	642	1009	600	730
净利润	445	248	575	661	770
折旧摊销	107	110	121	115	110
财务费用	1	0	(18)	(23)	(26)
投资收益	(39)	(14)	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	100	300	367	(129)	(98)
其它	(18)	(3)	(9)	3	3
投资活动现金流	(560)	14	(41)	(41)	(41)
资本支出	(138)	(87)	(69)	(69)	(69)
其他投资	(422)	102	28	28	28
筹资活动现金流	(85)	(237)	(135)	(142)	(163)
借款变动	(29)	(151)	(1)	0	0
普通股增加	(7)	0	0	0	0
资本公积增加	7	(2)	0	0	0
股利分配	(77)	(101)	(151)	(165)	(190)
其他	20	18	18	23	26
现金净增加额	(49)	419	833	416	525

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2759	2652	1971	2285	2602
营业成本	1251	1253	603	785	876
营业税金及附加	22	20	17	18	21
营业费用	695	583	363	354	390
管理费用	230	195	134	149	169
研发费用	50	68	71	75	88
财务费用	(25)	(30)	(18)	(23)	(26)
资产减值损失	(56)	(331)	0	0	0
公允价值变动收益	5	86	5	5	5
其他收益	8	22	8	8	8
投资收益	39	14	15	15	15
营业利润	532	355	830	954	1112
营业外收入	6	4	4	4	4
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	532	354	828	953	1110
所得税	87	106	253	291	340
少数股东损益	13	11	25	28	33
归属于母公司净利润	432	237	551	633	737

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	4%	-4%	-26%	16%	14%
营业利润	20%	-33%	134%	15%	17%
归母净利润	25%	-45%	132%	15%	16%
获利能力					
毛利率	54.7%	52.8%	69.4%	65.6%	66.3%
净利率	15.7%	9.0%	27.9%	27.7%	28.3%
ROE	6.2%	3.3%	7.3%	8.0%	8.7%
ROIC	5.9%	3.1%	7.4%	8.0%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	9.3%	6.5%	5.3%	5.2%	5.0%
净负债比率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	8.6	14.1	17.8	18.3	19.4
速动比率	7.7	12.9	17.1	17.5	18.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
存货周转率	1.9	2.0	1.5	2.5	2.4
应收账款周转率	6.0	7.9	10.8	13.6	13.5
应付账款周转率	4.3	5.8	6.4	11.2	10.5
每股资料(元)					
EPS	0.86	0.47	1.09	1.25	1.46
每股经营净现金	1.18	1.27	2.00	1.19	1.45
每股净资产	14.25	14.52	15.31	16.24	17.32
每股股利	0.20	0.30	0.33	0.38	0.44
估值比率					
PE	36.7	66.7	28.8	25.0	21.5
PB	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	24.9	36.4	15.6	13.9	12.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。