

2023年03月31日
博雅生物(300294.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

积极推进新设浆站,公司发展有望加速 进入快车道

■ **事件:**公司发布2022年年报。2022年全年,公司实现营业收入27.59亿元,同比增长4.08%;归母净利润4.32亿元,同比增长25.45%;扣非归母净利润3.92亿元,同比增长33.61%。Q4单季度,公司实现营业收入6.76亿元,同比增长5.78%;归母净利润0.14亿元,同比下降33.94%;扣非归母净利润0.36亿元。全年利润端实现较大增长预计主要系公司血制品销量及毛利率提升,同时公司理财收益增加等综合因素所致。

■ **血制品业务毛利率及销售净利率有所提升。**2022年,公司毛利率为54.66%,同比下降2.32pct,主要系非血制品业务受相关政策影响毛利率下滑所致,血液制品业务毛利率为70.53%,同比上升2.76pct;净利率为16.15%,同比上升2.63pct。2022年公司期间费用率为34.43%,同比下降3.68pct,其中销售费用率为25.21%,同比下降3.76pct;管理费用率为8.34%,同比上升0.66pct;研发费用率为1.80%,同比下降0.44pct;财务费用率为-0.92%,同比下降0.14pct。单Q4来看,公司实现毛利率53.41%(-3.98pct),净利率2.45%(-1.53pct),销售费用率26.26%(-6.92pct);管理费用率10.42%(+0.65pct);研发费用率2.06%(+0.97pct);财务费用率-1.03%(+1.79pct)。

■ **公司计划适时剥离或处置非血液制品业务,聚焦血液制品业务发展。**2022年公司血液制品业务维持良好增长态势,非血制品板块受政策等因素影响总体业绩略有下降。根据公司公告及投资者关系记录,公司将持续聚焦血液制品业务发展,适时剥离或处置非血液制品业务:(1)2023年将解决天安药业、广东复大与控股股东同业竞争事项,截至2023年2月公司就天安药业已初步锁定部分意向受让方,并就交易方式、交易时间等经深入讨论后形成了初步交易方案;已与华润医商签订了《委托管理协议》及《股权转让框架协议》,拟将持有的复大医药75%的股权转让给华润医商,自启动立项及完成中介机构选聘等工作以来,正在积极开展现场尽职调查、专项审计及资产评估等事项;(2)多渠道、多方式推进欣和药业的资产处置;(3)稳定新百药业的生产经营,推动资产、产品效益提升工作,以及积极寻求合作方加快股权转让。公司在逐步剥离一系列非血液制品业务后,将进一步聚焦血液制品的发展,有望实现业绩的长期稳健增长。

■ **依托央企股东优势,公司采浆规模或将大幅提升。**根据公司公告及投资者关系记录,截至2023年2月公司共有单采血浆站14家(含1

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **44.45元**
股价(2023-03-30) **33.72元**

交易数据

总市值(百万元)	17,003.27
流通市值(百万元)	14,362.70
总股本(百万股)	504.25
流通股本(百万股)	425.94
12个月价格区间	25.35/38.2元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.2	-12.1	16.0
绝对收益	-3.9	-7.8	11.0

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

血制品业务全年稳健增长,采浆规模与血浆综合利用率有望持续提升	2023-03-13
博雅生物: Q3 业绩略有波动, PCC 批签发快速增长, 期待八因子逐步放量	2022-10-31

家在建)，2018 年至 2022 年间，公司的采浆量从 350 吨逐年增长至 439 吨，在营浆站平均单站采浆量从 29 吨/年逐步提升至近 34 吨/年。公司计划通过三种方式提升采浆规模，力争在十四五期间实现浆站总数量、采浆规模翻番的目标：（1）进一步挖潜存量的 14 个浆站以保证供血浆者数量持续增长，并积极向政府主管部门申请扩大浆站采浆区域；（2）积极申请设立新的单采血浆站，尽快增加公司浆站数量，截至 2022 年底公司借助华润集团与各省战略合作关系，已完成 10 余个省份拟设浆站实地调研与选址工作，获得若干个县、市级批文；（3）积极寻求行业内血液制品企业整合机会，加强投资并购团队建设。随着公司采浆规模的逐渐增长，公司有望进入快速发展期。

■ **新产品上市及研发进展顺利，血浆综合利用率有望持续增长。**近年来公司不断研发出新产品，PCC 和 VIII 因子已分别于 2020 年底和 2022 年 8 月获批，丰富了血制品业务的产品结构。根据中检院及投资者关系记录，2022 年，公司 PCC 共获批签发 74 次，同比增长 85%，该产品市场份额（样本医院统计）约占 12%，全年销售额超 3000 万元；VIII 因子方面，公司已于 2023 年 3 月获得批签发，2023 年公司将注重其市场开发，争取达到 5% 的市场份额；在研产品方面，公司目前已布局了 vWF 因子、高浓度（10%）静丙以及微球类蛋白等，形成了良好的在研产品梯队。未来公司将着力开发免疫球蛋白和因子类产品，进一步拓宽血液制品产品结构，提升公司核心竞争能力。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 -11.1%、-13.0%、7.9%，净利润增速分别为 30.4%、25.2%、10.6%，对应 EPS 分别为 1.12 元、1.40 元、1.55 元，对应 PE 分别为 29.9 倍、23.8 倍、21.6 倍；维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**浆站拓展不及预期、产品市场推广及销售不及预期、剥离非血制品业务进度及相关损益的不确定性。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,650.5	2,758.7	2,453.9	2,135.3	2,304.5
净利润	344.5	432.2	563.6	705.6	780.5
每股收益(元)	0.68	0.86	1.12	1.40	1.55
每股净资产(元)	13.54	14.25	15.09	16.27	17.61

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	48.8	38.9	29.9	23.8	21.6
市净率(倍)	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9
净利润率	13.0%	15.7%	23.0%	33.0%	33.9%
净资产收益率	5.0%	6.0%	7.4%	8.6%	8.8%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.7%	0.6%
ROIC	9.9%	17.8%	23.6%	31.9%	35.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,650.5	2,758.7	2,453.9	2,135.3	2,304.5	成长性					
减: 营业成本	1,140.2	1,250.9	940.8	571.1	593.6	营业收入增长率	5.5%	4.1%	-11.1%	-13.0%	7.9%
营业税费	20.0	21.9	19.0	16.5	18.0	营业利润增长率	33.7%	20.1%	29.1%	23.5%	10.1%
销售费用	767.9	695.5	613.5	533.8	576.1	净利润增长率	32.5%	25.4%	30.4%	25.2%	10.6%
管理费用	203.6	230.0	198.8	168.7	179.8	EBITDA 增长率	68.0%	3.1%	7.7%	20.9%	8.7%
研发费用	59.3	49.6	54.0	68.3	80.7	EBIT 增长率	81.6%	4.1%	7.8%	23.6%	9.5%
财务费用	-20.6	-25.3	-24.6	-29.6	-42.3	NOPLAT 增长率	19.6%	24.3%	30.7%	23.6%	8.9%
资产减值损失	-80.7	-52.6	-	-	-	投资资本增长率	-31.3%	-1.3%	-8.5%	-2.3%	-3.1%
加: 公允价值变动收益	10.7	5.1	-	-	-	净资产增长率	65.1%	5.3%	6.0%	7.8%	8.1%
投资和汇兑收益	32.4	38.7	27.1	32.9	30.0						
营业利润	443.1	532.2	687.2	848.7	934.5	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	-0.2	-1.1	0.8	0.4	毛利率	57.0%	54.7%	61.7%	73.3%	74.2%
利润总额	443.1	532.0	686.1	849.5	934.9	营业利润率	16.7%	19.3%	28.0%	39.7%	40.6%
减: 所得税	84.8	86.5	111.6	138.1	152.0	净利润率	13.0%	15.7%	23.0%	33.0%	33.9%
净利润	344.5	432.2	563.6	705.6	780.5	EBITDA/营业收入	25.6%	25.4%	30.7%	42.7%	43.0%
						EBIT/营业收入	22.0%	22.0%	26.7%	37.9%	38.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	98	88	88	87	68
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	157	91	89	89	79
货币资金	1,583.7	1,531.6	2,115.2	2,772.5	3,500.1	流动资产周转天数	582	765	933	1,164	1,175
交易性金融资产	2,700.0	3,193.9	3,491.3	3,491.3	3,491.3	应收账款周转天数	69	70	74	71	65
应收账款	513.0	562.3	448.1	395.8	436.3	存货周转天数	93	88	84	75	60
应收票据	9.4	0.1	-	-	-	总资产周转天数	868	1,021	1,212	1,469	1,451
预付账款	13.0	9.7	11.2	7.8	8.7	投资资本周转天数	397	308	330	358	322
存货	676.8	667.0	482.9	405.5	356.7						
其他流动资产	150.1	108.8	96.8	84.2	90.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.0%	6.0%	7.4%	8.6%	8.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	5.5%	6.8%	8.0%	8.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	9.9%	17.8%	23.6%	31.9%	35.6%
投资性房地产	-	0.7	0.7	0.7	0.7	费用率					
固定资产	716.3	639.9	558.1	476.2	394.4	销售费用率	29.0%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
在建工程	40.9	69.3	89.3	109.3	129.3	管理费用率	7.7%	8.3%	8.1%	7.9%	7.8%
无形资产	272.8	350.1	332.3	362.1	389.3	研发费用率	2.2%	1.8%	2.2%	3.2%	3.5%
其他非流动资产	945.9	899.8	867.3	833.8	834.1	财务费用率	-0.8%	-0.9%	-1.0%	-1.4%	-1.8%
资产总额	7,621.8	8,033.2	8,493.2	8,939.2	9,631.9	四费/营业收入	38.1%	34.4%	34.3%	34.7%	34.5%
短期债务	-	-	215.1	195.1	175.1	偿债能力					
应付账款	424.0	472.2	311.8	233.6	223.4	资产负债率	9.2%	9.3%	9.1%	6.9%	6.6%
应付票据	50.5	33.1	29.6	5.3	32.7	负债权益比	10.1%	10.3%	10.0%	7.5%	7.1%
其他流动负债	156.5	200.0	180.1	152.6	168.4	流动比率	8.95	8.61	9.02	12.20	13.15
长期借款	22.1	-	-	-	-	速动比率	7.88	7.67	8.37	11.51	12.56
其他非流动负债	48.2	43.0	38.3	33.3	35.9	利息保障倍数	-28.32	-24.03	-26.60	-27.38	-20.93
负债总额	701.3	748.3	774.8	619.9	635.5	分红指标					
少数股东权益	91.4	99.2	110.1	115.7	118.1	DPS(元)	0.15	-	0.28	0.22	0.21
股本	511.6	504.2	504.2	504.2	504.2	分红比率	22.0%	0.0%	25.0%	15.7%	13.6%
留存收益	6,517.4	6,681.4	7,104.1	7,699.3	8,374.1	股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.7%	0.6%
股东权益	6,920.5	7,284.8	7,718.4	8,319.3	8,996.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	358.3	445.5	563.6	705.6	780.5
						加: 折旧和摊销	109.8	107.0	99.5	102.1	104.6
						资产减值准备	80.7	52.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-10.7	-5.1	-	-	-
						财务费用	10.5	0.6	-24.6	-29.6	-42.3
						投资收益	-32.4	-38.7	-27.1	-32.9	-30.0
						少数股东损益	13.8	13.3	10.9	5.7	2.3
						营运资金的变动	886.8	135.1	153.4	51.5	30.9
						经营活动产生现金流量	1,345.4	596.4	775.7	802.4	846.1
						投资活动产生现金流量	-2,536.4	-560.2	-290.3	-37.1	-40.0
						融资活动产生现金流量	2,032.4	-85.0	98.2	-108.1	-78.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.68	0.86	1.12	1.40	1.55
						BVPS(元)	13.54	14.25	15.09	16.27	17.61
						PE(X)	48.8	38.9	29.9	23.8	21.6
						PB(X)	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9
						P/FCF	15.0	36.2	17.2	23.1	20.2
						P/S	6.3	6.1	6.9	7.9	7.3
						EV/EBITDA	22.3	19.4	15.1	11.8	10.1
						CAGR(%)	25.7%	20.7%	27.8%	25.7%	20.7%
						PEG	1.9	1.9	1.1	0.9	1.0
						ROIC/WACC	0.9	1.7	2.3	3.1	3.4
						REP	6.7	3.4	2.3	1.7	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034