


2023年04月11日
博雅生物(300294.SZ)

ESSENCE

 公司快报

证券研究报告

生物医药 III

Q1 血制品板块实现较快增长，浆源拓展稳中有进

■ **事件：公司发布 2023 年一季度业绩预告。**2023 年一季度，公司预计实现归母净利润 1.66-1.76 亿元，同比增长 60%-70%；实现扣非归母净利润 1.35-1.46 亿元，同比增长 25%-35%。

■ **2023Q1 公司血制品业务及复大医药经销业务业绩增长显著。**分业务线来看：1) 血液制品业务：母公司扣除合并层面抵销的子公司分红 1.13 亿元后的净利润同比增加 6712 万元（同比+72.83%），主要系静丙、PCC、狂免的销售较上年同期增幅较大以及理财产品结构差异对理财收益影响等因素所致。批签发数据显示，2023Q1 公司静丙获批 20 批次，同比增长 25%；PCC 获批 18 批次，同比下滑 5%，销售增长预计主要系 22Q1 PCC 仍处在销售初期，公司加大推广后产品逐渐放量；2) 复大医药经销业务：净利润同比增加 465.22 万元（同比+46.87%），主要系静丙、白蛋白的销售增加所致；3) 其他非血液制品业务：收入及净利润均保持稳定。

■ **浆源拓展计划稳中有进，智能工厂建设有序推进。**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 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。公司计划通过存量浆站挖潜，申请新设浆站，寻求并购整合三种方式持续提升采浆规模，在新设浆站方面，2022 年公司已在若干省份推进了实质性的设置调研与申报工作，先后完成超过 30 个区域的详细调研，完成了多个区域材料报送工作，并陆续取得部分县级、市级批文，个别区域已进入省级审批程序。为匹配采浆规模增长，公司积极推进智能工厂建设，截至 2023 年 3 月公司智能工厂已进入详细建设阶段，预计 6 月开始土建施工，年底前完成土建封顶；同时公司已进一步细化了项目里程碑，预计可按原定计划完成智能工厂的建设，至 2025 年下半年可实现试生产、2027 年初实现正式投产，智能工厂一期计划建设 1800 吨产能规模，实现智能化、信息化从而提升产品得率。

■ **PCC 与八因子有望逐渐放量，在研项目储备丰富。**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 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 3 批次批签发，2023 年公司将注重其市场开发，争取达到 5% 的市场份额。同时，公司布

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	44.98 元
股价 (2023-04-10)	37.00 元

交易数据

总市值(百万元)	18,657.20
流通市值(百万元)	15,759.79
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	3.8	-2.8	37.0
绝对收益	7.3	-0.7	34.0

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

积极推进新设浆站，公司发展有望加速进入快车道	2023-03-31
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

局了多个在研项目如 vWF 因子、高浓度（10%）静丙以及微球类蛋白等产品，其中 vWF 因子和高浓度（10%）静丙分别于 2021 年 8 月和 2021 年 12 月获批临床，截至 2022 年年底二者均处于开展临床病例受试者入组阶段。随着新产品快速放量以及在研产品未来逐渐实现商业化，公司血液制品业务有望再上新台阶。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为-9.5%、-15.0%、8.7%，净利润增速分别为 31.2%、24.7%、11.9%，对应 EPS 分别为 1.12 元、1.40 元、1.57 元，对应 PE 分别为 32.9 倍、26.4 倍、23.6 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	2,496.2	2,121.9	2,307.0
净利润	344.5	432.2	567.0	707.2	791.0
每股收益(元)	0.68	0.86	1.12	1.40	1.57
每股净资产(元)	13.54	14.25	15.09	16.28	17.63

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	54.2	43.2	32.9	26.4	23.6
市净率(倍)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1
净利润率	13.0%	15.7%	22.7%	33.3%	34.3%
净资产收益率	5.0%	6.0%	7.5%	8.6%	8.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.6%	0.6%
ROIC	9.9%	17.8%	23.8%	31.6%	37.1%

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	2,496.2	2,121.9	2,307.0	成长性					
减:营业成本	1,140.2	1,250.9	978.5	568.6	594.1	营业收入增长率	5.5%	4.1%	-9.5%	-15.0%	8.7%
营业税费	20.0	21.9	19.4	16.4	18.0	营业利润增长率	33.7%	20.1%	29.9%	23.0%	11.3%
销售费用	767.9	695.5	624.1	530.5	576.8	净利润增长率	32.5%	25.4%	31.2%	24.7%	11.9%
管理费用	203.6	230.0	202.2	167.6	179.9	EBITDA 增长率	68.0%	3.1%	8.3%	20.4%	9.8%
研发费用	59.3	49.6	54.9	67.9	80.7	EBIT 增长率	81.6%	4.1%	8.5%	23.1%	10.8%
财务费用	-20.6	-25.3	-24.4	-29.8	-42.5	NOPLAT 增长率	19.6%	24.3%	31.6%	23.1%	10.2%
资产减值损失	-80.7	-52.6	-	-	-	投资资本增长率	-31.3%	-1.3%	-7.3%	-6.1%	2.2%
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%	8.2%
投资和汇兑收益	32.4	38.7	42.1	40.4	41.3						
营业利润	443.1	532.2	691.3	850.5	947.0	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%	60.8%	73.2%	74.2%
利润总额	443.1	532.0	690.2	851.3	947.5	营业利润率	16.7%	19.3%	27.7%	40.1%	41.1%
减:所得税	84.8	86.5	112.2	138.4	154.1	净利润率	13.0%	15.7%	22.7%	33.3%	34.3%
净利润	344.5	432.2	567.0	707.2	791.0	EBITDA/营业收入	25.6%	25.4%	30.4%	43.0%	43.5%
						EBIT/营业收入	22.0%	22.0%	26.4%	38.2%	39.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	98	88	86	88	68
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	157	91	89	88	79
货币资金	1,583.7	1,531.6	2,086.1	2,831.7	3,456.9	流动资产周转天数	582	765	920	1,173	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	465.5	373.1	460.0	存货周转天数	93	88	86	75	60
应收票据	9.4	0.1	-	-	-	总资产周转天数	868	1,021	1,195	1,481	1,450
预付账款	13.0	9.7	12.1	6.9	9.6	投资资本周转天数	397	308	326	358	322
存货	676.8	667.0	529.0	355.4	407.4						
其他流动资产	150.1	108.8	98.5	83.7	91.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.0%	6.0%	7.5%	8.6%	8.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	5.5%	6.8%	8.0%	8.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	9.9%	17.8%	23.8%	31.6%	37.1%
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	870.2	832.8	834.3	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	8,533.1	8,923.3	9,664.2	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	343.2	217.5	239.9	资产负债率	9.2%	9.3%	9.5%	6.7%	6.8%
应付票据	50.5	33.1	32.2	2.6	35.4	负债权益比	10.1%	10.3%	10.5%	7.2%	7.3%
其他流动负债	156.5	200.0	182.7	151.8	168.5	流动比率	8.95	8.61	8.64	12.60	12.79
长期借款	22.1	-	-	-	-	速动比率	7.88	7.67	7.96	11.97	12.13
其他非流动负债	48.2	43.0	38.9	33.1	36.0	利息保障倍数	-28.32	-24.03	-27.04	-27.20	-21.16
负债总额	701.3	748.3	812.1	600.1	654.8	分红指标					
少数股东权益	91.4	99.2	110.1	115.8	118.2	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	7,106.7	7,703.1	8,387.0	股息收益率	0.4%	0.0%	0.8%	0.6%	0.6%
股东权益	6,920.5	7,284.8	7,721.0	8,323.2	9,009.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
净利润	358.3	445.5	567.0	707.2	791.0	EPS(元)	0.68	0.86	1.12	1.40	1.57
加:折旧和摊销	109.8	107.0	99.5	102.1	104.6	BVPS(元)	13.54	14.25	15.09	16.28	17.63
资产减值准备	80.7	52.6	-	-	-	PE(X)	54.2	43.2	32.9	26.4	23.6
公允价值变动损失	-10.7	-5.1	-	-	-	PB(X)	2.7	2.6	2.5	2.3	2.1
财务费用	10.5	0.6	-24.4	-29.8	-42.5	P/FCF	16.6	40.2	19.6	22.9	25.5
投资收益	-32.4	-38.7	-42.1	-40.4	-41.3	P/S	7.0	6.8	7.5	8.8	8.1
少数股东损益	13.8	13.3	10.9	5.7	2.4	EV/EBITDA	22.3	19.4	17.4	13.7	11.8
营运资金的变动	886.8	135.1	121.7	138.5	-80.6	CAGR(%)	25.8%	21.2%	28.1%	25.8%	21.2%
经营活动产生现金流量	1,345.4	596.4	732.7	883.2	733.7	PEG	2.1	2.0	1.2	1.0	1.1
投资活动产生现金流量	-2,536.4	-560.2	-275.3	-29.6	-28.7	ROIC/WACC	0.9	1.7	2.3	3.0	3.6
融资活动产生现金流量	2,032.4	-85.0	97.1	-108.1	-79.7	REP	6.7	3.4	2.7	2.0	1.6

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