

**投资评级 优于大市 维持**

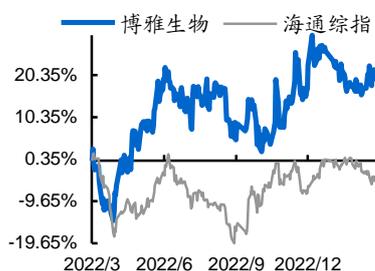
## 血制品业务维持稳健，产品结构持续优化

**股票数据**

03月27日收盘价(元)	34.52
52周股价波动(元)	25.16-38.75
总股本/流通A股(百万股)	504/426
总市值/流通市值(百万元)	17407/14703

**相关研究**

《央企赋能，采浆规模和吨浆受益双丰收可期》2022.10.16

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	-7.0	0.9
相对涨幅(%)	1.5	-2.9	-2.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婧

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

**投资要点:**

- 事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 27.59 亿元 (+4.08%), 归母净利润 4.32 亿元 (+25.45%), 扣非归母净利润 3.92 亿元 (+33.61%), 利润端快速增长的原因是公司主要产品销量增长, 同时产品毛利率增加, 公司理财收益增加等。分季度来看, 单 Q4 实现营业收入 6.76 亿元 (+5.78%), 归母净利润 0.14 亿元 (-33.94%), 扣非归母净利润 0.36 亿元 (+241.81%)。
- 产品结构持续优化, 血制品毛利率同比提升。** 2022 年血制品业务实现收入 13.15 亿元 (+8.63%), 毛利率为 70.53%, 同比增加 2.76pcts, 我们预计跟产品结构的变化有关。目前公司共有 9 个品种 23 个规格的产品, 2022 年 PCC 批签发数量为 19.6 万瓶 (+75.64%), 销售额超 3000 万元, 市占率达 12%; 八因子预计 2023 年 3 月获批签发, 今年重点工作在于市场开发。目前公司在研的项目包括 vWF 因子、高浓度 (10%) 静丙以及微量蛋白类产品, 形成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。
- 挖掘内生潜力和积极申请浆站两手抓, 着力保障原料血浆供应。** 公司现有单采血浆站 14 家, 其中阳城浆站尚处于建设期, 其余 13 家在营浆站 2022 年采浆量约为 439 吨, 同比增长 4.5%。根据我们的测算, 公司现有浆站的采浆潜力为 665 吨。公司持续深度整合内外部资源, 借助华润集团与各省战略合作关系, 力争至十四五末新增浆站数量不低于 16 个。目前公司白蛋白、静丙的产能为 600 吨, 因子类产品的产品近千吨, 新产能预计 2027 年投产, 预计 2026 年产能吃紧。公司将从四个方面缓解: 1) 优化产线布局; 2) 智能工厂预计于 2025H2 试生产的验证批产品可以形成销售; 3) 看智能工厂的认证权限能否下放; 4) 持续加大产品的研发力度和新产品的上市推广力度。
- 非血制品业务短期有拖累, 将被适时剥离或处置。** 天安药业、新百药业、复大医药 2022 年的净利润均出现的下滑, 主要系受到集采等政策影响; 欣和药业的原料药品种尚未规模化, 目前仍处于亏损状态, 同时 2022 年计提相关资产减值准备。公司已明确聚焦血液制品的发展, 适时剥离或处置非血液制品业务, 2023 年解决天安药业、广东复大与控股股东同业竞争事项; 多渠道、多方式推进欣和药业的资产处置; 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。
- 盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 5.21 亿元、6.06 亿元、7.33 亿元, 同比分别增长 20.5%、16.5%、20.9%。考虑到公司会剥离非血制品业务, 更能体现血制品业务的价值, 我们给予公司 2023 年 30-35X PE, 对应合理价值区间为 30.90-36.05 元, 维持“优于大市”评级。

- 风险提示: 申请浆站不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险; 资产减值风险。**

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2651	2759	2015	1719	2060
(+/-)YoY(%)	5.5%	4.1%	-27.0%	-14.7%	19.8%
净利润(百万元)	345	432	521	606	733
(+/-)YoY(%)	32.5%	25.4%	20.5%	16.5%	20.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.68	0.86	1.03	1.20	1.45
毛利率(%)	57.0%	54.7%	54.9%	70.8%	71.2%
净资产收益率(%)	5.0%	6.0%	6.8%	7.3%	8.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 博雅生物分项收入

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总表	营业收入 (百万元)	2513.0	2650.5	2758.7	2014.9	1718.9	2059.5
	增速 (%)		5.5%	4.1%	-27.0%	-14.7%	19.8%
	毛利率 (%)	58.1%	57.0%	54.7%	54.9%	70.8%	71.2%
血制品	收入 (百万元)	893.38	1210.36	1314.87	1472.65	1708.28	2049.93
	增速 (%)		35.5%	8.6%	12.0%	16.0%	20.0%
	毛利率 (%)	62.9%	67.8%	70.5%	71.0%	71.2%	71.5%
复大医药	收入 (百万元)	639.70	663.63	814.21	407.11	0.00	0.00
	增速 (%)		3.7%	22.7%	-50.0%	-100.0%	
	毛利率 (%)	17.3%	14.7%	12.8%	6.0%	0.0%	
新百药业	收入 (百万元)	634.48	510.94	438.09	87.62	0.00	0.00
	增速 (%)		-19.5%	-14.3%	-80.0%	-100.0%	
	毛利率 (%)	84.8%	81.4%	79.3%	30.0%	0.0%	
天安药业	收入 (百万元)	320.26	237.88	178.39	35.68	0.00	0.00
	增速 (%)		-25.7%	-25.0%	-80.0%	-100.0%	
	毛利率 (%)	78.7%	74.3%	72.2%	30.0%	0.0%	
其他	收入 (百万元)	25.21	27.72	13.14	11.83	10.64	9.58
	增速 (%)		10.0%	-52.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (倍)		
		3/27/2023	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002007	华兰生物	22.15	0.71	0.79	0.95	31.05	28.08	23.32	
600161	天坛生物	24.28	0.57	0.53	0.60	42.60	45.81	40.62	
000403	派林生物	24.44	0.55	0.75	0.92	44.09	32.56	26.56	
均值						39.25	35.49	30.17	

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2022 年 3 月 27 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2759</b>	<b>2015</b>	<b>1719</b>	<b>2060</b>
每股收益	0.86	1.03	1.20	1.45	营业成本	1251	908	503	594
每股净资产	14.25	15.28	16.49	17.94	毛利率%	54.7%	54.9%	70.8%	71.2%
每股经营现金流	1.18	1.84	1.20	1.17	营业税金及附加	22	16	13	16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	695	322	327	402
P/E	40.27	33.44	28.70	23.74	营业费用率%	25.2%	16.0%	19.0%	19.5%
P/B	2.42	2.26	2.09	1.92	管理费用	230	121	129	147
P/S	6.31	8.64	10.13	8.45	管理费用率%	8.3%	6.0%	7.5%	7.1%
EV/EBITDA	27.02	21.78	18.58	15.04	EBIT	516	614	701	845
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-25	-15	-24	-30
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.9%	-0.7%	-1.4%	-1.5%
毛利率	54.7%	54.9%	70.8%	71.2%	资产减值损失	-53	-25	-20	-20
净利润率	15.7%	25.8%	35.3%	35.6%	投资收益	39	32	34	38
净资产收益率	6.0%	6.8%	7.3%	8.1%	<b>营业利润</b>	<b>532</b>	<b>636</b>	<b>739</b>	<b>893</b>
资产回报率	5.4%	6.3%	6.9%	7.6%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.9%	6.6%	7.0%	7.8%	<b>利润总额</b>	<b>532</b>	<b>636</b>	<b>739</b>	<b>893</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	627	689	777	922
营业收入增长率	4.1%	-27.0%	-14.7%	19.8%	所得税	87	95	111	134
EBIT 增长率	12.2%	19.0%	14.2%	20.6%	有效所得税率%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	25.4%	20.5%	16.5%	20.9%	少数股东损益	13	20	22	26
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>432</b>	<b>521</b>	<b>606</b>	<b>733</b>
资产负债率	9.3%	5.6%	3.9%	4.5%					
流动比率	8.61	15.04	22.73	20.03	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	7.65	14.19	22.11	18.83	货币资金	1532	2429	3009	3576
现金比率	2.17	5.75	9.94	9.25	应收账款及应收票据	462	264	337	388
<b>经营效率指标</b>					存货	667	352	181	457
应收账款周转天数	59.16	62.05	60.90	60.99	其它流动资产	3413	3306	3353	3325
存货周转天数	193.37	205.91	203.36	202.55	流动资产合计	6073	6351	6881	7746
总资产周转率	0.35	0.25	0.20	0.22	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.07	3.28	3.06	4.03	固定资产	640	588	537	484
					在建工程	69	89	109	129
					无形资产	312	323	334	345
					非流动资产合计	1960	1939	1919	1897
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>8033</b>	<b>8291</b>	<b>8799</b>	<b>9643</b>
净利润	432	521	606	733	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	13	20	22	26	应付票据及应付账款	303	123	112	167
非现金支出	167	100	96	96	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-61	-32	-34	-38	其它流动负债	402	299	191	220
营运资金变动	45	316	-84	-229	流动负债合计	705	422	303	387
<b>经营活动现金流</b>	<b>596</b>	<b>926</b>	<b>606</b>	<b>589</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-138	-60	-60	-60	其它长期负债	43	43	43	43
投资	-500	0	0	0	非流动负债合计	43	43	43	43
其他	78	32	34	38	<b>负债总计</b>	<b>748</b>	<b>465</b>	<b>346</b>	<b>430</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-560</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-22</b>	实收资本	504	504	504	504
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	7186	7706	8313	9046
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	99	119	141	167
其他	-87	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>8033</b>	<b>8291</b>	<b>8799</b>	<b>9643</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-85</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-49</b>	<b>897</b>	<b>580</b>	<b>567</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余文心 医药行业  
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。