

2019年01月16日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

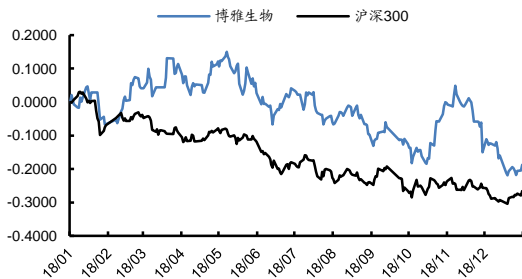
证券分析师： 胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

联系人： 冯雪云 S0350118100002
fengxy@ghzq.com.cn

血制品业务高增长，整合丹霞进入第一梯队

——博雅生物（300294）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
博雅生物	-4.5	-7.2	-17.0
沪深300	-1.2	0.9	-26.5

市场数据

2019-01-15

当前价格（元）	26.10
52周价格区间（元）	24.52 - 37.28
总市值（百万）	11309.78
流通市值（百万）	10468.11
总股本（万股）	43332.49
流通股（万股）	40107.72
日均成交额（百万）	47.57
近一月换手（%）	10.77

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ 公司现有血制品业务保持高速增长，人凝血因子 VIII 2019 年上市可期。公司目前主要的血制品是纤原、静丙和白蛋白。

市场情况：我国纤原和静丙人均用量均远落后于发达国家，受上游血浆供应限制和生产技术的限制，国内纤原和静丙的供应远不能满足临床需求。我国白蛋白人均使用量已经达到较高水平，且由于允许进口，国内供需状况较好，竞争较为充分，但近年来，在药占比、医保控费的背景下，白蛋白处方外流增加，院外市场正在快速增长。

公司情况：公司是我国纤原市场龙头企业，占据 50% 以上的市场份额，产品收得率也处于领先地位，考虑到纤原市场供需紧缺的状态，我们认为公司目前纤原的价格体系和高增长的趋势将会继续保持。公司在静丙和白蛋白市场，目前市场份额仍较小，但公司凭借优异的销售能力，使得这两个品种的增速均高于行业平均水平。

此外，公司的人凝血因子 VIII 目前正处于上市审批阶段，预计 2019 年上半年获批上市。我国人凝血因子 VIII 处于高景气状态，我们预计公司的人凝血因子 VIII 会从 2020 年开始贡献较多业绩。

■ 公司加大销售投入，提高学术营销能力，快速适应两票制变化。公司从 2016 年开始加大销售收入，增强学术营销能力，这为公司快速从两票制的影响中恢复奠定了基础。公司血制品业务的销售费用率从 2016 年的 3.7% 快速提高到 2017 年的 12.1%，销售人员数量也从 2016 年的 122 人快速增加到 221 人。公司销售人员的人均工资水平也上涨了 43%，反映公司新招的销售人员中有不少高质量的销售人才。同时，2017 年公司收购广东省血制品经销商龙头企业复大医药 82% 股权，增强公司在华南地区的销售能力。

■ 丹霞未来注入确定性较高，公司有望成为采浆量超千吨的公司。对于血制品企业来说，浆站资源和血浆综合利用率是核心竞争力，而外延并购是血制品企业拓展血浆来源最快的途径。公司利用控股股东在资本市场的优势，2017 年与控股股东共同成立基金收购丹霞生物 99% 的股权。待丹霞完成内部整改，重新获得 GMP 证书后，公司会将丹霞生物装入上市公司体内。丹霞生物目前有 25 个浆站，满产产能约 750 吨。若未来丹霞顺利装入公司体内，那么公司的采浆量将超过 1000 吨，进入我国血制品行业第一梯队。公司 2017 年的投浆量为

320 吨，若未来丹霞顺利注入，公司投浆量将增长 2 倍多，那对应未来公司业绩规模也有望相应增长。此外，公司与丹霞签订调浆协议，若 2019 年上半年能够顺利获批，那么 2019 年有望贡献 8000 万的业绩弹性。

- **盈利预测和投资评级：**公司是一家正处于快速成长中的血制品企业，各项血制品业务高速增长，公司在纤原市场保持龙头地位，在静丙和白蛋白市场份额虽较小，但公司正凭借优异的销售能力不断提高市场份额，同时公司利用控股股东在资本市场的优势，与控股股东联合收购丹霞生物，若未来丹霞未来顺利注入公司，公司采浆量将达到千吨规模，进入国内血制品行业第一梯队。基于审慎性原则，暂不考虑丹霞注入，我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 4.63 亿元、5.75 亿元、7.03 亿元，EPS 分别为 1.07 元、1.33 元和 1.62 元，对应当前价的 PE 分别为 24、20、16 倍。未来随着调浆获批、人凝血因子 VIII 上市和丹霞的注入，公司业绩增长空间大，**首次覆盖，予以买入评级。**
- **风险提示：**调浆审批不达预期、丹霞注入不达预期、人凝血因子 VIII 业务发展不达预期、各产品学术推广不达预期、产品降价风险、股东减持风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1461	2889	3594	4385
增长率(%)	54%	98%	24%	22%
归母净利润（百万元）	357	463	575	703
增长率(%)	31%	30%	24%	22%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.07	1.33	1.62
ROE(%)	14.35%	15.94%	16.78%	17.29%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 快速发展的血制品行业领先企业	5
1.1、 深耕中国血制品市场，实施血液制品为核心的“1+N”战略布局	5
1.2、 业绩增长稳健	6
2、 我国血制品行业现状	8
2.1、 我国采浆量在经历了 2016 年的快速增长后增速回落，凝血因子类、免疫球蛋白类产品份额不断上升	8
2.2、 我国血制品行业逐渐进入去库存的尾声，明年有望恢复健康增长	12
3、 公司血制品业务持续高增长	14
3.1、 加大销售投入，快速适应两票制变化	14
3.2、 纤原临床需求大，公司为纤原龙头	15
3.3、 白蛋白市场竞争激烈，但公司份额小增长快	17
3.4、 静丙供需缺口大，公司静丙市场份额不断提升	20
3.5、 多个在研产品储备，八因子有望 2019 年获批上市	22
3.6、 丹霞注入确定性较高，为未来业绩增长带来弹性	23
4、 公司非血制品业务保持稳定	24
5、 盈利预测与评级	26
6、 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 2009 年至今公司收入和扣非后归母净利润增长情况	7
图 4: 2009 年至今公司盈利能力变化	7
图 5: 2009 年至今公司费用率变化	7
图 6: 2018H1 收入构成	8
图 7: 2018H1 净利润构成	8
图 8: 我国历史采浆量变化	9
图 9: 不同国家平均每人生产用血浆供给水平 (mL)	9
图 10: 我国历年新增单采血浆站的数量	10
图 11: 我国样本医院血液制品各品种市场份额	11
图 12: 血制品行业经销商和生产厂商库存变化	13
图 13: 兴科蓉人血白蛋白销售额变化	13
图 14: 公司销售投入增长明显	14
图 15: 人纤维蛋白原中标价格变化	16
图 16: 我国人纤维蛋白原历年批签发量变化	16
图 17: 博雅生物人纤维蛋白原历年批签发量变化	16
图 18: 人血白蛋白进口与国产市场份额变化	17
图 19: 中国和其他国家白蛋白用量水平比较 (g/千人口)	17
图 20: 我国人血白蛋白批签发量年度变化	18
图 21: 国产人血白蛋白批签发量年度变化	18
图 22: 我国白蛋白每年平均中标价格变化 (10g/瓶)	18
图 23: 中国人血白蛋白市场份额 (进口+国产)	19
图 24: 2015 年-2017 年公司白蛋白销量变化 (换算成 g)	19
图 25: 我国静丙的使用量与发达国家差距较大	20
图 26: 我国静丙每年平均中标价格变化 (10g/瓶)	21
图 27: 我国静注人免疫球蛋白历年批签发量变化	21
图 28: 我国静脉注射人免疫球蛋白市场份额变化	21
图 29: 我国人凝血 VIII 因子历年批签发量变化	22
图 30: 中国 2018 年血制品行业主要公司浆站数量	23
图 31: 中国 2017 年血制品行业主要公司采浆量	23
图 32: 天安药业 2015 年-2017 年营业收入构成	24
图 33: 新百药业 2015 年-2017 年营业收入构成	25
图 34: 盈利预测	26
表 1: 我国主要血制品企业产品布局情况	11
表 2: 中国与德国纤原使用情况对比	15
表 3: 公司在研产品情况	22

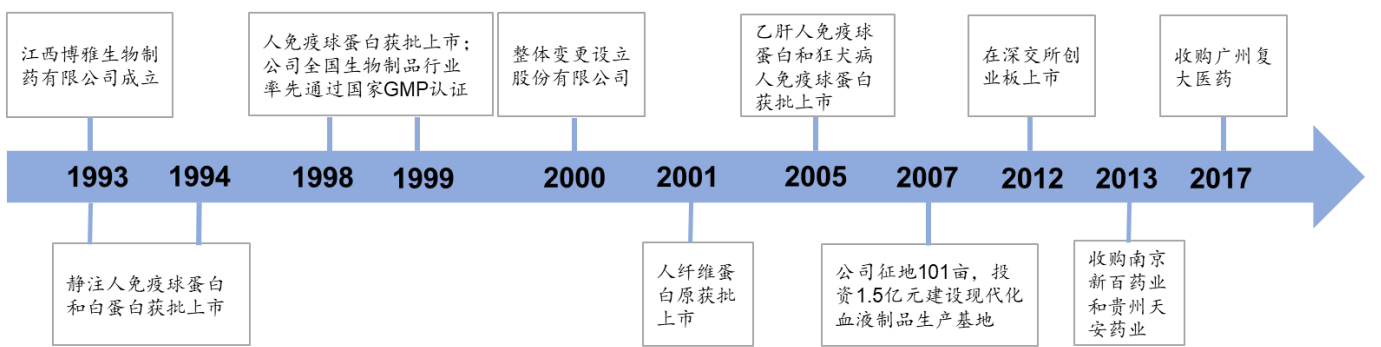
1、快速发展的血制品行业领先企业

1.1、深耕中国血制品市场，实施血液制品为核心的“1+N”战略布局

博雅生物前身为创建于 1993 年的江西博雅生物制药股份有限公司，20 余年中经历从单一血制品业务发展为业务多元化、集团化的企业。公司血液制品品类、规格齐全，且掌握血浆原料供应链条：公司批准上市人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子 3 个大类 7 个品种 21 个规格的血液制品，同时在江西、四川拥有 12 家单采血浆站，年采浆能力达近 500 吨，2018 年 H1 血液制品净利润占公司净利润的 67%。公司于 2012 年在深交所创业板上市后先后收购多家医药企业，积极发展非血液制品业务，目前公司旗下拥有 6 家成员企业，经营业务包括天安药业糖尿病用药业务、新百药业生化类用药业务以及 2017 年新并购复大医药经销业务等。

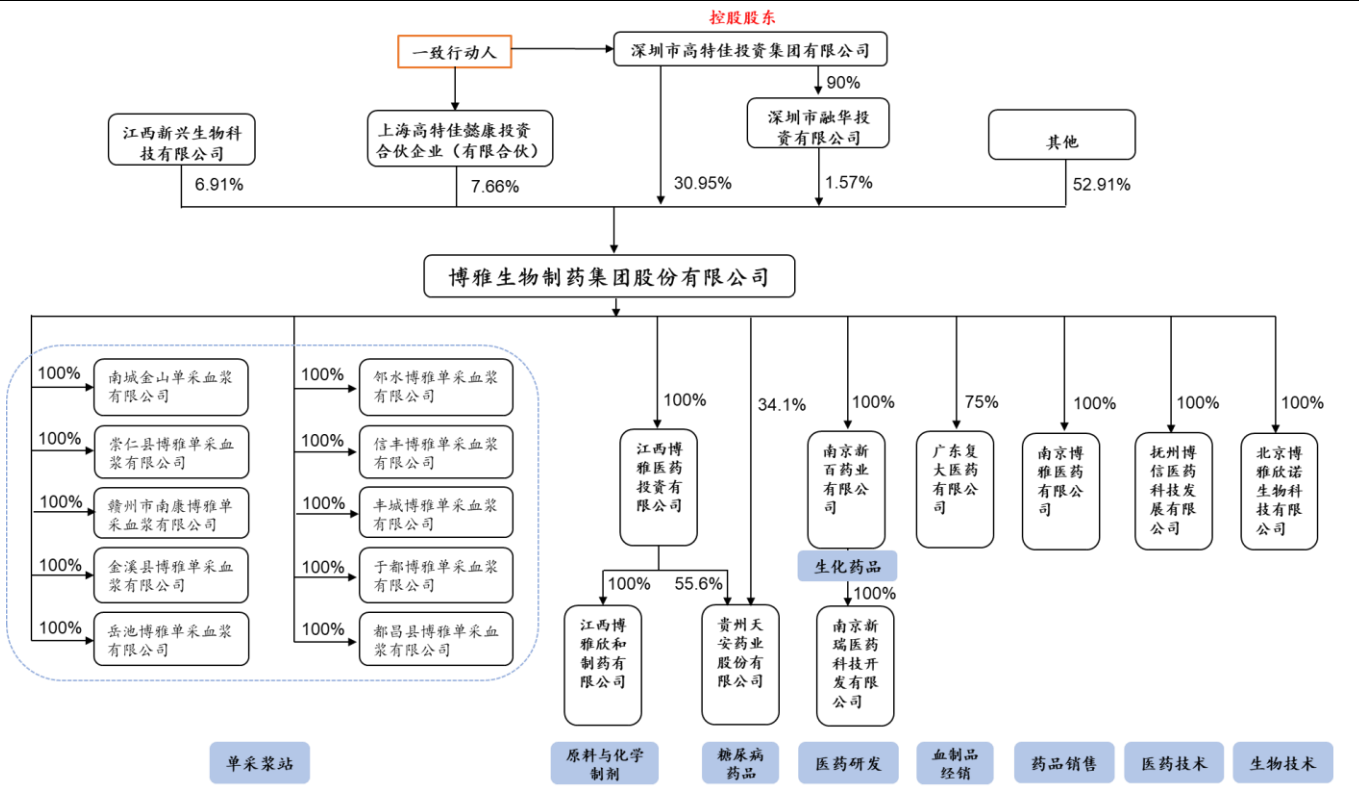
目前公司控股股东为深圳高特佳投资集团有限公司，直接持有公司 30.95% 的股份，其旗下子公司融华投资亦持有 1.57% 的股份，一致人控股。控股股东高特佳集团股权结构较为分散，无单一股东通过直接或间接方式单独实际控制控制高特佳集团，因此公司无实际控制人。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、国海证券研究所

图 2：公司股权结构图

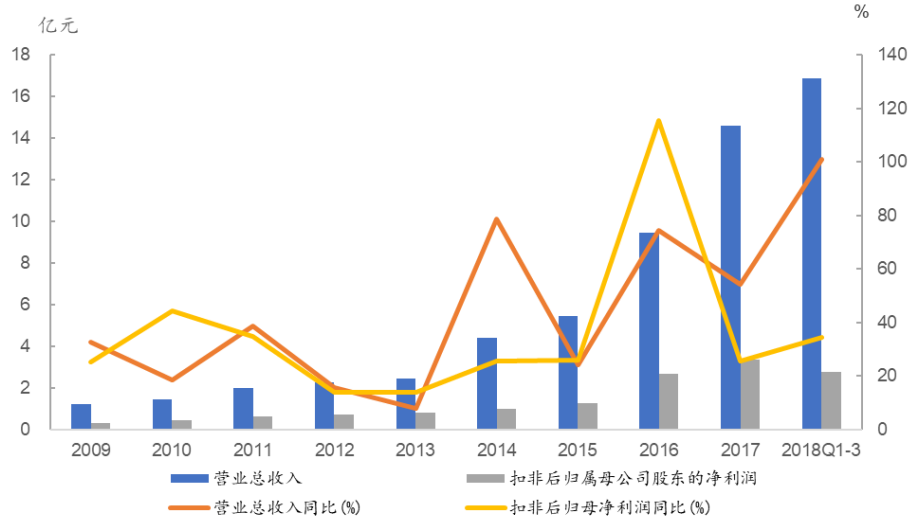


资料来源：公司定期报告、国海证券研究所 注：截止至公司 2018 年三季报。

1.2、业绩增长稳健

公司上市以来，营业收入与净利润增长稳健。2018 年 Q1-Q3 公司年收入规模 16.87 亿元，2012-2017 五年年复合增长率 45.12%；2018 年 Q1-Q3 公司净利润 2.98 亿元，2012-2017 五年年复合增长率 37.23%。一方面公司不断稳固自身在血液制品业务的领先地位，包括向上游积极设立新采浆站、向下游努力布局营销网络，并通过优化血浆处理工艺提升生产效益等；另一方面则通过并购重组不断开拓新业务，整合行业资源实现快速的扩张和发展。

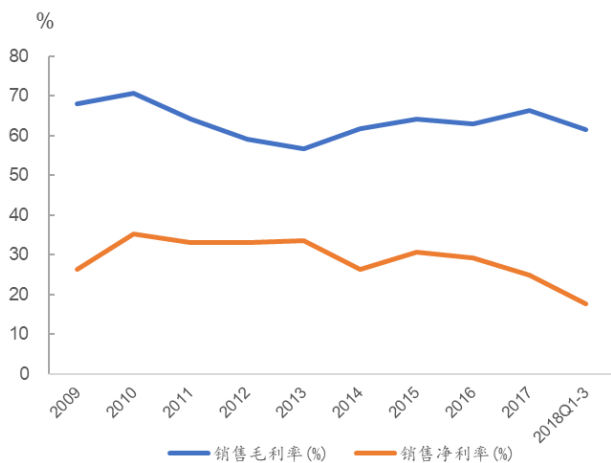
图 3: 2009 年至今公司收入和扣非后归母净利润增长情况



资料来源: Wind、公司年报、国海证券研究所

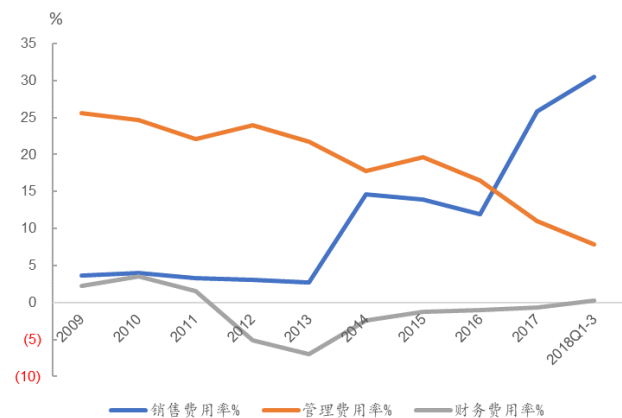
公司盈利能力指标受到并购和两票制的影响有所波动。2018 年 Q1-Q3 公司毛利率 61.4%，较 2017 年有所下降，其原因系并购经营毛利率较低的血制品经销业务复大医药所致。2014 年公司净利率有所下滑，主要由于公司并购生化类药物和糖尿病用药企业，这两类药物净利率水平低于血制品。2015 年公司净利率有所回升，2016 年则开始受到国家两票制政策的影响。两票制要求公司打造自身营销团队并重新设定定价机制，销售费率急剧上升，对净利率造成持续性影响，公司净利率自 2016 年 29.32% 下滑至 2018 年 Q1-Q3 的 17.69%。

图 4: 2009 年至今公司盈利能力变化



资料来源: Wind、公司年报、国海证券研究所

图 5: 2009 年至今公司费用率变化



资料来源: Wind、公司年报、国海证券研究所

目前公司盈利主要来源依旧为公司核心的血制品业务。2018年H1血制品营收占总营收的36%，血制品净利润占净利润67%。2017年新并购的复大医药的血制品经销业务营收虽然占总营收的25%，但其净利润只占到总净利润的8%，源于经销业务较制造业务毛利率普遍较低所致。但是因为复大医药业务处于血制品制造行业下游，对博雅血制品的销售起到重要作用，从而成为两票制政策下对血制品营收增长的重要拉动力量。

图 6: 2018H1 收入构成

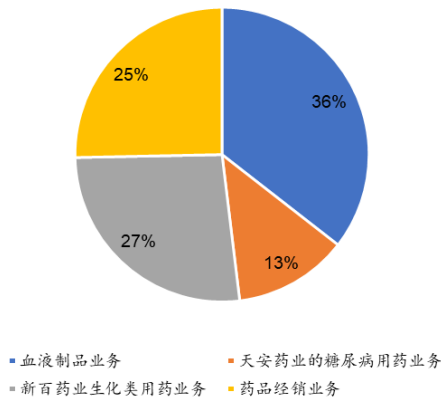
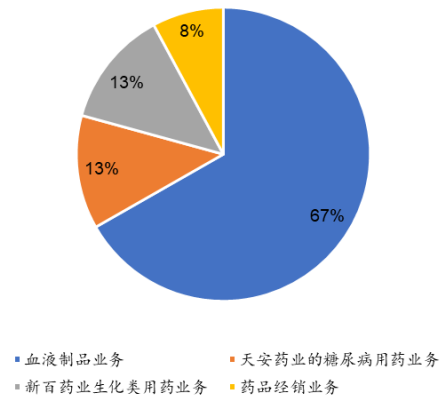


图 7: 2018H1 净利润构成



资料来源：公司 2018 年半年报、国海证券研究所

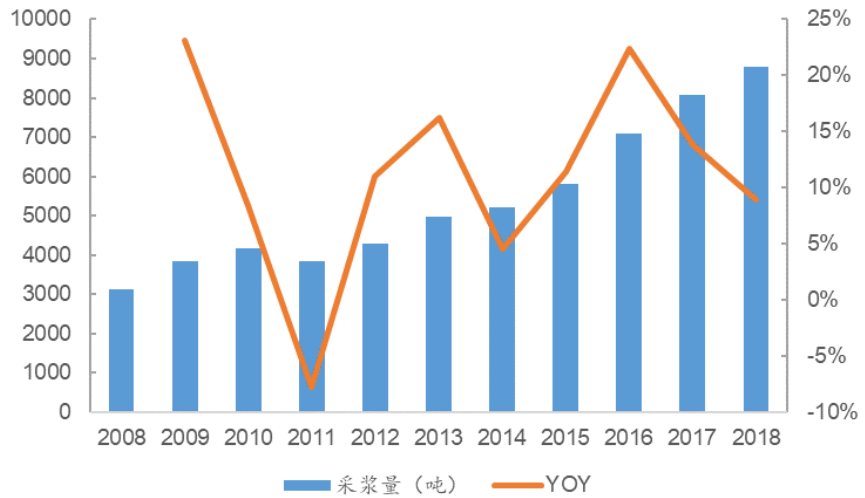
资料来源：公司 2018 年半年报、国海证券研究所

2、我国血制品行业现状

2.1、我国采浆量在经历了 2016 年的快速增长后增速回落，凝血因子类、免疫球蛋白类产品份额不断上升

我国采浆规模正在不断增长。目前我国的采浆规模约为 8800 吨。2008-2018 年，我国采浆规模增长了 1.8 倍，CAGR 约 11%。我国采浆规模受政策影响较大。在过去的 20 年里，我国政府对血制品行业的管制逐渐规范。1996 年，国务院颁布《血液制品管理条例》，标志着中国血液制品管理进入法制化轨道。1998 年，血液制品实行 GMP 准入制度。2001 年，国家规定不再批准新的血液制品生产企业。2004-2008 年，行业严格管理进一步深化，国家分别开启了批签发制度、检疫期制度，并进行了单采血浆改制。2011 年，贵州省卫生厅共关停了 16 家浆站，导致全国采浆量降低。2012 年卫生部提出血液制品倍增计划，希望能够增加血液供应。2015 年，血液制品价格放开，血浆站的新建加速，采浆量规模随之快速增长。

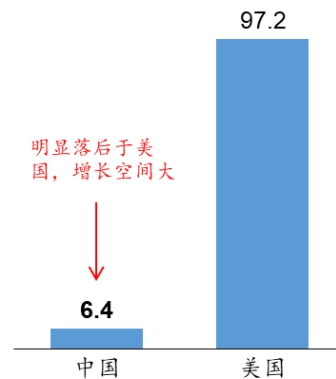
图 8: 我国历史采浆量变化



资料来源: 卫计委、国海证券研究所

我国的血浆供给水平远低于美国等发达国家。根据我们的估算, 2018 年我国的采浆量约为 8800 吨, 目前我国人口数约为 13.9 亿人, 人均采浆量约为 6.4mL。而美国 2015 年采浆量为 3.11 万吨, 人口数量为 3.2 亿人, 人均采浆量为 97.2mL。我国人均采浆量仅为美国的 1/15。

图 9: 美国和中国平均每人生产用血浆供给水平 (mL)



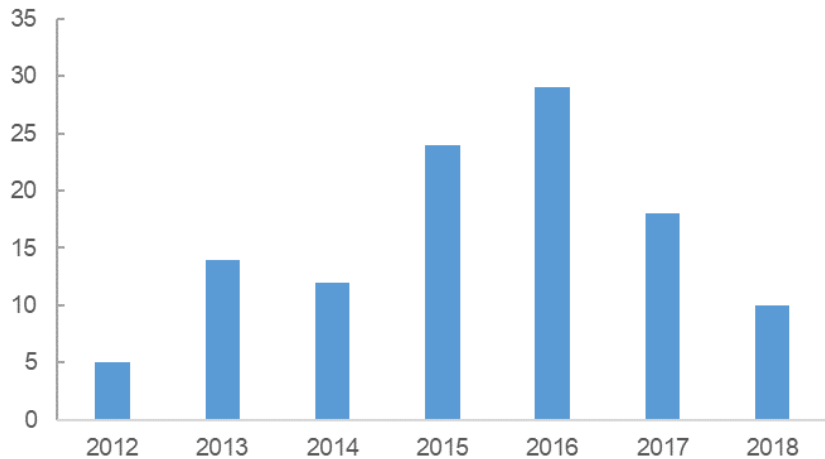
资料来源: CSL 公告、国海证券研究所

我国政府对血制品行业的监管较为严格, 在一定程度上限制了采浆量的快速增长。一方面, 我国的血浆来源只有单采血浆, 回收血浆不允许用于血制品的生产, 对比美国有 20% 的血浆来自回收血浆, 日本有 50% 的血浆来自回收血浆。另一方面, 我国政府限制企业进入血制品行业, 2001 年, 国家规定不再批准新的血液制品生产企业。目前我国血制品企业仅有 28 家, 其中规律生产的企业约 20

家，未来随着行业并购的增加，血制品企业数量可能会继续减少。此外，我国对单采血浆站的审批程序较为复杂，要求也比较严格。血液制品生产企业设置单采血浆站要符合当地单采血浆站设置规划，并且既要获得当地的县、市卫生局同意，又要有省级人民政府卫生行政部门的批复。而且，单采血浆站不得与一般血站设置在同一县行政区划内

受十三五规划的影响，我们预计我国采浆量在未来两年将继续保持放缓的增速。我国浆站的审批速度在经历了 2016 年的快速增长后，2017 年和 2018 年明显回落，我们预计这种审批速度放缓的状态在未来 2 年内将会持续。在 2016 年卫计委 66 号文《关于促进单采血浆站健康发展的意见》中，国家卫计委和 CFDA 提出要严格新增单采血浆站设置审批。根据我们对各省市的十三五单采浆站设置规划的整理，很多人口大省，也是主要供应血浆的省份，到 2020 年（十三五规划期末）剩余可批的单采血浆站的名额已经不多。

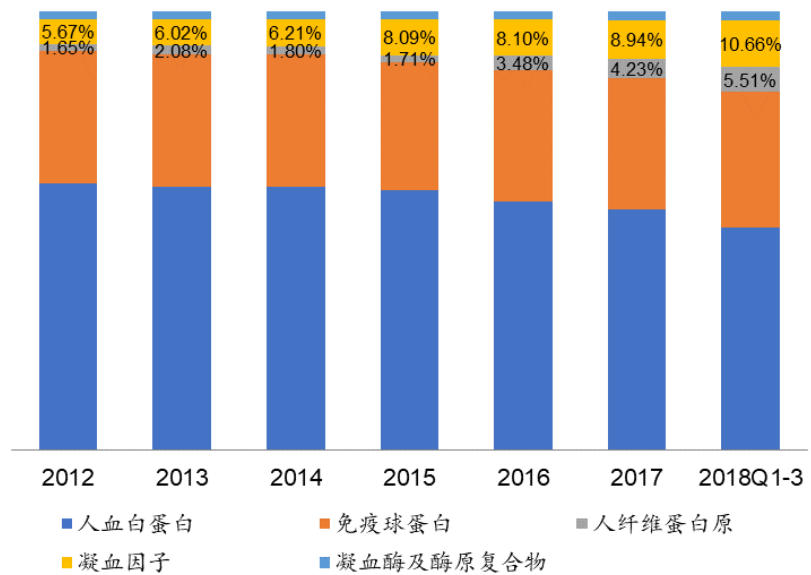
图 10: 我国历年新增单采血浆站的数量



资料来源：卫计委、国海证券研究所

分品种来看，凝血因子类产品市场份额快速上升，白蛋白市场份额逐年下降，免疫球蛋白类产品市场份额比较稳定。目前白蛋白占据我国血制品行业最大的市场份额，根据样本医院的数据，2018 年前三季度我国血制品销售额中，白蛋白的市场份额最高，为 51%。但从 2012 年至今的趋势来看，白蛋白的市场份额从 2012 年的 61% 下降到 2018 年 Q1-3 的 51%。而凝血因子类产品（包括了图 15 中的人纤维蛋白原、凝血因子和凝血酶及美元混合物）的市场份额逐步提升，从 2012 年的 9% 提高到 2018 年 Q1-3 的 18%。免疫球蛋白类产品的市场份额较为稳定，2012 年至今保持在 30% 左右。

图 11: 我国样本医院血液制品各品种市场份额



资料来源: PDB、国海证券研究所 注: 这里免疫球蛋白包括狂犬病人免疫球蛋白、马破伤风免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、乙肝人免疫球蛋白, 凝血因子包括人凝血因子 VIII、重组人凝血因子 VIIa、重组人凝血因子 VIII、重组人凝血因子 IX。

从企业品种布局的角度来看, 第一梯队企业天坛生物、上海莱士、华兰生物的产品布局更为全面。但与国外相比, 我国在凝血因子和微量血浆蛋白的开发上仍然不足。由于血制品各产品均由同一份血浆分离制成, 提高同一产品的收率、增加可提取产品种类一直是我国各血制品企业的研发重点。

表 1: 我国主要血制品企业产品布局情况

品种	天坛生物	上海莱士	华兰生物	泰邦生物	博雅生物
人血白蛋白	√	√	√	√	√
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	√	√	√	√
	肌注人免疫球蛋白	√	√	√	
	皮下注射免疫球蛋白	√	√	√	√
	乙肝免疫球蛋白	√	√	√	√
	狂犬免疫球蛋白	√	√	√	√
	破伤风免疫球蛋白	√	√	√	√
	组胺免疫球蛋白	√	√		
凝血因子类	凝血因子 VIII	√	√	√	
	凝血酶原复合物	√	√	√	
	人纤维蛋白原	√	√	√	√
	纤维蛋白粘合剂		√	√	
	凝血酶		√	√	
	vWD 因子复合物				
	凝血因子 IX				

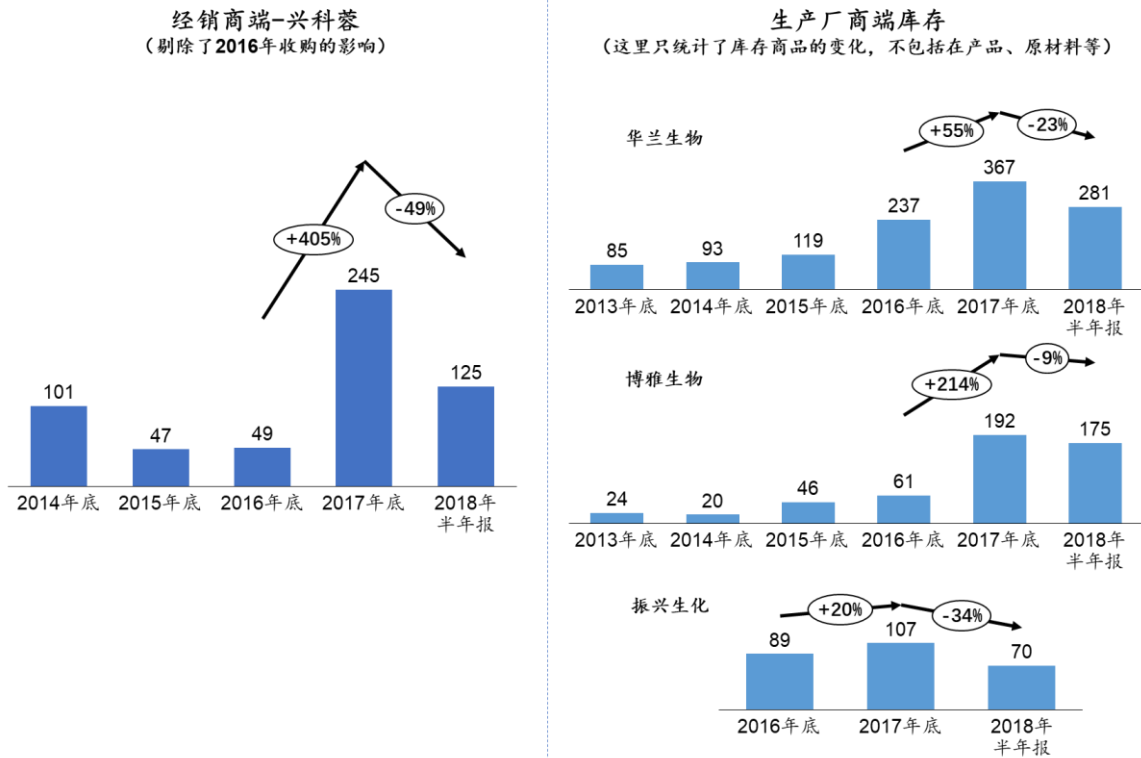
	凝血因子 VII					
	凝血因子 XI					
微量血浆蛋白	抗凝血酶					
	C 蛋白					
	α-抗胰蛋白酶					
	C1-抑制剂					

资料来源：各上市公司公告、国海证券研究所

2.2、我国血制品行业逐渐进入去库存的尾声，明年有望恢复健康增长

2017 年底，我国血制品生产商和经销商的的库存都达到了高位，主要原因有：（1）随着 2015 年以来，单采血浆站审批速度的加快，我国血浆供给量增长加速，生产端血制品供给量增速提高；（2）2017 年医药流通行业改革，两票制的实施一方面使得很多小经销商无法存活，大经销商无法再通过这些小经销商进行销售，需要自己增加渠道铺设，另一方面，经销商整合之后话语权增大，以前经销商小而散的时候，存货更多从生产商向经销商倾斜，而经销商话语权变大之后，经销商存货的意愿降低；（3）药占比、医保控费等政策的实施对销售额较大的人血白蛋白的终端需求有一定影响。经过一年多的渠道改革之后，渠道销售逐渐恢复，生产商和经销商都进入了去库存的阶段。

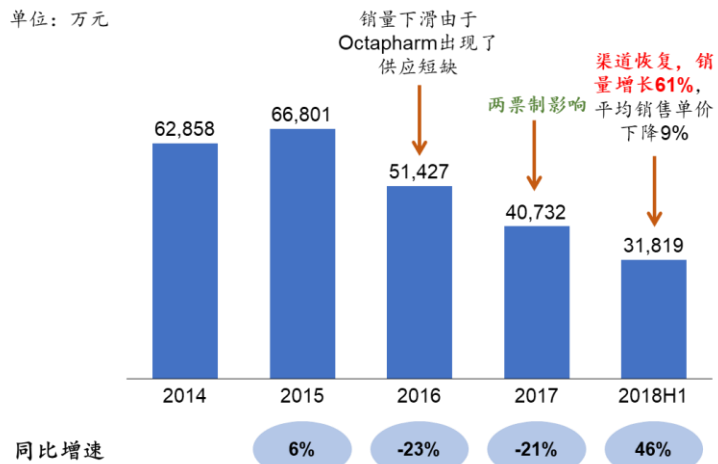
图 12: 血制品行业经销商和生产厂商库存变化



资料来源: 相关公司年报、国海证券研究所 注: 兴科蓉的单位为百万港币, A股上市公司的单位为百万元。

从进口人血白蛋白 Octapharm 的经销商兴科蓉的销售情况来看, 经销商已逐渐从两票制的影响中恢复, 销量回升。血制品生产厂商销量增速的恢复要慢于经销商, 因为经销商在理顺渠道恢复正常销售之后, 要先去除之前由于两票制而形成的高库存之后, 才会增加进货量 (不包括血制品生产厂商直销的情形)。

图 13: 兴科蓉人血白蛋白销售额变化



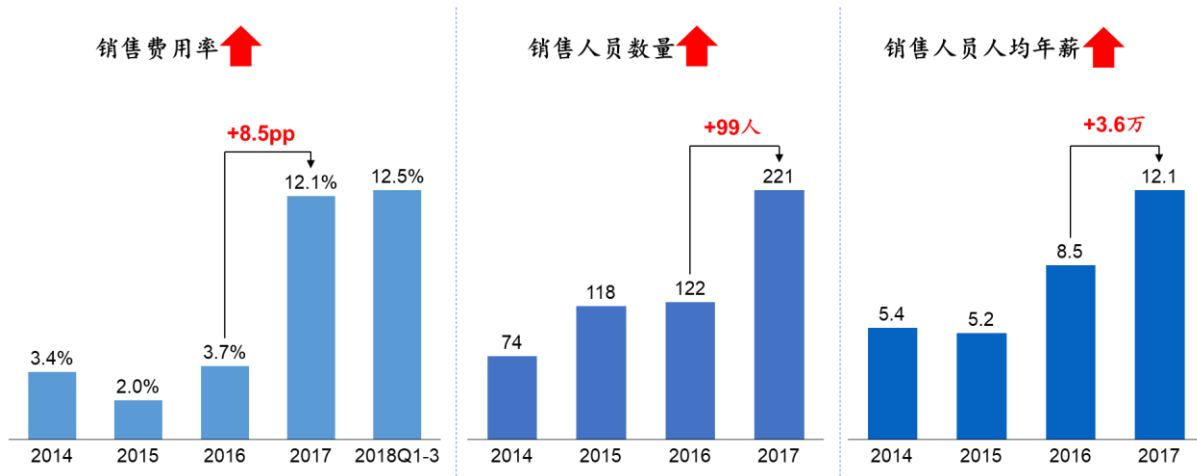
资料来源: 兴科蓉定期报告、国海证券研究所

3、公司血制品业务持续高增长

3.1、加大销售投入，快速适应两票制变化

公司从 2016 年开始加大销售收入，增强学术营销能力，这为公司快速从两票制的影响中恢复奠定了基础。博雅生物的血制品业务主要由母公司负责，我们可以从母公司的财务报表中，看到公司血制品业务的销售费用率从 2016 年的 3.7% 快速提高到 2017 年的 12.1%，此后维持在 12% 左右的水平。公司的销售人员数量也从 2016 年的 122 人快速增加到 221 人。值得关注的是，2017 年销售人员数量大幅增长后，公司销售人员的人均工资水平也上涨了 43%，说明公司新招的销售人员中有不少高质量的销售人才。

图 14：公司销售投入增长明显



资料来源：公司年报、国海证券研究所

2017 年公司收购广东省血制品经销商龙头企业复大医药 82% 股权，增强公司在华南地区的销售能力。广东省是全国最大的血液制品市场，复大医药是广东地区最大的专业化、规模化血制品经销商，是国际血液制品企业基立福的主要代理商，同时是华兰生物、上海莱士、天坛生物等国内血液制品企业的主要经销商。复大医药在广东当地的医院资源和销售实力很强，而公司的销售主要集中在华东和华中，在华南地区的销售比较薄弱，复大医药正好可以弥补公司的这一短处。此外，公司与复大医药签订对赌协议，业绩承诺为 2017-2019 年实现的扣费净利润为 2500 万元、3000 万元、3500 万元，业绩贡献确定性高。复大医药 2017 年收入 5.1 亿元，净利润 0.28 亿元，达到 2017 年的业绩承诺。

3.2、纤原临床需求大，公司为纤原龙头

人纤维蛋白原主要用于治疗先天性或获得性纤维蛋白原缺乏症、弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。属于凝血因子类。纤原属于创伤急救药，由于纤原是体内凝血机制的最后一个环节，临床止血效果最好。

人纤维蛋白原在生产工艺上，不同企业之间存在差别，造成吨浆产量、溶解时间的差别较大。先进的产品制备方法和工艺控制水平使公司具有良好的收得率，公司采用低温乙醇法结合层析工艺生产静注人免疫球蛋白，在保证质量的前提下，较单纯的低温乙醇法具有更高的收得率。公司采用自有专利方法制备纤维蛋白原，较其他企业有更高的收得率。

我国纤原市场仍有巨大的临床需求未被满足。剖宫产是纤原在临床应用的主要场景之一，我国与德国的剖宫产率相近，但是我国的人均纤原用量仅为德国人均纤原用量的 1/7。我国纤原市场的需求远未得到满足。

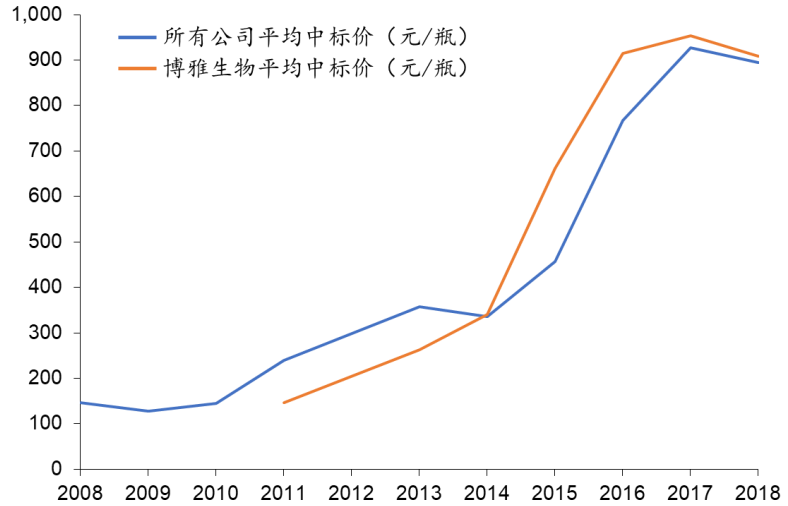
表 2：中国与德国纤原使用情况对比

指标	德国	中国
剖宫产率	30%	32.7%
纤原用量	2.66g/千人口	0.36g/千人口
孕产妇死亡率	7/10 万	18.3/10 万

资料来源：《Global, regional, and national levels and trends in maternal mortality between 1990 and 2015, with scenario-based projections to 2030: a systematic analysis by the UN Maternal Mortality Estimation Inter-Agency Group》、《Regional variation in caesarean deliveries in Germany and its causes》、《Geographic Variations and Temporal Trends in Cesarean Delivery Rates in China》、中检所、PEI、国海证券研究所

纤原价格在 2015 年发改委放开价格管制后上涨了近 1 倍，近 2 年受两票制和渠道库存增加的影响，价格略有下滑。2015 年，发改委放开对血制品的价格管制。作为临床紧缺的药物，纤原从 2015 年开始大幅提价。随后 2016 年，厂家开始大幅扩产，造成渠道库存增加。再加上 2017 年两票制的影响，最终导致 2017 年我国纤原批签发量有所下滑，价格也在去库存的压力下略有下降。2018 年，我国纤原批签发量同比减少主要由于上海莱士批签发量大幅减少。

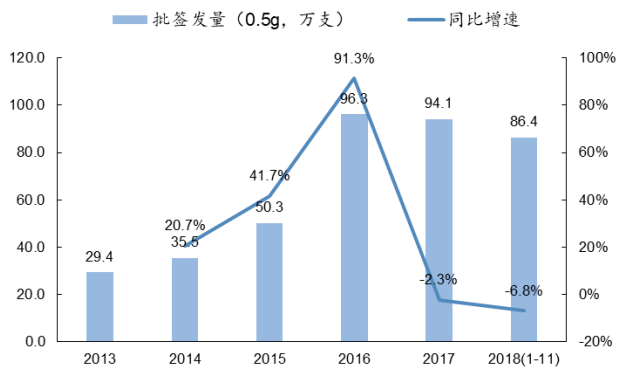
图 15: 人纤维蛋白原中标价格变化



资料来源: 药智网、国海证券研究所 注: 纤原规格均为 0.5g/瓶。

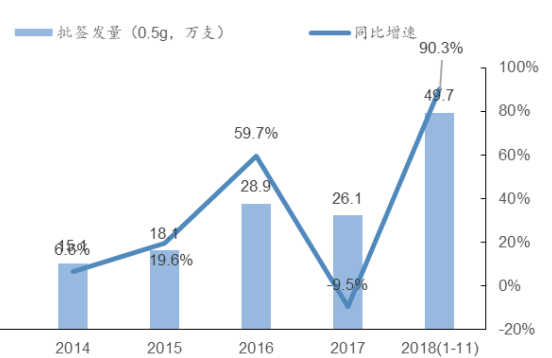
公司是我国纤原市场的龙头企业。根据 2018 年前 11 个月的批签发量, 公司纤原的市场份额 57.5%, 排名第一。公司纤原批签发量基本稳定增长, 2017 年受两票制影响批签发量有所下降。2018 年前 11 个月, 公司纤原批签发量同比增速达到 90.3%。

图 16: 我国人纤维蛋白原历年批签发量变化



资料来源: 中检所、国海证券研究所

图 17: 博雅生物人纤维蛋白原历年批签发量变化

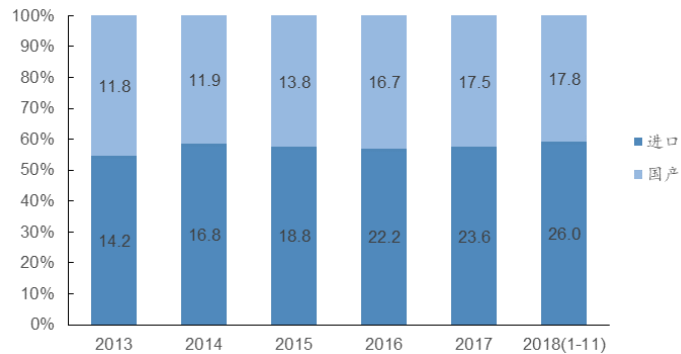


资料来源: 中检所、国海证券研究所

3.3、白蛋白市场竞争激烈，但公司份额小增长快

白蛋白是我国唯一一个允许进口的血制品，供给不受国内采浆量的限制，进口企业参与竞争。根据我国的历年的批签发量来看，进口企业供应白蛋白的占比在50%~60%之间。

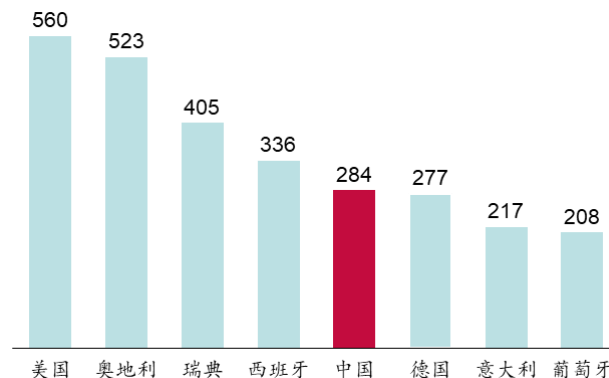
图 18: 人血白蛋白进口与国产市场份额变化



资料来源：药智网、国海证券研究所 注：图表标示数字为进口或国产白蛋白的批签发量，单位为百万瓶（按 10g 计）。

中国人均白蛋白用量已经达到部分发达国家的水平。据统计，2016 年我国人均白蛋白用量为 284g/千人口，虽然与美国相比，仍只有为美国人均白蛋白用量的一半，但已经达到德国、意大利、葡萄牙等发达国家水平。

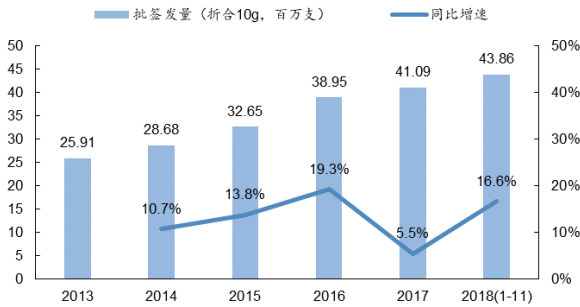
图 19: 中国和其他国家白蛋白用量水平比较 (g/千人口)



资料来源：PPTA、中检所、国海证券研究所 图中各国数据均为 2016 年数据。

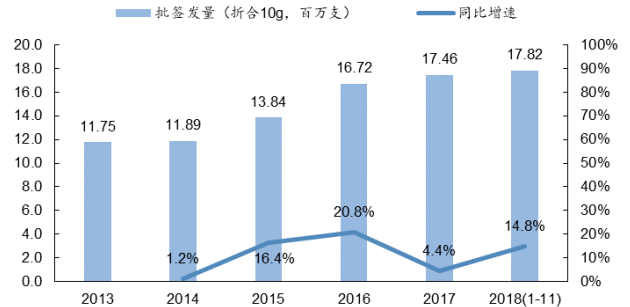
我国人血白蛋白批签发量保持 10-20% 的增长。2017 年受两票制影响，我国白蛋白批签发量同比增速下降，2018 年我国白蛋白的批签发量同比增速恢复到 10-20% 的区间。近两年，我国国产白蛋白的批签发量同比增速略低于整体同比增速。白蛋白在我国医生和患者中的认可度较高，在控制药占比、处方外流的政策背景下，白蛋白院内市场增速放缓，但院外市场正在快速增长。

图 20: 我国人血白蛋白批签发量年度变化



资料来源：中检所、国海证券研究所

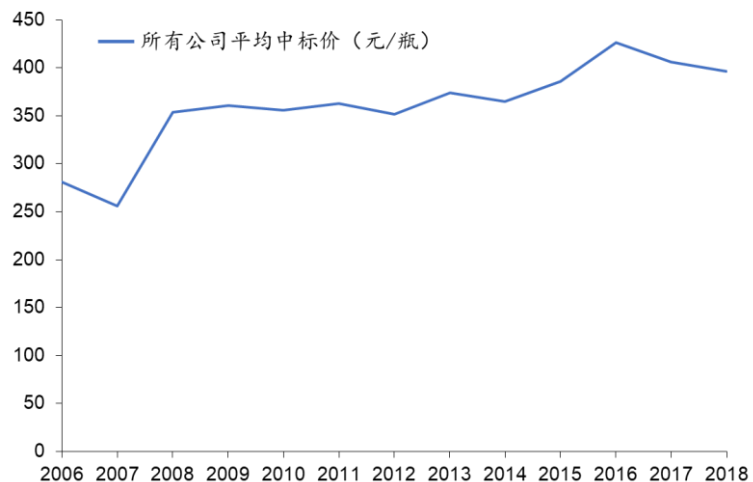
图 21: 国产人血白蛋白批签发量年度变化



资料来源：中检所、国海证券研究所

我国白蛋白价格相对稳定。从历年我国白蛋白平均中标价格来看，自 2008 年以来，我国白蛋白平均中标价在 350-450 元（10g/瓶）之间波动。

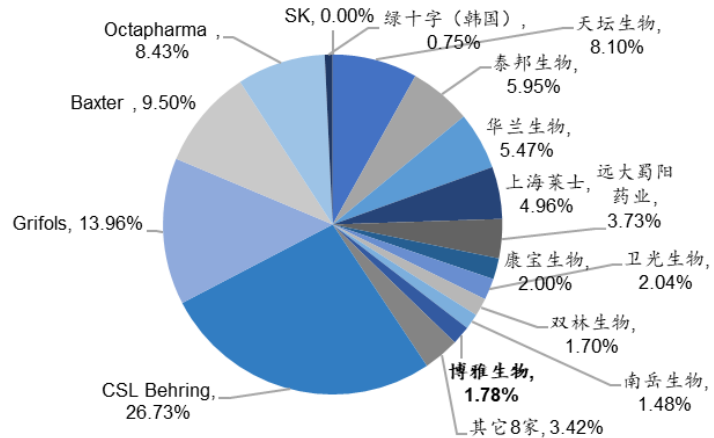
图 22: 我国白蛋白每年平均中标价格变化（10g/瓶）



资料来源：药智网、国海证券研究所

我国人血白蛋白市场竞争激烈，进口企业和国产企业加起来超过 20 家。从 2018 年的批签发情况来看，市场份额最高的为外资企业 CSL。同时，我们也可以发现，国产企业白蛋白的市场份额与采浆量相关，市场份额较大的企业也都是采浆量排在前列的企业。

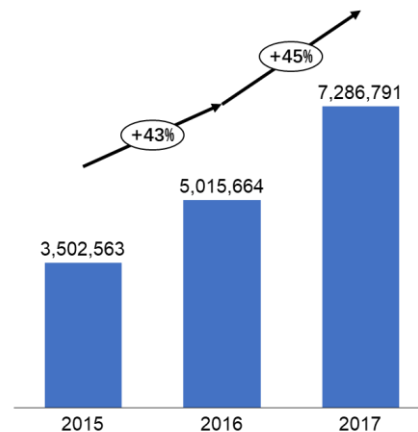
图 23: 中国人血白蛋白市场份额 (进口+国产)



资料来源：中检所、国海证券研究所

公司白蛋白市场份额虽小，但增长快速。从 2018 年的批签发量来看，公司白蛋白的市场份额不到 2%，但 2018 年公司白蛋白批签发量同比增速达到 20%，超出行业增速水平。2015 年-2017 年，公司白蛋白销售量复合增长率为 44%。我们认为公司白蛋白的快速增长主要得益于公司强大的销售实力，我们预期未来公司白蛋白会继续保持高速增长。

图 24: 2015 年-2017 年公司白蛋白销量变化 (换算成 g)

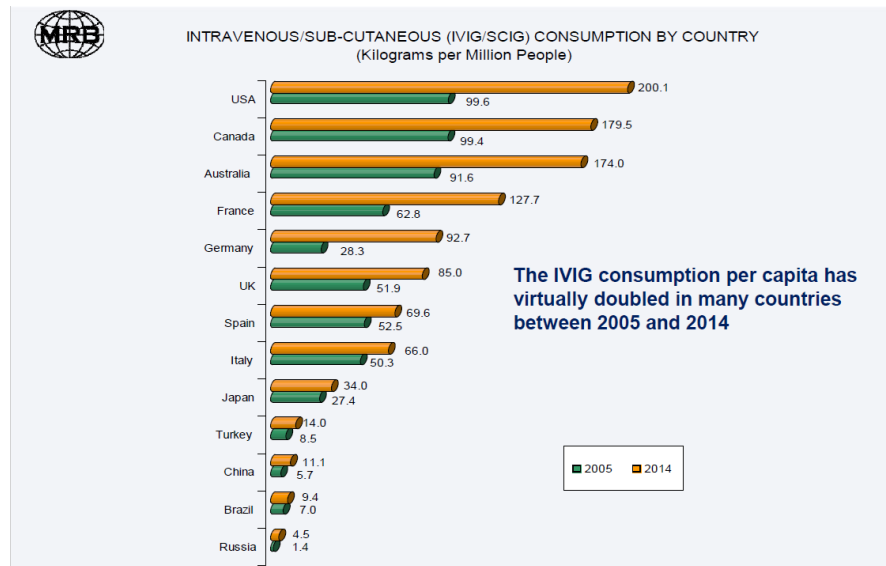


资料来源：公司公告、国海证券研究所

3.4、静丙供需缺口大，公司静丙市场份额不断提升

静丙临床需求缺口大。一方面，我国静丙的使用量与发达国家差距较大。从 MRB 的统计数据来看，2014 年我国人均静丙的使用量仅为世界主要发达国家平均水平的 1/6。另一方面，静丙的适应症在不断拓展，临床需求不断提高。静丙从最初用于原发性免疫缺陷逐渐扩展至自身免疫、免疫调节和抗感染治疗，同时静丙还可以广泛应用于 off label 的适应症乳格林-巴利综合征、川崎病、多发性硬化等。我国静丙市场的学术推广力度仍有待加强。

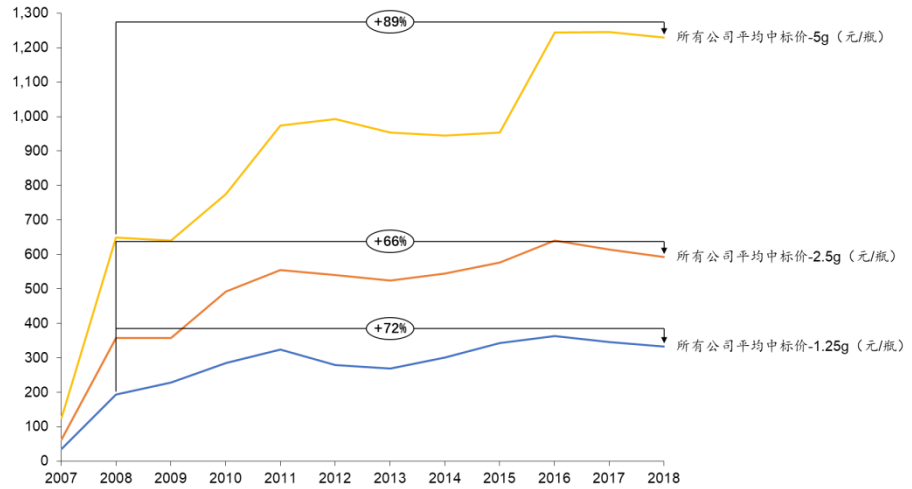
图 25：我国静丙的使用量与发达国家差距较大



资料来源：MRB、国海证券研究所

我国静丙行业临床仍存在较大未被满足的需求，而供给端却受制于采浆量的增长，这导致近 10 年来，静丙价格呈现上升趋势。从 2008 年到 2018 年，规格为 5g/瓶的静丙，其年平均中标价格上涨了 89%；规格为 2.5g/瓶的静丙，其年平均中标价格上涨了 66%；规格为 1.25g/瓶的静丙，其年平均中标价格上涨了 72%。

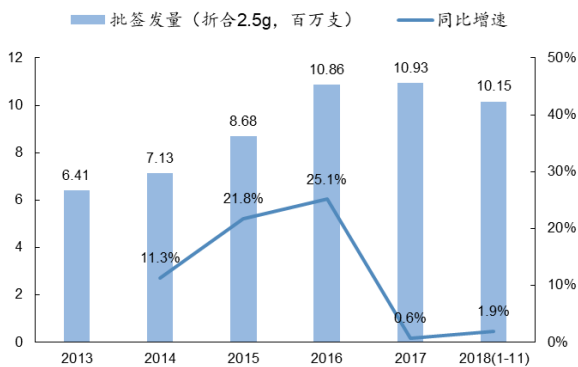
图 26: 我国静丙每年平均中标价格变化 (10g/瓶)



资料来源: 药智网、国海证券研究所

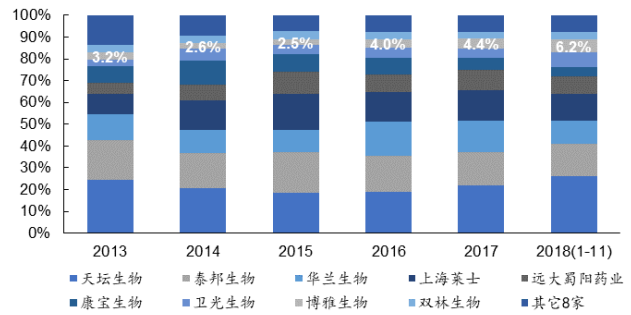
公司静丙市场份额目前仍较小, 但增长快速。从批签发量来看, 公司静丙的市场份额不断增长, 2018 年市场份额达到 6.2%。从销量的角度看, 公司静丙 2018 年上半年同比增长 45.4%, 增长快速, 再次验证了公司强大的销售实力。

图 27: 我国静注人免疫球蛋白历年批签发量变化



资料来源: 中检所、国海证券研究所

图 28: 我国静脉注射人免疫球蛋白市场份额变化



资料来源: 中检所、国海证券研究所

3.5、多个在研产品储备，八因子有望 2019 年获批上市

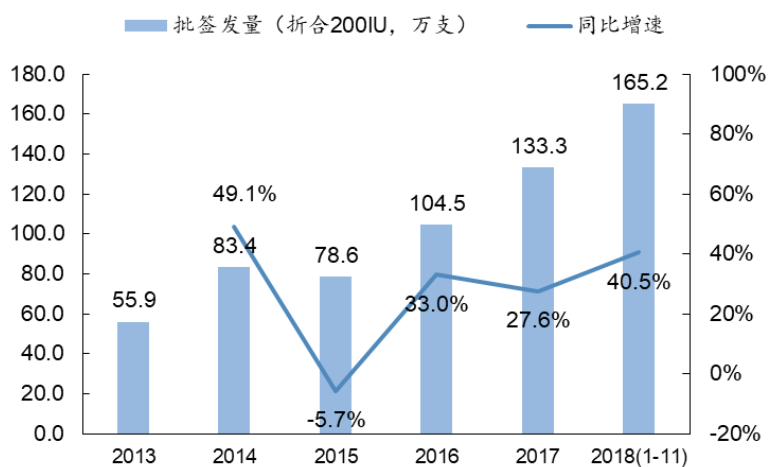
公司有多个在研产品储备，其中进展较快的是人凝血因子 VIII，已经进入最后审批阶段，预计 2019 年获批上市。人凝血 VIII 因子的主要针对的患者人群是 A 型血友病患者。我国 A 型血友病患者目前治疗的比例仍很低。而且，与发达国家相比，我国人均凝血 VIII 因子的使用量远低于 WFH 推荐的标准。我国人凝血 VIII 因子未来市场发展潜力巨大。目前我国人凝血 VIII 因子批签发量处于高速增长阶段。我们预计未来人凝血 VIII 因子上市后，将从 2020 年开始为公司贡献较大的业绩增量。

表 3: 公司在研产品情况

产品名称	研发进展
人凝血因子 VIII	已申报上市，在审评审批中，预计 2019 年上市
人凝血酶原复合物	III 期临床已完成
VWF 因子	和法国 LFB 合作
人纤维蛋白胶	临床前
手足口病免疫球蛋白	临床申报
破伤风人免疫球蛋白	临床前
巨细胞病毒特异性免疫球蛋白	临床前
呼吸道合胞病毒特异性免疫球蛋白	临床前
高浓度静注（或皮注）人免疫球蛋白	临床前

资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 29: 我国人凝血 VIII 因子历年批签发量变化

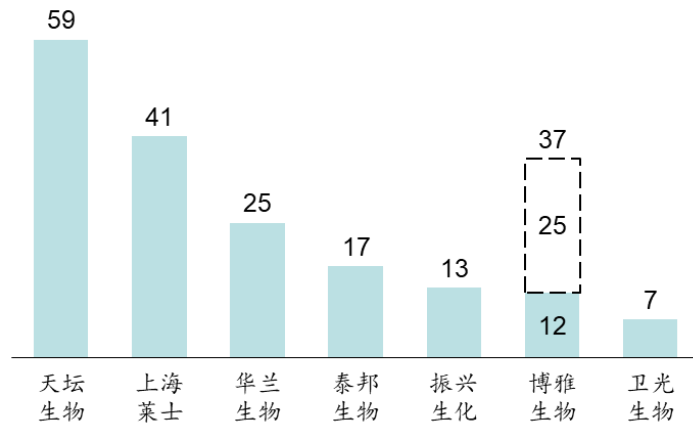


资料来源：药智网、国海证券研究所

3.6、丹霞注入确定性较高，为未来业绩增长带来弹性

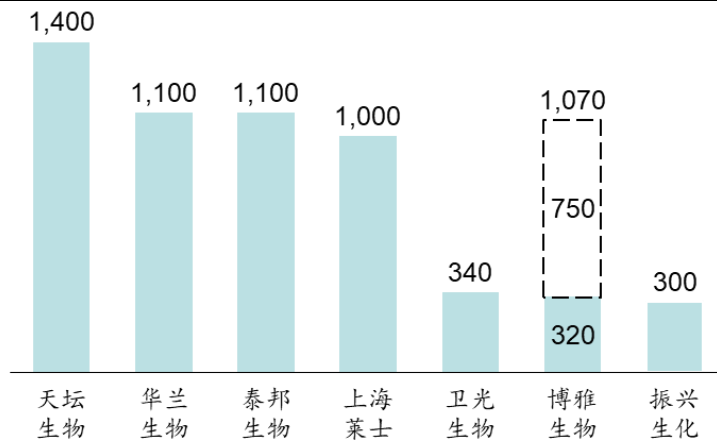
未来伴随丹霞浆站的注入，公司采浆水平将达到千吨级别。对于血制品企业来说，浆站资源和血浆综合利用率是核心竞争力。由于我国血制品行业监管较为严格，从2001年开始不再批准新的血制品生产企业，再加上这两年我国新浆站的批准速度放慢，外延并购成为血制品企业拓展血浆来源最快的途径。公司利用控股股东在资本市场的优势，2017年与控股股东共同成立基金收购丹霞生物99%的股权。待丹霞完成内部整改，重新获得GMP证书后，公司会将丹霞生物装入上市公司体内。丹霞生物目前有25个浆站，满产产能约750吨。若未来丹霞顺利装入公司体内，那么公司的采浆量将超过1000吨，进入我国血制品行业第一梯队。

图 30：中国 2018 年血制品行业主要公司浆站数量



资料来源：各省政府卫计委网站、国海证券研究所

图 31：中国 2017 年血制品行业主要公司采浆量



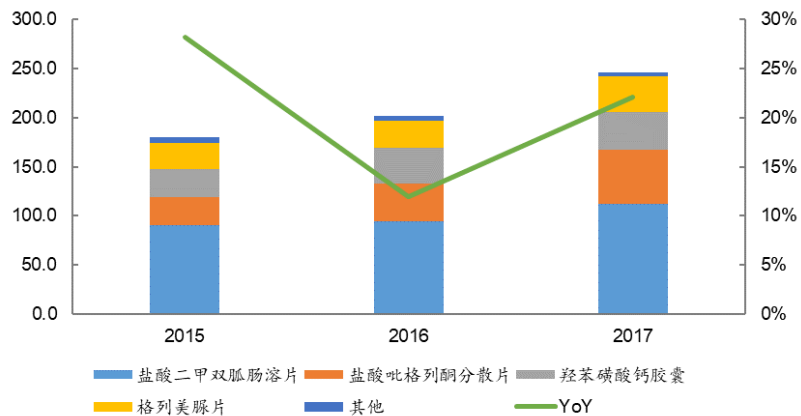
资料来源：各上市公司公告、国海证券研究所

我们预计丹霞调浆将于2019年完成,有望为公司带来8000万的业绩弹性。2017年,公司与丹霞生物签订《血浆及血浆组分调拨和销售的框架协议》。公司拟向丹霞生物采购调拨血浆及血浆组分,计划采购调拨不超过100吨原料血浆;不超过180吨原料血浆的用于生产静注人免疫球蛋白的组分;不超过400吨原料血浆的用于生产人纤维蛋白原的组分,总计金额不超过40,200.00万元,其中原料血浆的定价为不超过165万元/吨;用于生产静注人免疫球蛋白的组分定价为不超过65万元/吨;用于生产人纤维蛋白原的组分定价为不超过30万元/吨。考虑到公司目前满产产能仅有600吨,我们预计2019年公司自有浆站的投浆量可达到400吨,那么调浆能带来的业绩增量即为200吨血浆贡献的业绩。公司2017年320吨采浆量对应2.55亿元净利润,我们预计200吨血浆可贡献1.6亿元净利润,公司分成50%,那么公司的业绩增量应为8000万元。

4、公司非血制品业务保持稳定

天安药业: 主营糖尿病用药业务。公司自2013年底控股天安药业后,通过整合内部经营班子,加强内部管理,提高天安药业运营效率,确保天安药业经营业绩的稳定增长。2015年11月30日,公司对天安药业的持股比例由55.6%增加至83.4%,进一步确立了对天安药业的控股权。2015年-2017年天安药业收入CAGR 17%。2017年天安药业收入2.5亿元,净利润0.49亿元。

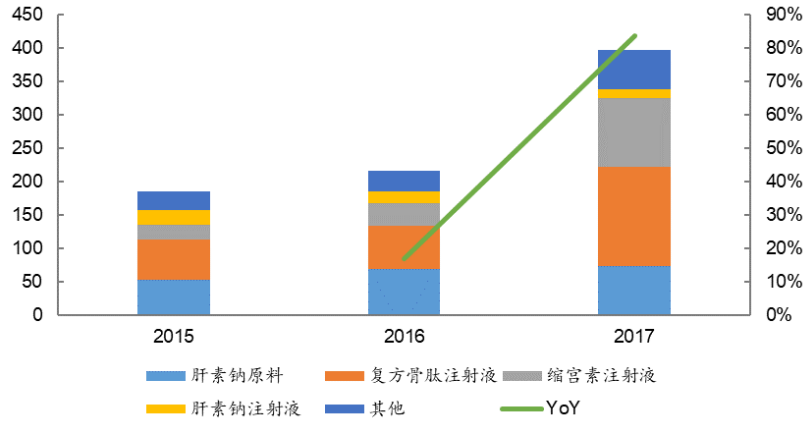
图 32: 天安药业 2015 年-2017 年营业收入构成



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

新百药业: 主营生化类用药业务。2015年11月30日,公司收购新百药业100%股权,并纳入合并财务报表。新百药业的主要产品包括复方骨肽注射液、缩宫素注射液、肝素钠原料及注射液等。2015年-2017年新百药业收入CAGR 47%。2017年新百药业收入3.97亿元,净利润0.54亿元。

图 33: 新百药业 2015 年-2017 年营业收入构成



资料来源:公司公告、国海证券研究所

5、盈利预测与评级

公司是一家正处于快速成长中的血制品企业，各项血制品业务高速增长，公司在纤原市场保持龙头地位，在静丙和白蛋白市场份额虽较小，但公司正凭借优异的销售能力不断提高市场份额，同时公司利用控股股东在资本市场的优势，与控股股东联合收购丹霞生物，若未来丹霞未来顺利注入公司，公司采浆量将达到千吨规模，进入国内血制品行业第一梯队。基于审慎性原则，暂不考虑丹霞注入，我们预计 2018-2020 年公司归母净利润分别为 4.63 亿元、5.75 亿元、7.03 亿元，EPS 分别为 1.07 元、1.33 元和 1.62 元，对应当前价的 PE 分别为 24、19、16 倍。未来随着调浆获批、人凝血因子 VIII 上市和丹霞的注入，公司业绩增长空间大，首次覆盖，予以买入评级。

图 34: 盈利预测

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1461	2889	3594	4385
增长率(%)	54%	98%	24%	22%
归母净利润（百万元）	357	463	575	703
增长率(%)	31%	30%	24%	22%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.07	1.33	1.62
ROE(%)	14.35%	15.94%	16.78%	17.29%

资料来源：Wind、国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 调浆审批不达预期;
- 2) 丹霞注入不达预期;
- 3) 人凝血因子 VIII 业务发展不达预期;
- 4) 各产品学术推广不达预期;
- 5) 产品降价风险;
- 6) 股东减持风险。

附表：博雅生物盈利预测表

证券代码:	300294.SZ				股价:	26.10	投资评级:	买入	日期:	2019-01-15
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	14%	16%	17%	17%	EPS	0.89	1.07	1.33	1.62	
毛利率	66%	58%	59%	59%	BVPS	6.05	6.55	7.73	9.17	
期间费率	38%	39%	40%	40%	估值					
销售净利率	24%	16%	16%	16%	P/E	29.36	24.43	19.66	16.08	
成长能力					P/B	4.32	3.99	3.38	2.85	
收入增长率	54%	98%	24%	22%	P/S	7.17	3.91	3.15	2.58	
利润增长率	31%	30%	24%	22%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.40	0.68	0.73	0.76	营业收入	1461	2889	3594	4385	
应收账款周转率	2.50	4.06	4.06	4.06	营业成本	491	1207	1476	1781	
存货周转率	0.95	1.46	1.46	1.46	营业税金及附加	18	29	43	53	
偿债能力					销售费用	378	867	1096	1359	
资产负债率	32%	32%	31%	30%	管理费用	161	231	288	351	
流动比	2.45	2.67	2.89	3.08	财务费用	(9)	1	3	(1)	
速动比	1.73	1.69	1.90	2.09	其他费用/(-收入)	5	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	429	554	689	843	
现金及现金等价物	502	525	821	1215	营业外净收支	1	2	2	2	
应收款项	583	712	886	1081	利润总额	431	556	691	845	
存货净额	518	847	1040	1256	所得税费用	66	83	104	127	
其他流动资产	151	231	288	351	净利润	365	472	587	718	
流动资产合计	1754	2315	3035	3902	少数股东损益	8	9	12	14	
固定资产	331	316	302	290	归属于母公司净利润	357	463	575	703	
在建工程	397	399	401	403	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	114	130	118	105	经营活动现金流	(24)	140	403	515	
长期股权投资	148	148	148	148	净利润	365	472	587	718	
资产总计	3670	4243	4949	5804	少数股东权益	8	9	12	14	
短期借款	55	55	55	55	折旧摊销	46	45	45	42	
应付款项	179	339	416	502	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	28	8	0	0	营运资金变动	(443)	(690)	(607)	(688)	
其他流动负债	454	467	581	709	投资活动现金流	(370)	3	2	0	
流动负债合计	716	868	1052	1266	资本支出	(149)	13	12	10	
长期借款及应付债券	450	450	450	450	长期投资	(64)	0	0	0	
其他长期负债	19	19	19	19	其他	(157)	(10)	(10)	(10)	
长期负债合计	469	469	469	469	筹资活动现金流	417	(51)	(64)	(78)	
负债合计	1185	1338	1521	1735	债务融资	483	0	0	0	
股本	401	433	433	433	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2484	2905	3429	4068	其它	(66)	(51)	(64)	(78)	
负债和股东权益总计	3670	4243	4949	5804	现金净增加额	23	92	340	437	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

冯雪云，北京大学金融学硕士、北京大学医学经济学双学士，医学和金融复合背景，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药、OTC等板块。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。