

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

**博雅生物 (300294)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2019年06月26日

# 并购罗益生物，不改调浆和丹霞注入预期

证券分析师： 谢长雁

0755-22940793

xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517100003

## 事项：

博雅生物拟以发行股份和可转债及支付现金的方式购买罗益生物 60.55% 股权并募集配套资金。

**国信医药观点：**1) **罗益生物估值约 13.5 亿。**罗益生物是一家体量较小的疫苗公司，主力产品是 AC 结合苗，2018 年批签发 176 万人份，市场占比达 73.8%。重磅产品 AC-Hib 三联苗处于 3 期临床，进度领先。根据罗益 2019 年的业绩，以 20 倍 PE 计算，估值约 13.5 亿，60.55% 股权对应 8.2 亿元左右。注入罗益生物有望增厚 2020 年业绩。2) **纤原终端价格略有下滑，市场竞争可能加剧。**纤原在 PDB 样本医院的单价和各省的中标价均有一定程度的下降。2019 年博雅生物批签发基本持平，泰邦生物大幅上涨。随着泰邦纤原的放量以及其他企业加入市场，纤原的竞争可能加剧。3) **血浆调拨有序推进，丹霞注入时间点有所调整。**公司公告修正了此前与丹霞签订的血浆调拨框架协议，我们估计血浆调拨协议的更改主要与血浆保质期有关，并不意味着血浆调拨审批工作受阻。由于罗益的注入，丹霞注入时间点可能相应后移，考虑到监管审批时间，有望与无锡罗益注入事项完成时重新启动注入，假设 2020 年启动，则增厚 2021 年利润。4) **风险提示：罗益注入进度不及预期、丹霞复产及注入进度不及预期、血浆调拨审批进度不及预期。**5) **投资建议：并购罗益生物，调整丹霞注入时间点，继续推荐“买入”。**预计博雅生物未来 2~3 年采浆量增速在 10%~15% 之间（每年增加 40 吨左右），2019 年业绩增长主要依靠内生（采浆量增长+库存纤原的消化），2020 年调浆获批叠加罗益注入带来的 0.45 亿归母净利润，2021 年丹霞复产并且注入使利润大增。预计公司 2019~2021 年营收 28.97/37.78/42.58 亿，归母净利润 5.70/7.05/9.75 亿，考虑到股权稀释的影响，对应 EPS 为 1.32/1.56/1.73 元，对应当前股价 PE 为 19.7/16.7/15.0x，继续推荐“买入”。

## 评论：

### ■ 交易方案概述：现金与发行股份方式结合收购 60.55% 罗益股份

2019 年 6 月 25 日晚，博雅生物公告《发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。本次交易的总体方案为上市公司以发行股份和可转债及支付现金购买罗益生物 60.55% 股权并募集配套资金，具体包括：

(一) **支付现金购买资产：**公司以支付现金的方式收购王勇和上海懿仁分别所持罗益生物 5.90% 和 5.78% 的股权。

(二) **发行股份和可转债及支付现金购买资产：**公司拟向江西百圣、高特佳睿宝、重庆高特佳、江西昌茂达、江西奥瑞发、上海懿仁、丁正良、戴金富、杨倩、章亚东、丁世伟等 11 名交易对方以发行股份和可转债及支付现金的方式，购买其持有的罗益生物 48.87% 股权。交易完成后，公司将持有罗益生物 60.55% 股权。

(三) **募集配套资金：**公司拟向不超过 5 名投资者非公开发行股份或可转债募集配套资金，募集配套资金总额预计

不超过本次重组交易价格（发行股份及可转债的总额）的 100%且拟发行的股份数量（含可转债按照初始转股价格转股数量）不超过本次发行前总股本的 20%。

本次交易中（一）是（二）的前提，（一）不以（二）的成功实施为前提，（一）和（二）不以（三）为前提。本次购买资产的普通股发行价格和可转债初始转股价格均为 25.00 元/股。

**表 1：罗益生物股权结构及交易方式**

序号	股东名称	认缴出资额 (万元)	出资比例	交易股份 份额	交易方式	控股股东一 致行动人
1	新千普瑞邦管理咨询有限公司	1,946.40	20.24%	—	—	
2	上海高特佳懿仁投资合伙企业（有限合伙）	1,883.89	19.59%	19.59%	1.支付现金 2.支付现金	
3	江西百圣管理咨询有限公司	1,207.84	12.56%	12.56%	2.普通股及支付现金	
4	江苏建泉高特佳医疗产业投资基金（有限合伙）	885.69	9.21%	—	—	
5	王勇	567.38	5.90%	5.90%	1.支付现金	
6	重庆高特佳睿安股权投资基金合伙企业（有限合伙）	535.64	5.57%	5.57%	2.可转债	是
7	江西昌茂达商务服务有限公司	480.83	5.00%	5.00%	2.普通股	
8	江西东旭投资集团有限公司	384.66	4.00%	—	—	
9	共青城旭泽智投资管理合伙企业（有限合伙）	384.66	4.00%	—	—	
10	深圳市高特佳睿宝投资合伙企业（有限合伙）	281.77	2.93%	2.93%	2.支付现金	是
11	瞿伯荣	192.33	2.00%	—	—	
12	江西奥瑞发商务服务有限公司	192.33	2.00%	2.00%	2.普通股	
13	杨倩	192.33	2.00%	2.00%	2.普通股	
14	戴金富	157.71	1.64%	1.64%	2.普通股	
15	丁正良	140.4	1.46%	1.46%	2.普通股	
16	丁世伟	96.17	1.00%	1.00%	2.普通股	
17	章亚东	86.55	0.90%	0.90%	2.普通股	
合计		9,616.59	100.00%	60.55%		

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理。

交易方式 1 指支付现金购买资产，交易方式 2 指发行股份和可转债及支付现金购买资产。上海懿仁的交易方式包括 1 和 2。

### ■ 罗益生物：体量较小的疫苗企业，主力产品 AC 结合苗

罗益生物拥有 2 个疫苗产品批件。罗益生物的产品包括冻干 A+C 群脑膜炎球菌结合疫苗（AC 结合苗）和双价肾综合征出血热纯化疫苗（出血热疫苗），其中 AC 结合苗贡献主要的营收和利润。2015 年以来，罗益生物的 AC 结合苗批签发占比逐年提升，2018 年的占比达到 73.8%。

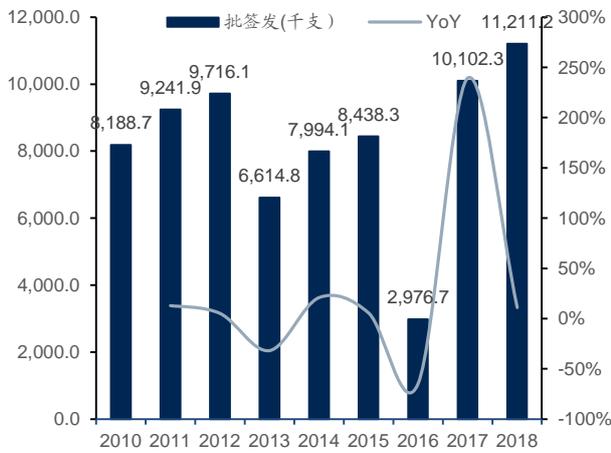
**表 2：AC 结合苗批签发情况（千人份）**

	2014	2015	2016	2017	2018	2018M1-5	2019M1-5
AC 结合苗（千人份）	3,827.9	1,776.2	1,377.3	2,699.2	2,387.2	1,070.0	2,517.8
增速		-53.6%	-22.5%	96.0%	-11.6%		135.3%
其中：罗益生物（千人份）	2,465.1	887.0	799.9	1,648.3	1,761.3	1,031.6	2,188.9
增速		-64.0%	-9.8%	106.1%	6.9%		112.2%
罗益生物占比	64.4%	49.9%	58.1%	61.1%	73.8%	96.4%	86.9%

资料来源：中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

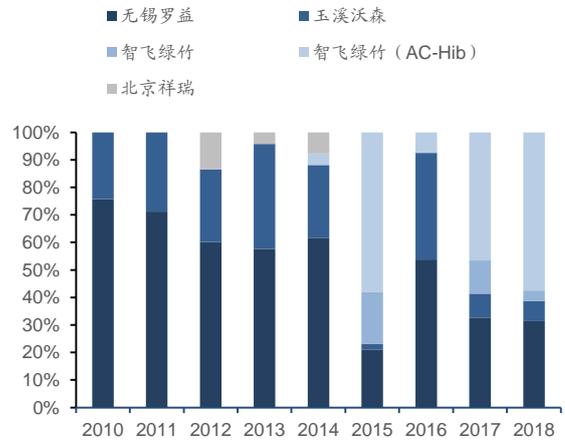
罗益生物的 AC-Hib 三联苗处于三期临床。目前 AC-Hib 是智飞生物的独家产品，2016~2018 年分别批签发 11.1/235.2/321.8 万人份，估计 2018 年销售额超过 11 亿元。AC-Hib 三联苗 2014 年上市后迅速放量，2018 年批签发占比达 57%（AC+AC-Hib 合计批签发）。罗益生物的 AC-Hib 三联苗处于 3 期临床，进度领先，预计可在 2~3 年内上市。罗益已上市的 AC 结合苗是冻干剂，估计三联苗也是冻干剂，不存在铝佐剂问题。

图 1: AC 结合苗+AC-Hib 结合苗批签发情况 (千支)



资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

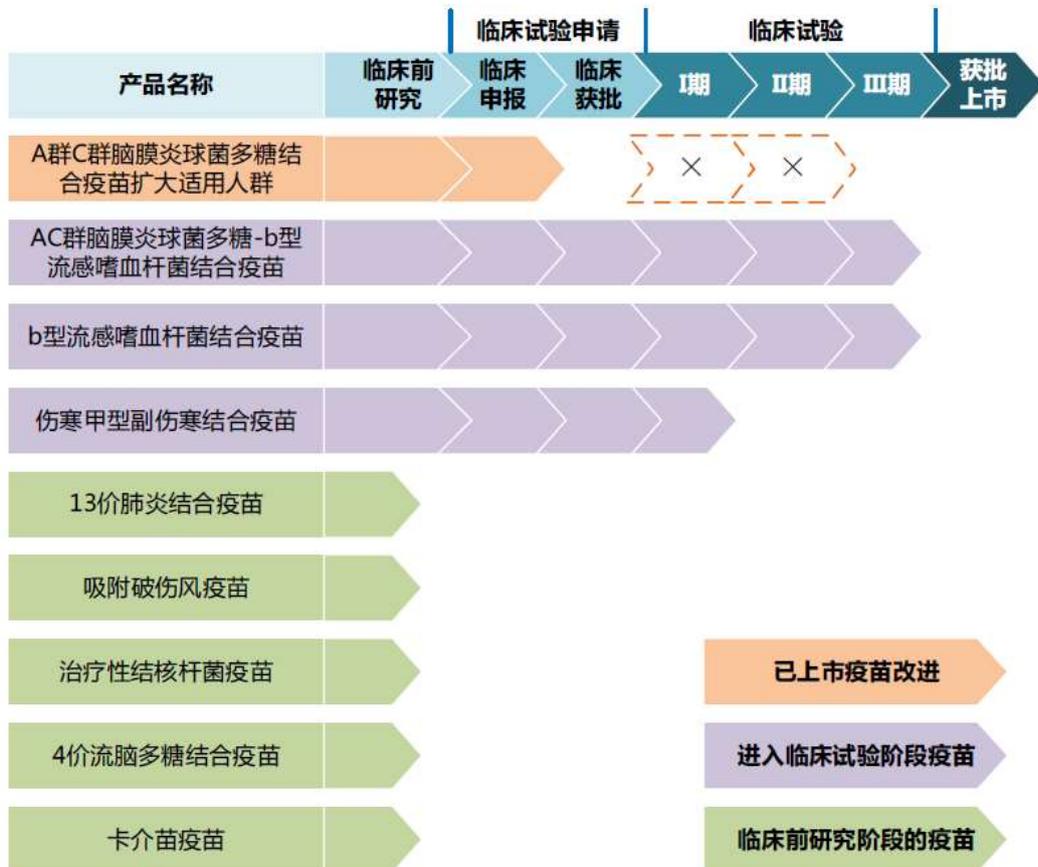
图 2: AC 结合苗+AC-Hib 结合苗批签发格局



资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

罗益生物 AC 结合苗申报临床扩大适用年龄。目前，罗益生物的 AC 结合苗适用人群为 6 月龄~15 周岁儿童，公司拟将适用人群扩大为 3 月龄~15 周岁，目前处于临床申报阶段。由于竞争对手（智飞生物、沃森生物）的 AC 结合苗适用于 3 月龄以上的儿童，扩大适用人群年龄将增加罗益产品的竞争力。

图 3: 罗益生物在研管线



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

罗益生物估值在 13.5 亿左右。2017 年~2019 年 5 月罗益生物的营收分别为 1.51/1.95/1.05 亿，2017 年净亏损 1442 万，2018 年盈利 1560 万，2019 年 1~5 月净利润为 2806 万，业绩改善明显。若以今年 1~5 月的净利润做线性外推，则 2019 年全年净利润可达 6734 万，假设 20 倍市盈率，则罗益生物估值在 13.5 亿左右，60.55%的股权对应约 8.2 亿。

**表 3: 最近两年及一期罗益生物主要财务数据 (万元)**

资产负债表数据	2019-05-31	2018-12-31	2017-12-31
总资产	27,937.15	23,843.74	21,422.96
总负债	18,205.68	16,918.26	16,056.99
所有者权益	9,731.48	6,925.48	5,365.97
利润表数据	2019 年 1-5 月	2018 年	2017 年
营业收入	10,537.51	19,478.19	15,144.92
净利润	2,806.00	1,559.51	-1,442.29

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 博雅生物: 纤原终端价格略有下滑, 市场竞争可能加剧

终端用量快速提升, 单价略有下滑。从 PDB 样本医院的销售数据看, 纤原的滚动全年用量同比增速持续上升, 2018 年 Q1~Q4 分别为 23.3%/30.7%/35.6%/40.4%。另一方面, 纤原的单价从 2017 年的 910 元左右下降至 890 元左右。观察各地的中标价数据, 纤原的中标价自 2017 年以来也有一定程度的下降。

**表 4: 样本医院纤原滚动全年用量 (千瓶)、金额 (百万) 和单价 (元) 情况**

	滚动全年用量 (千瓶)	同比 (%)	单价 (元)	滚动全年金额 (百万)	同比 (%)
2015Q1	192.2	-11.0%	337.7	64.8	-10.3%
2015Q2	184.4	-16.5%	341.0	62.3	-15.9%
2015Q3	184.3	-11.6%	397.7	65.2	-7.1%
2015Q4	183.8	-9.9%	521.8	73.8	7.3%
2016Q1	186.9	-2.7%	747.5	94.0	45.1%
2016Q2	204.9	11.1%	790.4	128.6	106.3%
2016Q3	214.4	16.3%	823.8	156.5	140.0%
2016Q4	222.4	21.0%	893.9	181.4	145.8%
2017Q1	237.7	27.2%	908.4	202.9	115.8%
2017Q2	241.2	17.7%	908.8	213.5	66.1%
2017Q3	256.5	19.6%	905.2	232.0	48.2%
2017Q4	269.2	21.1%	897.5	243.6	34.3%
2018Q1	293.2	23.3%	892.6	264.0	30.1%
2018Q2	315.1	30.7%	897.7	283.0	32.5%
2018Q3	347.7	35.6%	893.5	311.2	34.2%
2018Q4	377.9	40.4%	889.8	337.6	38.6%

资料来源:PDB、国信证券经济研究所整理

**表 5: 纤原各地区中标价 (元)**

日期	2017/9	2017/11	2017/12	2018/3	2018/4	2018/6	2018/8	2018/9	2018/11	2018/12	2018/12	2019/3
中标地区	宁夏	黑龙江	北京	贵州	上海	贵州	辽宁	贵州	西藏	贵州	贵州	贵州
博雅生物	946	979	985	928		928		878	980	878	878	878
上海莱士	953	960	985	885		885			985	885	885	885
绿十字		955	980			880			920	880		880
华兰生物	985			880		880		878	990	878		
泰邦生物					920		920					

资料来源:药智网、国信证券经济研究所整理

批签发: 博雅基本持平, 泰邦迅速上量。2019 年 1~5 月纤原批签发 41.5 万瓶 (+57.1%), 主要因为泰邦生物批签发 16.9 万瓶 (+812%), 同比有增长; 博雅生物批签发 15.7 万瓶 (-3.8%), 与去年同期基本持平。泰邦生物的纤

原 2018 年上市，今年的批签发市场占比迅速提升到 40.8%，超过博雅生物（37.9%），成为国内纤原市场份额最大的企业。

**表 6：2014~2019 年 5 月纤原批签发情况（千瓶）**

	批签发（千瓶）					增速（%）						
	2014	2015	2016	2017	2018	2018 M1-5	2019 M1-5	2015	2016	2017	2018	2019 M1-5
合计	355.2	503.4	965.9	941.3	871.1	264.1	415.0	41.7%	91.9%	-2.5%	-7.5%	57.1%
博雅生物	151.2	180.8	288.8	261.3	507.0	163.5	157.3	19.6%	59.7%	-9.5%	94.0%	-3.8%
上海莱士	68.5	131.1	416.4	488.8	127.5	24.5	22.5	91.5%	217.5%	17.4%	-73.9%	-8.0%
华兰生物	36.9	28.4	25.7	70.5	73.6	32.1	2.4	-23.1%	-9.7%	174.7%	4.5%	-92.6%
泰邦生物				97.5	18.6	169.3						811.8%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

**预计纤原未来竞争对手增多。**目前纤原的生产企业较少，博雅生物和泰邦生物占据市场主要份额。但有多家企业处于纤原在研后期，华兰生物纤原的技术改造也已完成。竞争对手的增加会对纤原的价格以及博雅生物的市场份额造成一定的压力。

**表 7：纤原在研情况**

公司	状态	时间
深圳卫光	获批补充	2019/2/1
山西康宝	III 期完成	2016/12/9
远大蜀阳	III 期	2016/8/26
广东双林	III 期	2018/8/2
广东丹霞	获批临床	2016/5/11
中原瑞德	获批临床	2017/5/11
成都蓉生	获批临床	2018/10/23

资料来源:药智网、国信证券经济研究所整理

**博雅估计尚有约 20 万瓶纤原存货。**白蛋白产率约 2750 瓶/吨，根据销售额及单价估计 16~18 年累计投浆约 784 吨，根据批签发及收率估计三年累计投浆 745 吨。16~18 年纤原销售 6.76 亿，以 745~785 吨投浆、纤原收率 1500 瓶/吨及出厂价 720 元估计，纤原最大营收应为 8.05~8.48 亿，剩余库存对应 20 万瓶左右的纤原。2019 年公司对于纤原库存的消化是血制品业绩增长的动力之一。

**表 8：2016~2018 年博雅生物估计投浆量（吨）**

年份	2016	2017	2018	合计
<b>销售估计投浆</b>				
销售额（百万）	176.6	248.1	299.7	
单价（元）	360	340	320	
估计投浆（吨）	178	265	341	784
<b>批签发估计投浆</b>				
批签发（千瓶）	501.6	684.4	862.5	2,048.5
收率（瓶/吨）	2750	2750	2750	2750
估计投浆（吨）	182	249	314	745

资料来源:Wind、中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

#### ■ 撤回凝血因子上市申请，预计获批上市时间在 2~3 年后

**公司撤回 VIII 因子上市申请。**今年 3 月，博雅生物公告，因临床标准的不断提高，经公司自查，发现人凝血因子 VIII 临床试验数据还有待完善，撤回 VIII 因子上市申请；成都蓉生在 2018 年也撤回了 VIII 因子上市申请。由于近期 CDE 公布了新的重组凝血因子临床指导文件，因此我们估计撤回上市申请与之潜在相关，不一定是公司临床试验设计的缺陷。

表 9: 凝血因子 VIII/IX 上市申请情况

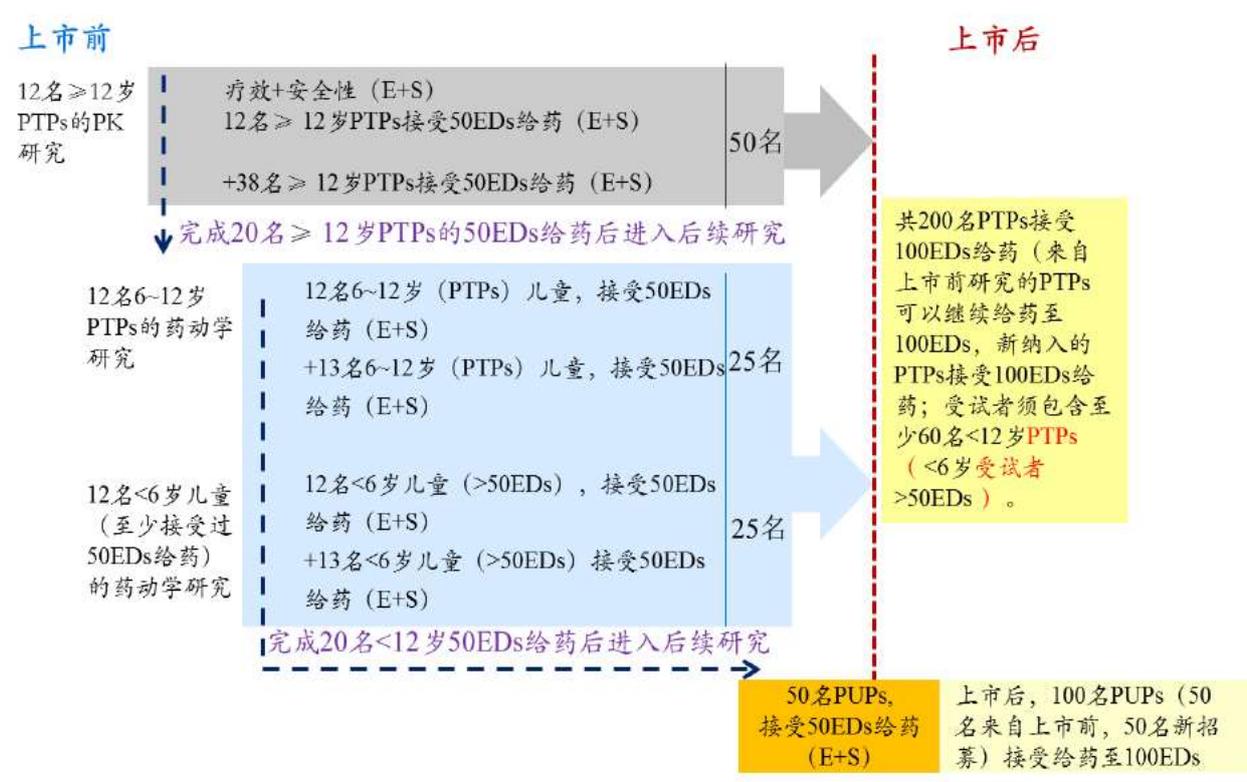
受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称	办理状态	状态开始日
CXSS1800012 优	人凝血因子VIII	治疗用生物制品 15	新药	2018/6/11	广东双林生物制药有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2018/6/7
CXSS1800007 优	人凝血因子IX	治疗用生物制品 7	新药	2018/4/16	山东泰邦生物制品有限公司	第一轮发补	2018/11/20
CXSS1700032 优	人凝血因子VIII	治疗用生物制品 15	新药	2018/3/28	博雅生物制药集团股份有限公司	企业撤回	2019/3/30
CXSS1700033 优	人凝血因子VIII	治疗用生物制品 15	新药	2018/3/1	山西康宝生物制品股份有限公司	在审评审批中 (在药审中心)	2018/2/28
CXSS1600011 优	人凝血因子VIII	治疗用生物制品 15	新药	2017/2/22	成都蓉生药业有限责任公司	企业撤回	2018/4/13

资料来源:药智网、国信证券经济研究所整理

药监局出台凝血因子临床指导文件。2018 年 4 月, CDE 发布《重组人凝血因子 VIII 制品临床研究技术指导原则》(以下简称《指导》)、《重组人凝血因子 IX 制品临床研究技术指导原则》, 用以规范和指导重组人凝血因子 VIII/IX 制品的研发。虽然是针对重组产品的临床指导, 但血源凝血因子的临床设计很可能也会参考这一指导。

《指导》明确研究程序、样本量及受试人群。《指导》中按年龄将患者分为成人、青少年 ( $\geq 12$  岁) 和儿童 ( $< 12$  岁), 按照 VIII 因子治疗给药暴露日 (EDs) 将患者分为 EDs  $> 150$  天经治疗患者 (PTPs) 和未经治疗患者 (PUPs)。上市前的研究应至少包括 50 名 12 岁以上的受试者, 25 名大龄儿童 (6~12 岁) 和 25 名小龄儿童 (0~6 岁), 合计至少 100 例。当使用年化出血率作为主要有效性指标时, 建议观察时间不短于 6 个月。

图 4: 重组人凝血因子 VIII 临床研究基本程序



资料来源:《重组人凝血因子 VIII 临床研究技术指导原则 (征求意见稿)》、国信证券经济研究所整理

预计获批上市时间在 2~3 年后。国内现已完成的 VIII 因子 3 期临床设计类似, 可能都需要重新补充临床数据。估计 3 期临床试验时长一年左右, 预计博雅补充临床数据后 VIII 因子可在 2~3 年后获批上市。

**表 10: 国内主要企业 VIII 因子 3 期临床情况**

登记号	企业	开始时间	结束时间	受试者年龄	入组人数
CTR20140546	成都蓉生	2014/8/21	2015/6/29	12-65 岁	61
CTR20150652	博雅生物	2016/3/7	2017/6/22	14-65 岁	56
CTR20150752	山西康宝	2015/12/11	2017/6/2	14-65 岁	60
CTR20160129	广东双林	2016/5/25	2017/6/21	6-65 岁	54

资料来源:CDE、国信证券经济研究所整理

## ■ 估值模型与盈利预测

**博雅生物血制品稳健增长。**2019 年 1~5 月博雅主要产品的批签发与去年同期基本持平，狂免批签发有所增加。预计未来 2~3 年血制品的内生增长由每年 10%~15% 的采浆增长驱动，2019 年叠加库存纤原的消化，血制品业务的增速预计在 20%~25% 左右。

**表 11: 2014~2019 年 5 月博雅生物主要血制品批签发情况 (千瓶)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2018M1-5	2019M1-5
白蛋白 (千瓶)	318.6	350.3	501.6	684.4	862.5	300.9	301.3
增速 (%)		9.9%	43.2%	36.5%	26.0%		0.1%
静丙 (千瓶)	182.4	220.9	415.1	483.5	679.0	241.9	233.2
增速 (%)		21.1%	87.9%	16.5%	40.4%		-3.6%
纤原 (千瓶)	151.2	180.8	288.8	261.3	507.0	163.5	157.3
增速 (%)		19.6%	59.7%	-9.5%	94.0%		-3.8%
狂免 (千瓶)	498.4	356.6	213.6	151.2	453.4	65.5	253.6
增速 (%)		-28.4%	-40.1%	-29.2%	199.9%		287.1%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

**丹霞血浆调拨有序推进。**博雅生物 4 月 15 日公告修正了此前与丹霞签订的血浆调拨框架协议，改为不超过 500 吨原料血浆。我们估计血浆调拨协议的更改主要与血浆保质期有关，2017 年所采部分血浆估计已经接近效期，并不意味着血浆调拨审批工作受阻。

**受罗益注入影响，丹霞注入时间点有所调整。**由于无锡罗益的注入计划，同一时间段无法进行两项重大资产重组，因此估计丹霞注入时间将有所推迟，由于丹霞血浆调拨计划有所修改，考虑到监管审批时间，有望与无锡罗益注入事项完成时重新启动注入，假设 2020 年启动，则增厚 2021 年利润。

**估值模型的关键假设:** 1) 罗益生物 2019 年底前完成并表，2020~2021 年稳定贡献净利润; 2) 2019~2021 年博雅生物采浆 400/440/480 吨，吨浆营收、利润保持稳定; 3) 2019 年消化纤原库存增厚利润; 4) 丹霞血浆调拨 2019 年底到 2020 年初获批，2020~2021 年调浆贡献利润增量; 5) 2021 年丹霞复产且注入上市公司。

**表 12: 博雅生物分部估值模型**

	归母净利润 (亿元)			分部估值	估值 (亿元)		
	2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E
血制品	4.08	4.74	7.16	30~35x	122~142	142~165	214~250
疫苗		0.45	0.48	20~25x		9~11	9~12
糖尿病	0.63	0.75	0.90	15~20x	9~12	11~15	13~18
生化药	0.72	0.79	0.87	15~20x	10~14	11~15	13~17
经销	0.28	0.31	0.33	15~20x	4~5	4~6	4~6
合计	5.70	7.05	9.75		145~173	177~212	253~303

资料来源:国信证券经济研究所预测

**合理估值测算: 低估值有安全边际，期待调浆获批提振股价。**血制品行业原料格局稳定，增长确定性强，给予 30x 的 PE 估值，则公司 2019 年血制品业务约 4 亿的净利润对应 120 亿的估值，对比当前公司 113 亿的市值有很强的安全边际。我们保守估计 2020 年完成 150 吨的调浆，加上罗益注入带来的利润增量，一年期市值 177~212 亿 (减去 8 亿罗益股权，可比市值为 169~204 亿)，有 50%~80% 的增长空间。假设 2021 年丹霞复产且注入，则二年期合理估值在 253~303 亿 (扣除罗益和丹霞股权注入，可比市值为 205~255 亿)，对比当前市值，涨幅在 81%~126%

之间。血浆调拨可保障 2020 年业绩增长，丹霞注入则可大幅提升 2021 年利润。

**投资建议：并购罗益生物，调整丹霞注入时间点，继续推荐“买入”。**由于罗益生物的注入，丹霞生物注入的时间点将会随之调整。预计博雅生物未来 2~3 年采浆量增速在 10%~15% 之间（每年增加 40 吨左右），2019 年业绩增长主要依靠内生（采浆量增长+库存纤原的消化），2020 年调浆获批叠加罗益注入带来的 0.45 亿归母净利润，2021 年丹霞复产并且注入使利润大增。预计公司 2019~2021 年营收 28.97/37.78/42.58 亿，归母净利润 5.70/7.05/9.75 亿，考虑到股权稀释的影响，对应 EPS 为 1.32/1.56/1.73 元，对应当前股价 PE 为 19.7/16.7/15.0x，继续推荐“买入”。

**表 13：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 19/6/25	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
002007	华兰生物	29.31	411	0.81	1.09	1.26	1.45	36.1	26.9	23.3	20.2	20%	1.3	买入
300294	博雅生物	25.99	113	1.08	1.32	1.56	1.73	24.0	19.7	16.7	15.0	14%	1.1	买入
600161	天坛生物	24.11	252	0.49	0.60	0.72	1.04	49.5	40.1	33.3	23.1	16%	1.4	买入
002252	上海莱士	7.1	353	-0.31	-	-	-	-23.3	-	-	-	-	-	无评级
002880	卫光生物	43.05	46	1.45	-	-	-	29.7	-	-	-	-	-	无评级
000403	振兴生化	27.16	74	0.29	0.80	1.12	-	92.6	34.1	24.3	-	-	-	无评级

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1193	1143	1208	5787
应收款项	907	1063	1387	1563
存货净额	604	989	1305	1340
其他流动资产	342	377	491	554
<b>流动资产合计</b>	<b>3047</b>	<b>3572</b>	<b>4390</b>	<b>9244</b>
固定资产	855	883	913	933
无形资产及其他	163	157	150	144
投资性房地产	864	864	864	864
长期股权投资	144	144	142	140
<b>资产总计</b>	<b>5073</b>	<b>5620</b>	<b>6459</b>	<b>11323</b>
短期借款及交易性金融负债	157	78	80	80
应付款项	278	330	435	447
其他流动负债	373	474	623	668
<b>流动负债合计</b>	<b>807</b>	<b>882</b>	<b>1138</b>	<b>1195</b>
长期借款及应付债券	450	450	450	450
其他长期负债	46	46	46	47
<b>长期负债合计</b>	<b>496</b>	<b>496</b>	<b>496</b>	<b>497</b>
<b>负债合计</b>	<b>1303</b>	<b>1377</b>	<b>1634</b>	<b>1692</b>
少数股东权益	66	81	100	127
股东权益	3705	4161	4725	9505
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5073</b>	<b>5620</b>	<b>6459</b>	<b>11323</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.08	1.32	1.56	1.73
每股红利	0.46	0.26	0.31	0.35
每股净资产	8.55	9.60	10.49	16.88
ROIC	15%	13%	15%	18%
ROE	13%	14%	15%	10%
毛利率	62%	60%	60%	64%
EBIT Margin	25%	22%	22%	26%
EBITDA Margin	27%	26%	25%	29%
收入增长	68%	18%	30%	13%
净利润增长率	32%	22%	24%	38%
资产负债率	27%	26%	27%	16%
息率	1.6%	0.9%	1.1%	1.5%
P/E	27.0	22.2	18.7	16.9
P/B	3.4	3.0	2.8	1.7
EV/EBITDA	20.8	19.0	15.7	14.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2451</b>	<b>2897</b>	<b>3778</b>	<b>4258</b>
营业成本	927	1146	1495	1537
营业税金及附加	23	33	43	49
销售费用	754	921	1209	1363
管理费用	129	148	188	198
财务费用	8	(29)	(2)	(64)
投资收益	14	14	14	14
资产减值及公允价值变动	(18)	(10)	(12)	(13)
其他收入	(41)	0	0	0
营业利润	565	682	846	1175
营业外净收支	8	11	11	11
<b>利润总额</b>	<b>572</b>	<b>694</b>	<b>857</b>	<b>1186</b>
所得税费用	87	104	129	178
少数股东损益	16	19	24	33
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>469</b>	<b>570</b>	<b>705</b>	<b>975</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>469</b>	<b>570</b>	<b>705</b>	<b>975</b>
资产减值准备	9	2	0	0
折旧摊销	55	92	102	111
公允价值变动损失	18	10	12	13
财务费用	8	(29)	(2)	(64)
营运资本变动	(494)	(420)	(499)	(216)
其它	(0)	13	19	26
<b>经营活动现金流</b>	<b>58</b>	<b>267</b>	<b>339</b>	<b>910</b>
资本开支	(168)	(125)	(138)	(138)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(164)</b>	<b>(125)</b>	<b>(136)</b>	<b>(136)</b>
权益性融资	1014	0	0	4000
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(201)	(114)	(141)	(195)
其它融资现金流	184	(79)	2	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>797</b>	<b>(193)</b>	<b>(139)</b>	<b>3805</b>
<b>现金净变动</b>	<b>691</b>	<b>(51)</b>	<b>65</b>	<b>4580</b>
货币资金的期初余额	502	1193	1143	1208
货币资金的期末余额	1193	1143	1208	5787
企业自由现金流	(83)	98	181	701
权益自由现金流	101	44	185	755

## 相关研究报告

- 《博雅生物-300294-2018 年年报点评：符合预期，期待调浆获批》 ——2019-04-26
- 《博雅生物-300294-公司深度报告：聚焦血制品，鲤鱼跃龙门》 ——2019-02-17
- 《博雅生物-300294-2019 年业绩预告点评：符合预期，行业库存进一步好转》 ——2019-02-01
- 《博雅生物-300294-2018 年 3 季报点评：血制品三季度超出预期》 ——2018-10-26
- 《博雅生物-300294-2018 年半年报点评：血制品高增长，下一个千吨巨头》 ——2018-08-17

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032