

血液制品业务增加营收体量， 微流控、质谱仪双技术平台突破在即

投资要点：

1. 事件

2016年4月30日，公司发布2015年年报和2016年一季报。其中2015年实现销售收入2.69亿元，归属于上市公司股东的净利润1,188.2万元，同比增长分别为166.26%和-68.85%。2016年第一季度，公司实现销售收入6,490.1万元，归属于上市公司股东的净利润230.6万元，同比增长分别为176.46%和-48.71%。

2. 点评

(一) 事件点评

2015年是公司跨越发展的重要一年，虽然公司规模上完成了量的飞跃，但是“质”的飞跃需要“净利润率”的提高来体现。目前公司已经形成了检验监测+血制品双领域发展的格局，其中2015年完成对河北大安制药有限公司48%股权及广东卫伦生物制药有限公司30%股权的收购之后，公司产品销售收入构成为检验监测1.49亿元、血液制品1.16亿元、其他业务0.43亿元，分别占比55.29%、43.11%和1.60%，多元化产品结构已经完成。

血液制品业务增加营收体量，但利润空间有待释放。公司目前血液制品的毛利率只有19.90%，远低于检验监测业务的69.23%，直接拉低了公司毛利率水平，从2014年的78.57%下降到47.71%，应该说由整合带来的阵痛明显，但提高的潜在空间巨大。公司血液制品业务横向对比也处于绝对超低毛利率水平，例如(2015年毛利率)：华兰生物57.95%(已是华兰生物5年的最低毛利率)；上海莱士61.38%；博雅生物64.11%；天坛生物47.45%(血液制品业务)；ST生化54.19%(血液制品业务)。公司血液制品毛利率远低于行业平均的原因在于，河北大安产品批文不足，只能主要生产白蛋白产品和其他少量血液制品，目前公司正在积极运作血液组分调拨事宜，充分发挥河北大安和广东卫伦的协同作用。

检测检验处于产品业务线突破的零界点，管理费用(研发费用)投入巨大。公司已经形成了微量元素监测、微流控技术平台和质谱仪技术平台三大监测检验技术平台，但微流控技术平台和质谱仪技术平台是公司通过内生和外援在2015年搭建完成的项目，尚未取得营收上的突破，因此在一定程度上拖累了公司2015年的业绩。在管理费用上，2015年达到8,412万元，同比增长134.37%，其中研发直接投入金额达到3,879万元，占收入比14.43%，同比增长72.7%。

在并表河北大安、广东卫伦，以及收购质谱仪公司Advion公司之后，也导致公司销售费用大幅提高，2015年达到3,570.8万元，同比增长71%。

博晖创新 (300318.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

■：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

焦德智

■：(8621) 20252605

✉：jiaodezhi@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2016.4.29

A股收盘价(元)	18.68
A股一年内最高价(元)	45.78
A股一年内最低价(元)	12.09
上证指数	2938.32
总股本(亿股)	4.09
实际流通A股(亿股)	2.04
总市值(亿元)	76.42

相关研究

《博晖创新 (300318.SZ)：股权激励绑定公司核心技术人员，微流控+质谱仪双技术平台发展可期》2016.4.5

《博晖创新 (300318.SZ) 2015年中报点评：微量元素检测业务好转，血制品开始贡献收入》2015.8.24

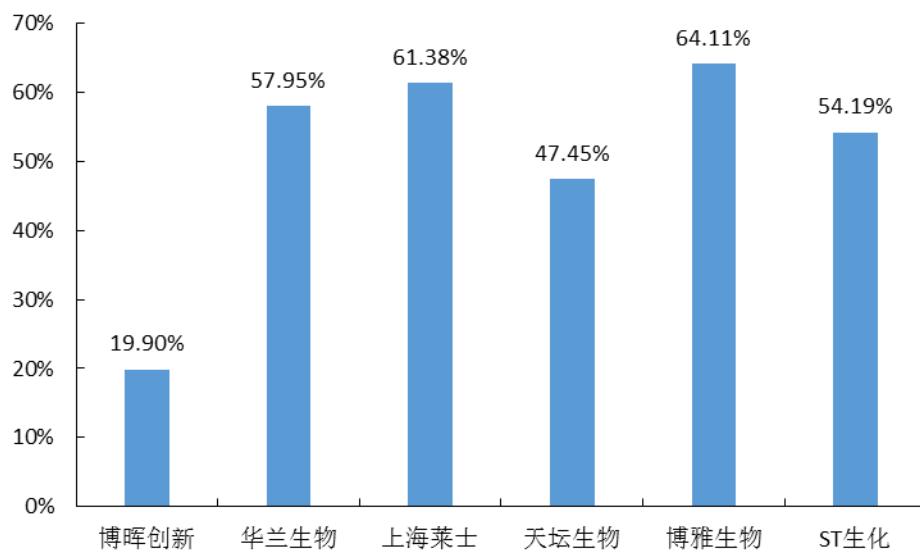
《博晖创新 (300318.SZ) 点评报告：参与发起设立相互人寿保险公司，大健康领域拓展新边界》2015.6.11

《博晖创新 (300318.SZ) 点评报告：国际化战略清晰，外延引进质谱平台技术》2015.6.7

《博晖创新 (300318.SZ) 深度报告：创新为本，发展平台型高新技术》2015.6.4

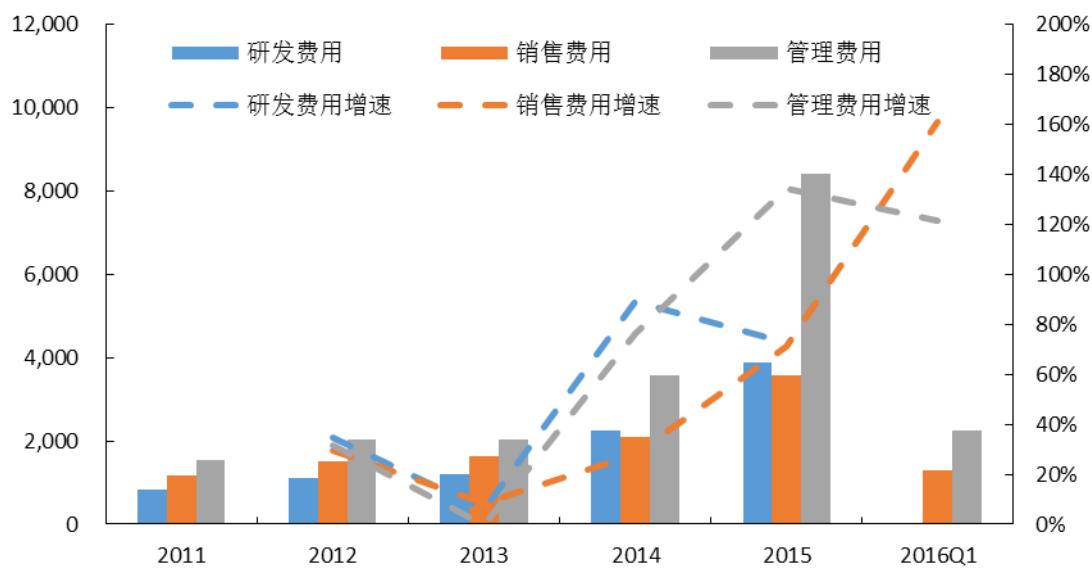
2016年第一季度，公司实现销售收入6,490.1万元，归属于上市公司股东的净利润230.6万元，同比增长分别为176.46%和-48.71%，与2015年全年情况相仿，仍然处于新技术市场突破的前期，血制品的低毛率、以及销售费用和管理费用等的高增长拖累公司净利润水平。2016年第一季度公司的毛利率为59.72%，在2015年47.71%的基础上提高了12.01%，但仍然具有较大的提升空间。第一季度的销售费用和管理费用分别为1,286.7万元和2,253.8万元，同比分别增长160.9%和121.7%。

图 1：可比上市公司血液制品毛利率对比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

图 2：公司研发费用、销售费用和管理费用（单位万元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究部

(二) 2015 年公司大事记

事件 1：以现金支付的方式收购美国 Advion 公司 100% 股权。

公司收购 ADVION 获得了国际领先的质谱检测技术，在公司迈出国际化的同时，也获得了质谱仪小型化的关键技术。目前，国内尚无成熟的质谱仪生产企业，完全依赖进口产品，而且随着质谱仪的小型化、便捷化的发展趋势，将把质谱仪这一实验使用设备带入更加广泛的领域，例如食品、环境、人类健康、药物、化学研发等领域。

2015 年，Advion 并表收入 3,714.54 万元，其中仪器销售收入占比超过 80%。目前 Advion 产品主要销往北美及欧洲地区，两类地区销售占比约 70%，公司将着力帮助 Advion 质谱仪打开亚洲市场，尤其是中国市场。

事件 2：完成河北大安制药有限公司 48% 股权、广东卫伦生物制药有限公司 30% 股权的收购。

公司接手大安和卫伦两个血制品企业，形成了血制品现金牛业务版块。2015 年大安采浆量为 103.68 吨，卫伦采浆量为 30.09 吨，双方处于大安产品线不足，卫伦血浆量不足的一个互补境地。

公司运作已久的血制品组分调拨，以期今年内把大安无法生产的血液组分调拨给卫伦进行静丙等产品的生产，提高公司血液制品版块的毛利率和净利润。目前大安制药尚未获得静丙产品的药品注册证书，根据大安制药的产品开发计划，预计其静丙产品将在 2017 年后获得注册。根据公司报告，两家企业所在地药监部门已经分别同意该调拨计划，并已将调拨申请报送至国家食品药品监督管理局，等待批准。

事件 3：基于微流控芯片技术的 HPV 检测平台已经在 CMEF2016 春季展上展出，产品销售指日可待。

公司早在 2007 年就成立了合资子公司北京博昂尼克微流体技术有限公司，对国际最前沿的基于微流控芯片的分子检测技术进行自主研发与产品产业化。2014 年 12 月公司成功获取针对人类乳头瘤病毒（HPV）的核酸检测仪器认证，今日和仪器配套的 HPV 试剂盒已经获得专家评审组的通过，整个微流控 HPV 分子诊断系统上市销售指日可待。

事件 4：股权激励绑定公司核心人员，长期发展得到保障。

本次公司股权激励（草案），涉及人员较广，共 95 名员工，包括公司董事、高级管理人员，中层管理人员、业务和技术骨干，以及公司董事会认为需要进行激励的其他员工。作为一个以技术为本的高新技术企业，可以说员工股权激励计划让公司的高速发展有了更加确定性的保证。同时公司微流控技术研发核心人员周朋博士，也在本次股权激励授予对象当中，获授的限制性股票数量 66.2 万股，占比此次激励的 19.67%，当前股本的 0.16%，为本次激励中获得股票数量最多的人。

公司股权激励的考核目标，是以 2015 年业绩为基础，2016 年增长不低于 20%，2017 年增长不低于 44%，2018 年增长不低于 73%（维持每年 20% 的增长）。

3. 投资建议

我们按照承诺的大安净利润进行保守的财务预测，2016-2018年预计净利润分别为4,638万元、6,646万元和8,807万元，摊薄后对应EPS分别为0.11元、0.16元和0.22元。公司原有微量元素检测业务和稀缺血制品资源形成双现金牛业务。微流控与质谱仪的两大平台型高新技术有能力作为颠覆性的体外检测技术，潜在市场空间不可估量。因此，我们维持公司的“推荐”评级。

4. 风险提示

微流控芯片检测仪器配套的试剂盒申请低于预期；血浆组分调拨进度低于预期；质谱仪国产化和国内市场推广低于预期。

表1：博晖创新（300318.SZ）财务报表预测（百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	385	411	562	659	营业收入	269	349	435	531
现金	4	283	82	418	营业成本	141	130	154	181
应收账款	44	93	78	131	营业税金及附加	1	2	3	3
其它应收款	4	17	10	23	营业费用	36	45	56	67
预付账款	12	16	17	22	管理费用	84	106	128	153
存货	310	-9	365	54	财务费用	-4	-2	-4	-5
其他	10	10	10	10	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	1578	1564	1551	1545	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	150	150	150	150	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	341	372	368	364	营业利润	11	67	98	131
无形资产	115	125	124	123	营业外收入	4	4	4	4
其他	972	917	909	909	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1962	1975	2113	2204	利润总额	15	71	102	135
流动负债	677	629	680	657	所得税	-1	11	15	20
短期借款	21	0	0	0	净利润	15	60	87	115
应付账款	72	49	95	74	少数股东损益	4	14	20	27
其他	583	580	585	582	归属母公司净利润	11.88	46.38	66.46	88.07
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	42	81	111	134
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.03	0.11	0.16	0.22
其他	3	3	3	3	主要财务比率				
负债合计	679	631	682	659	营业收入	166.3%	30.0%	24.5%	22.1%
少数股东权益	-105	-91	-71	-44	营业利润	-72.4%	516.7%	45.9%	33.8%
归属母公司股东权益	1388	1435	1501	1589	归属母公司净利润	-68.8%	290.3%	43.3%	32.5%
负债和股东权益	1962	1975	2113	2204	毛利率	47.7%	62.7%	64.6%	65.9%
现金流量表					净利率	5.8%	17.3%	19.9%	21.6%
经营活动现金流	90	294	-208	327	ROE	0.9%	3.2%	4.4%	5.5%

净利润	15	60	87	115	ROIC	2.3%	4.2%	7.5%	7.9%
折旧摊销	32	13	13	5	资产负债率	34.6%	32.0%	32.3%	29.9%
财务费用	1	-3	-4	-6	净负债比率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.6	0.7	0.8	1.0
营运资金变动	-686	52	100	120	速动比率	0.1	0.7	0.3	0.9
其它	727	171	-403	93	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
投资活动现金流	-226	3	3	3	应收帐款周转率	6.1	3.7	5.6	4.1
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.0	0.1	0.2	0.2
其他	-226	3	3	3	每股经营现金	0.2	0.7	-0.5	0.8
筹资活动现金流	-81	-19	4	6	每股净资产	3.1	3.3	3.5	3.8
短期借款	0	-21	0	0	P/E	643	165	115	87
长期借款	0	3	4	6	P/B	5.5	5.3	5.1	4.8
其他	-81	0	0	0	EV/EBITDA	179.9	89.5	67.8	53.6
现金净增加额	-218	278	-201	336					

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn