

## HPV 检测市场空间大，血制品盈利水平提升

### 投资要点

- **事件：**日前我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **HPV 检测试剂获批在即，畅享 300 亿市场空间。**我国每年有超过 10 万宫颈癌新发病例，HPV 检测对预防宫颈癌具有重要意义。我国 21-65 岁女性人口数量约为 3 亿，按照每 3 年检测 1 次测算，每年的检测数量超过 1 亿，每次检测费用在 300 元左右，据此估计我国的 HPV 检测市场空间超过 300 亿。公司基于微流控技术开发的 HPV 检测产品具有高准确度和高灵敏度，且可以实现全自动全封闭操作，能够大幅度降低操作难度和减少试剂污染问题，有望在技术水平较低的三甲以下医院和第三方实验室迅速推广。HPV 微流控检测产品已在部分医疗机构试用，得到了客户的高度认可。目前 HPV 检测仪已经获批，配套试剂进入最后的审批阶段，预计下半年即可上市销售。微流控技术平台扩展性强，未来还可以应用多个检测领域，具有广阔的成长空间。
- **血制品盈利能力提升空间大，成为新的业绩增长点。**公司持有河北大安的 48% 股权和广东卫伦的 30% 股权，这两个子公司由于历史原因未能充分释放业绩，均有较大的提升空间。河北大安的采浆量充足，年采浆量约为 80 吨，血浆库存还有 200 吨左右；但产品种类较少，目前只有白蛋白和肌丙能够上市销售，血制品吨浆利润较低。今年年初狂免和破免的注册申请得到受理，预计年内有望获批上市，将对河北大安的业绩带来积极影响，随着在研的静丙和凝血酶原复合物等产品陆续获批，河北大安的盈利能力将大幅度提升。广东卫伦产品种类多，能够生产白蛋白、静丙等 6 个品种；然而之前采浆量较少，2015 年采浆量约为 30 吨。2014 年之前只有 2 个浆站，随着 2014 年新建的澄海浆站进入采浆高峰期以及新获批的高要和博罗浆站陆续投产，采浆量将大幅度提升。河北大安充足的血浆储备和广东卫伦的高利润率互补性强，公司正在申请将河北大安的浆组分调拨到广东卫伦，如获批将给血制品业务带来显著的业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.08 元、0.12 元、0.19 元，对应 PE 分别为 253 倍、160 倍、104 倍。考虑到 HPV 检测产品市场前景广阔且微流控平台扩展性强，血制品业务盈利能力提升空间大，我们首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**HPV 检测产品获批及放量进度或低于预期；血制品组分调拨进度或低于预期。

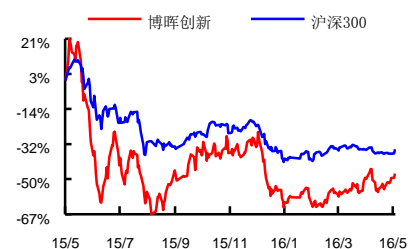
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	268.85	353.88	428.85	504.32
增长率	166.26%	31.63%	21.19%	17.60%
归属母公司净利润(百万元)	11.88	31.58	49.90	76.68
增长率	-68.85%	165.74%	58.03%	53.68%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.08	0.12	0.19
净资产收益率 ROE	1.21%	2.82%	4.28%	6.21%
PE	672	253	160	104
PB	6.22	6.07	5.83	5.49

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
  
联系人: 陈铁林  
电话: 023-67909731  
邮箱: cti@swsc.com.cn  
  
联系人: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.09
流通 A 股(亿股)	4.09
52 周内股价区间(元)	12.13-89.53
总市值(亿元)	79.86
总资产(亿元)	20.53
每股净资产(元)	3.40

### 相关研究

### 关键假设：

- 1、随着河北大安的投浆量提升和工艺改进，白蛋白的收入和毛利率逐步提升；
- 2、随着河北大安的肌丙生产和销售提升以及破免和狂免获批上市，其他血制品业务的收入和毛利率逐步提升；
- 3、随着 HPV 检测产品获批上市，试剂和仪器收入均出现快速增长。

**表 1：博晖创新主营业务收入预测（百万元）**

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>合计</b>						
营业收入	106.9	101.0	268.9	353.9	428.9	504.3
yoy		-6%	166%	32%	21%	18%
营业成本	24.1	21.6	140.6	174.6	206.5	228.9
毛利率	77%	79%	48%	51%	52%	55%
<b>白蛋白</b>						
收入			115.2	132.4	145.7	160.3
yoy				15%	10%	10%
成本			86.4	79.5	80.1	80.1
毛利率			25%	40%	45%	50%
<b>试剂</b>						
收入	81.8	74.8	86.0	94.6	108.8	136.0
yoy		-9%	15%	10%	15%	25%
成本	6.8	7.3	12.9	11.3	13.1	16.3
毛利率	92%	90%	85%	88%	88%	88%
<b>仪器及软件</b>						
收入	20.0	21.0	53.0	79.5	111.3	133.5
yoy		5%	152%	50%	40%	20%
成本	15.7	12.7	34.4	51.7	72.3	86.8
毛利率	22%	39%	35%	35%	35%	35%
<b>仪器耗材</b>						
收入	2.7	2.6	9.7	10.7	11.7	12.9
yoy		-1%	269%	10%	10%	10%
成本	1.1	1.1	4.2	4.6	5.0	5.6
毛利率	58%	57%	57%	57%	57%	57%
<b>其他血制品</b>						
收入			0.7	36.7	51.4	61.7
yoy				5000%	40%	20%
成本			0.6	27.5	36.0	40.1
毛利率			20%	25%	30%	35%

数据来源：Wind，西南证券（注：2015 年分产品的成本和毛利率为预测值，实际值请参考公司公告）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	268.85	353.88	428.85	504.32	净利润	15.48	37.15	58.70	90.22
营业成本	140.57	174.60	206.53	228.87	折旧与摊销	31.92	59.54	63.76	68.24
营业税金及附加	1.07	1.86	2.13	2.47	财务费用	-4.10	-7.44	-9.23	-12.90
销售费用	35.71	38.93	42.89	50.43	资产减值损失	0.60	0.00	0.00	0.00
管理费用	84.12	106.16	124.37	141.21	经营营运资本变动	320.48	-84.30	75.19	61.60
财务费用	-4.10	-7.44	-9.23	-12.90	其他	-275.42	0.00	-3.00	-8.00
资产减值损失	0.60	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	88.95	4.95	185.41	199.15
投资收益	0.00	0.00	3.00	8.00	资本支出	-1090.05	-70.00	-80.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	863.97	-0.18	3.06	7.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-226.08	-70.18	-76.94	-82.02
营业利润	10.87	39.77	65.17	102.23	短期借款	21.40	8.60	10.00	10.00
其他非经营损益	3.86	3.94	3.89	3.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.74	43.70	69.06	106.14	股权融资	654.36	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.74	6.56	10.36	15.92	支付股利	-4.10	-1.87	-4.73	-7.25
净利润	15.48	37.15	58.70	90.22	其他	-753.09	2.47	9.23	12.90
少数股东损益	3.60	5.57	8.81	13.53	筹资活动现金流净额	-81.42	9.20	14.50	15.64
归属母公司股东净利润	11.88	31.58	49.90	76.68	现金流量净额	-217.66	-56.03	122.97	132.78
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	111.33	55.30	178.27	311.05	成长能力				
应收和预付款项	60.49	101.66	118.23	135.11	销售收入增长率	166.26%	31.63%	21.19%	17.60%
存货	310.11	296.99	386.08	415.00	营业利润增长率	-72.36%	265.70%	63.89%	56.86%
其他流动资产	10.07	15.95	18.25	21.88	净利润增长率	-57.64%	139.96%	58.03%	53.68%
长期股权投资	150.00	150.00	150.00	150.00	EBITDA 增长率	-6.90%	137.42%	30.29%	31.64%
投资性房地产	15.76	15.93	15.88	15.90	获利能力				
固定资产和在建工程	375.90	381.22	382.33	378.95	毛利率	47.71%	50.66%	51.84%	54.62%
无形资产和开发支出	1013.48	1020.25	1037.02	1063.79	三费率	43.05%	38.90%	36.85%	35.44%
其他非流动资产	23.07	21.44	19.80	18.17	净利率	5.76%	10.50%	13.69%	17.89%
资产总计	2070.20	2058.75	2305.85	2509.84	ROE	1.21%	2.82%	4.28%	6.21%
短期借款	21.40	30.00	40.00	50.00	ROA	0.75%	1.80%	2.55%	3.59%
应付和预收款项	100.68	282.70	317.91	328.34	ROIC	1.06%	2.49%	4.21%	6.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.39%	25.96%	27.91%	31.25%
其他负债	664.83	429.64	577.56	678.16	营运能力				
负债合计	786.91	742.34	935.47	1056.50	总资产周转率	0.19	0.17	0.20	0.21
股本	409.11	409.11	409.11	409.11	固定资产周转率	0.98	1.04	1.27	1.51
资本公积	687.82	687.82	687.82	687.82	应收账款周转率	7.86	6.08	5.39	5.47
留存收益	289.35	319.05	364.22	433.65	存货周转率	0.86	0.58	0.60	0.57
归属母公司股东权益	1388.43	1415.97	1461.14	1530.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.38%	—	—	—
少数股东权益	-105.14	-99.57	-90.76	-77.23	资本结构				
股东权益合计	1283.29	1316.41	1370.38	1453.34	资产负债率	38.01%	36.06%	40.57%	42.09%
负债和股东权益合计	2070.20	2058.75	2305.85	2509.84	带息债务/总负债	2.72%	4.04%	4.28%	4.73%
					流动比率	0.65	0.66	0.78	0.86
					速动比率	0.24	0.24	0.35	0.46
					股利支付率	34.47%	5.93%	9.48%	9.46%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	38.70	91.87	119.70	157.58	每股收益	0.03	0.08	0.12	0.19
PE	672.09	252.91	160.04	104.14	每股净资产	3.14	3.22	3.35	3.55
PB	6.22	6.07	5.83	5.49	每股经营现金	0.22	0.01	0.45	0.49
PS	29.70	22.57	18.62	15.83	每股股利	0.01	0.00	0.01	0.02
EV/EBITDA	202.72	86.05	65.11	48.68					
股息率	0.05%	0.02%	0.06%	0.09%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn