

业绩持续高增长，加码布局化学药

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年中报, 实现营收 4.0 亿元 (+78%)、归母净利润 1.1 亿元 (+50%)、扣非后归母净利润 1.0 亿元 (+121%), 拟出资 8000 万元与复旦大学共建“复旦-博雅制药工程联合实验室”。
- **业绩环比提升明显, 高增长态势明确。**单季度来看, 2016Q2 实现营收 2.3 亿元 (+86%)、归母净利润 6716 万元 (+164%)、扣非后归母净利润 6609 万元 (+1532%), 环比增速均出现大幅度提升。分业务来看, 血制品是核心业绩来源, 2016H1 实现营收 2.1 亿元和净利润 7547 万元, 占公司总收入和净利润的比例分别为 53%和 71%。天安药业实现营收 8769 万元 (+11%)、净利润 2014 万元 (+32%); 新百药业并表实现收入 1.0 亿元、净利润 1814 万元, 考虑到上半年业绩占比相对较小, 预计可顺利实现 4500 万元的净利润承诺。
- **血制品量价齐升, 盈利能力持续提升。**2016H1 血制品实现营收 2.1 亿元 (+45%)、净利润 7547 万元 (+16%), 净利润增速低于收入增速主要是受到 2015H1 出售海康生物获得投资收益的影响, 如不考虑投资收益和营业外收支的影响, 血制品业务的净利润同比增速将达到 79%, 主要是因为量价齐升带来的业绩高增长。从量来看, 2016H1 白蛋白 (10g)、静丙 (2.5g)、纤原 (0.5g)、狂免 (200IU) 的批签发数量分别为 21 万瓶 (+8%)、13 万瓶 (+48%)、13 万瓶 (+41%) 和 11 万瓶 (-22%)。静丙和纤原增长批签发数量增长十分明显, 而白蛋白的批签发量增速相对较低可能与生产计划的时间安排有关, 狂免和静丙的价差变化可能导致狂免的批签发数量出现下滑。从价来看, 最高零售价放开之后, 血制品由于供不应求自 2015Q4 以来陆续提价, 平均提价幅度超过 10%, 带动公司业绩高增长。从三费率来看, 血制品 (母公司) 的期间费用率为 21.53%, 提高 4.48pp, 主要原因在于销售费用大幅度增长 277%导致销售费率提升 2.81pp 至 4.57%, 财务费率提升 1.32pp 至 1.58%。受益于行业整体提价, 血制品业务的毛利率和净利率 (扣非后) 分别为 63.82%和 35.70%, 分别提升 11.78pp 和 5.90pp, 盈利能力大幅度提升。
- **携手名校+院士, 加码布局化学药。**近期公司先后公告聘请复旦大学化学系教授陈芬儿院士为公司首席科学家、出资 8000 万元与复旦大学共建制药工程实验室, 目的是增强公司在化学药领域的研发实力。复旦大学化学系在全国各大院校中排名第三位, 化学药研发实力雄厚。陈芬儿院士取得了 d-生物素合成新路线和新工艺等突破性成果, 在化学原料药和制剂开发方面具有丰富的经验。公司携手名校+院士, 未来可能在化学药领域做出重要突破。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.11 元、1.57 元、2.09 元, 对应 PE 分别为 65 倍、46 倍、34 倍。考虑到血制品量价齐升、员工持股提供安全边际、持续外延并购预期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品开发或低于预期的风险、非血制品业务整合或不达预期的风险、新浆站投产进度或低于预期的风险、血制品价格或出现大幅波动的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	543.18	1027.53	1402.96	1774.96
增长率	24.07%	89.17%	36.54%	26.52%
归属母公司净利润 (百万元)	151.80	297.28	420.91	558.96
增长率	45.71%	95.84%	41.59%	32.80%
每股收益 EPS (元)	0.57	1.11	1.57	2.09
净资产收益率 ROE	8.75%	14.81%	18.27%	20.80%
PE	127	65	46	34
PB	10.08	8.91	7.76	6.65

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: ctl@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)	2.67
流通 A 股(亿股)	1.43
52 周内股价区间(元)	25.78-75.46
总市值(亿元)	192.26
总资产(亿元)	21.55
每股净资产(元)	7.16

相关研究

1. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 血制品利润充分释放 (2016-07-14)
2. 博雅生物 (300294): 血制品业绩逐步释放, 员工持股提高积极性 (2016-04-19)
3. 博雅生物 (300294): 血制品量价齐升, 业绩持续高增长 (2016-04-08)
4. 博雅生物 (300294): 员工持股力度大, 看好长期发展前景 (2016-03-27)
5. 博雅生物 (300294): 凝血酶原复合物临床受理, 重磅品种将陆续获批 (2016-02-25)

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	543.18	1027.53	1402.96	1774.96	净利润	167.05	319.65	452.59	601.03
营业成本	194.95	410.18	539.33	664.87	折旧与摊销	33.16	59.56	68.65	78.40
营业税金及附加	4.18	8.51	11.51	14.46	财务费用	-7.07	-30.83	-28.06	-17.75
销售费用	75.47	102.75	126.27	142.00	资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	106.77	164.41	224.47	266.24	经营营运资本变动	-3.16	-235.47	-111.02	-116.97
财务费用	-7.07	-30.83	-28.06	-17.75	其他	-42.64	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	147.02	112.92	382.16	544.71
投资收益	23.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-624.39	-100.00	-120.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	340.67	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-283.73	-100.00	-120.00	-130.00
营业利润	192.29	372.51	529.44	705.14	短期借款	23.00	-23.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.30	5.48	5.59	5.50	长期借款	22.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	197.59	377.99	535.03	710.65	股权融资	910.13	0.00	0.00	0.00
所得税	30.55	58.33	82.44	109.62	支付股利	-45.48	-69.17	-133.77	-189.26
净利润	167.05	319.65	452.59	601.03	其他	-421.06	30.83	28.06	17.75
少数股东损益	15.25	22.38	31.68	42.07	筹资活动现金流净额	488.74	-61.34	-105.72	-171.51
归属母公司股东净利润	151.80	297.28	420.91	558.96	现金流量净额	352.03	-48.42	156.45	243.20
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	698.44	650.01	806.46	1049.66	成长能力				
应收和预付款项	123.69	226.24	301.54	387.75	销售收入增长率	24.07%	89.17%	36.54%	26.52%
存货	214.38	451.05	593.08	731.13	营业利润增长率	48.61%	93.72%	42.13%	33.19%
其他流动资产	37.98	71.84	98.09	124.09	净利润增长率	45.00%	91.36%	41.59%	32.80%
长期股权投资	34.34	34.34	34.34	34.34	EBITDA 增长率	48.96%	83.74%	42.06%	34.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	432.63	485.98	550.23	614.74	毛利率	64.11%	60.08%	61.56%	62.54%
无形资产和开发支出	602.57	591.77	580.97	570.17	三费率	32.25%	23.00%	23.00%	22.00%
其他非流动资产	44.19	42.08	39.98	37.88	净利率	30.75%	31.11%	32.26%	33.86%
资产总计	2188.22	2553.32	3004.70	3549.76	ROE	8.75%	14.81%	18.27%	20.80%
短期借款	23.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.63%	12.52%	15.06%	16.93%
应付和预收款项	163.70	238.27	332.99	429.50	ROIC	17.30%	20.42%	25.26%	30.86%
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA/销售收入	40.20%	39.05%	40.63%	43.14%
其他负债	71.26	134.31	172.15	208.93	营运能力				
负债合计	280.11	394.73	527.29	660.58	总资产周转率	0.34	0.43	0.50	0.54
股本	267.38	267.38	267.38	267.38	固定资产周转率	2.24	2.93	3.43	3.81
资本公积	1189.68	1189.68	1189.68	1189.68	应收账款周转率	7.67	8.62	7.94	7.54
留存收益	417.77	645.88	933.01	1302.71	存货周转率	1.14	1.23	1.03	1.00
归属母公司股东权益	1874.83	2102.94	2390.08	2759.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	125.03%	—	—	—
少数股东权益	33.28	55.65	87.33	129.40	资本结构				
股东权益合计	1908.11	2158.60	2477.41	2889.18	资产负债率	12.80%	15.46%	17.55%	18.61%
负债和股东权益合计	2188.22	2553.32	3004.70	3549.76	带息债务/总负债	16.12%	5.61%	4.20%	3.35%
					流动比率	4.41	3.90	3.66	3.67
					速动比率	3.53	2.65	2.46	2.50
					股利支付率	29.96%	23.27%	31.78%	33.86%
					每股指标				
					每股收益	0.57	1.11	1.57	2.09
					每股净资产	7.14	8.07	9.27	10.81
					每股经营现金	0.55	0.42	1.43	2.04
					每股股利	0.17	0.26	0.50	0.71
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	218.38	401.24	570.02	765.79					
PE	126.65	64.67	45.68	34.39					
PB	10.08	8.91	7.76	6.65					
PS	35.39	18.71	13.70	10.83					
EV/EBITDA	84.94	46.29	32.31	23.73					
股息率	0.24%	0.36%	0.70%	0.98%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn