

# 血制品版图持续扩大，盈利能力持续向好，未来前景可期

## ——博晖创新（300318）事件点评

2016 年 12 月 12 日

强烈推荐/维持

博晖创新

事件点评

### 事件：

公司 12 月 12 日早间公告，以人民币 1.1 亿元的价格受让沃森生物持有的广东卫伦生物制药有限公司 21% 股权。同时沃森生物公告拟将其持有的大安制药 31.65% 股权以 4.527 亿的价格转让给博晖创新控股股东杜江涛先生，杜江涛先生将其所持大安全部股份委托博晖创新管理。

### 主要观点：

#### 1. 血制品版图持续扩大，持续稳步推进

公司此次受让股权后，持股卫伦比例由 30% 上升至 51%，卫伦将成为公司控股子公司。卫伦去年全年收入 1330.43 万，净利润 -4309.10 万，今年 1-10 月收入 3380.28 万，净利润 -1076.76 万，向好趋势明显。卫伦采浆量预计在 55-60 吨，今年有望实现盈亏平衡。卫伦现在一共有 6 个浆站，但都是较新浆站，未来随着浆站日趋成熟，采浆量和盈利能力有望逐年上升，有望开始贡献利润并为博晖业绩增长提供保障。同时控制权增加将有利于大安组分调拨的顺利进行。

大股东杜江涛先生受让大安 31.65% 股权并委托博晖管理，由杜江涛先生以所受让大安制药部分股权代替沃森生物履行对公司在特定条件下的股权补偿责任，降低了大安采浆量对赌的风险。我们预计这一部分股份未来也有一定概率会注入到博晖创新，进一步强化博晖血制品板块。

（备注：大股东 2014 年与沃森签订对赌若大安完不成采浆量承诺将按照约定的公式计算方法以 1 元价格向杜江涛先生转让一定比例的大安制药股权。2015 年大股东将 48% 大安股权转让给博晖时，博晖继承了此项权利。此次大股东受让股权后，将代替沃森生物履行在《前股权转让协议》中约定的向公司补偿大安制药股权的责任。）

### 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

### 联系人：胡偲碧

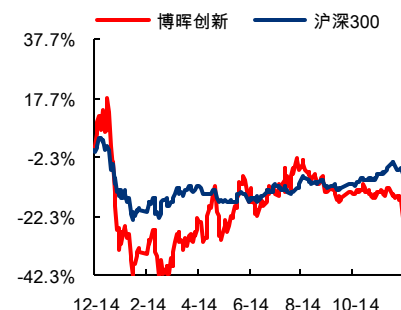
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间（元）	6.49-14.10
总市值（亿元）	74.26
流通市值（亿元）	34.66
总股本/流通 A 股（万股）	82148/38340
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.18

### 52 周股价走势图



资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《博晖创新（300318）事件点评：组分价拨获批为公司业绩带来新增长点，业绩拐点已现弹性巨大》2016-11-23
- 2、《博晖创新（300318）三季报点评：三季度业绩维持高速增长符合预期，静待 HPV 微流控平台放量》2016-10-25
- 3、《博晖创新（300318）中报点评：血制品业绩爆发拐点已至，HPV 试剂盒获批微流控平台产业化前途不可限量》2016-08-24
- 4、《博晖创新（300318）：东兴中小市值个股精选系列》2013-08-12

## 2. 公司血制品板块呈现明显逐年向好趋势，未来前景可期

公司血制品布局过程见表 1，收购大安和卫伦之初，大安和卫伦均处于亏损状态，大安“有浆无证”盈利能力较差，卫伦“有证无浆”采浆量低。公司完成收购之后，大安（表 3）和卫伦（表 2）的情况逐年好转。

其中大安经营情况良好，着白蛋白投产量的增长，分摊到单位产品的成本和期间费用减少，产品毛利率增幅较大。2015 年扭亏并完成业绩承诺，2016 年进展良好有望完成业绩承诺，毛利率不断提升（2016 年中报 34.5% VS 2015 年中报 19.58%）。

卫伦方面 16 年新获批浆站，各个浆站也在逐步走向正轨，2016 年预计采浆量 55-60 吨，未来 2-3 年采浆量有望达到 100 吨。

表 1:博晖血制品布局情况

时间	事件	备注
2015.05	以 64,611.70 万元价格购买大安 48% 股权	2015-2018 年承诺净扣非后利润分别为 777.64 万（完成 996.83 万）、4704.21 万（上半年完成 1981.81 万）、7414.75 万、15988.41 万。大安“有浆无证”，批文不全，主要生产白蛋白毛利率低。
2015.12	以 15,000.00 万元价格购买卫伦 30% 股权	卫伦“有证无浆”，批文较全，但 5 个浆站均较新，采浆量低。
2016.06	卫伦获准设置新浆站	卫伦浆站数量增加至 6 个
2016.11	组分价拨获批	大安“有浆无证”不利因素消除
2016.12	以人民币 1.1 亿元的价格受让沃森生物持有的广东卫伦生物制药有限公司 21% 股权。	
2016.12	大股东以 4.527 亿价格受让大安 31.65% 股权	降低了大安采浆量对赌不完成的风险，

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2:卫伦血制品关键数据及预测

	2014A	2015A	2016（1-10 月）
浆站数目	3	5	6
收入（万元）	2747.28	1330.43	3380.28
净利润	-1977.77	-4309.09	-1076.76
采浆量（吨）		30.09	55-60
批文情况	人血白蛋白、冻干静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 3:河北大安血制品关键数据及预测**

	2014 (1-10 月)	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	永续年度
浆站数目	4	4						
收入（万元）	3291 万	11872.99						
净利润/承诺净利润（万元）	亏损 3900 万	996.83	4,704.21	7,414.75	15,988.41	24,578.00	28,255.46	28,255.46
采浆量/采浆量承诺（吨）	75 吨	103.68		150	200	250		
计划投浆量（吨）			180	200	200	248	248	248
净利润承诺（万元）			4,704.21	7,414.75	15,988.41			
批文情况		人血白蛋白 16 个规格批件、人免疫球蛋白 2 个规格批件、 乙型肝炎人免疫球蛋白 3 个规格批件、破伤风人免疫球蛋白 1 个规格批件						

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

根据对赌，大安（公司现在持有大安 48%股权）2017、2018 年采浆量分别为 150 吨，200 吨，我们预计 2017、2018 年卫伦采浆量分别有望达到 75 吨、100 吨，按照股权折算合计博晖 2017、2018 年采浆量将有望达到 110 吨、147 吨，且有浆无证的不利因素已经随着组分调拨获批消除。未来大安卫伦协同发展，前景可期。

### 3、公司业绩拐点已现，即将进入快速发展期

公司未来看点再梳理如下

- ◆ 母公司主营业务微量元素检测受二胎政策促进，试剂和仪器保持稳定增长。
- ◆ 血制品业务持续向好：大安随着生产品种的丰富盈利能力逐步提升。卫伦采浆量逐步上升 2-3 年后有望达到 100 吨。
- ◆ HPV 微流控平台放量

若考虑到明年组分调拨，我们预计主业微量元素净利润 2500 万，微流控平台净利润 3000 万，血制品净利润 4000 万，advion 质谱亏损 1200 万，明年公司净利润有望达到 8000 万。后年主业微量元素净利润 2500 万，微流控平台净利润 6000 万，血制品净利润 8000 万，advion 亏损 1200 万，净利润有望达到 1.5 亿。我们认为血制品组分调拨获批对公司意义重大，若调拨生产过程顺利将为公司带来巨大业绩弹性，明年也是 HPV 微流控平台推广爆发的元年，伴随着血制品+微流控双轮驱动，公司有望驶入业绩高速增长的快车道。

### 结论：

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 0.32 亿元、0.80 亿元、1.47 亿元，增长分别为 172.29%、146.99%、83.82%。最新摊薄 EPS 分别为 0.04、0.10、0.18，对应 PE 分别为 230x，93x，51x。我们认为公司检测+血制品双轮驱动的格局已经形成，业绩爆发拐点将至。微流控平台产业化第一弹 HPV 试剂盒已经落地，终端反馈良好未来有望再造一个博晖，且微流控技术应用于其他分子检测前途不可限量。公司血制品业务盈利能力持续提升维持业绩高增速。我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

微流控平台推广不达预期，血制品组分调拨执行低于预期

**公司盈利预测表**

资产负债表						单位: 百万元		利润表			单位: 百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	486	492	908	1045	1215	营业收入	101	269	401	660	903		
货币资金	429	111	513	405	399	营业成本	22	141	173	296	374		
应收账款	26	43	77	126	173	营业税金及附加	1	1	4	6	8		
其他应收款	6	4	7	11	15	营业费用	21	36	58	73	90		
预付款项	4	12	12	12	12	管理费用	36	84	122	181	244		
存货	15	310	250	429	541	财务费用	-7	-4	0	0	0		
其他流动资产	5	10	28	28	28	资产减值损失	0.63	0.60	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	314	1578	1534	1499	1462	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	150	150	150	150	投资净收益	11.36	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	206	341	319	311	320	营业利润	39	11	44	104	187		
无形资产	87	115	103	92	80	营业外收入	3.78	3.87	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	2	6	6	6	6	营业外支出	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00		
资产总计	799	2070	2441	2544	2677	利润总额	43	15	44	104	187		
流动负债合计	66	752	666	709	737	所得税	7	-1	9	21	37		
短期借款	0	21	0	0	0	净利润	37	15	35	83	150		
应付账款	59	72	42	72	91	少数股东损益	-2	4	3	3	3		
预收款项	1	6	6	7	7	归属母公司净利润	38	12	32	80	147		
一年内到期的非	0	3	3	3	3	EBITDA	126	145	77	138	224		
非流动负债合计	6	35	56	56	56	BPS (元)	0.23	0.03	0.04	0.10	0.18		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0							2014A	2015A
负债合计	73	787	722	766	793	成长能力							
少数股东权益	2	-105	-102	-99	-96	营业收入增长	-5.52%	166.26%	49.26%	64.36%	36.98%		
实收资本 (或股	164	409	821	821	821	营业利润增长	-32.01%	-72.36%	306.40%	134.52%	80.78%		
资本公积	279	688	688	688	688	归属于母公司净利	-29.71%	-68.85%	172.29%	146.99%	83.82%		
未分配利润	241	247	263	303	377	获利能力							
归属母公司股东	724	1388	1821	1877	1980	毛利率 (%)	78.57%	47.71%	56.91%	55.11%	58.64%		
负债和所有者权	799	2070	2441	2544	2677	净利率 (%)	36.19%	5.76%	8.81%	12.57%	16.59%		
现金流量表						单位: 百万元							
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润 (%)	4.77%	4.77%	0.57%	1.33%	3.14%		
						ROE (%)	5.27%	0.86%	1.78%	4.26%	7.42%		
经营活动现金流	31	89	34	-84	38	偿债能力							
净利润	37	15	35	83	150	资产负债率 (%)	9%	38%	30%	30%	30%		
折旧摊销	93	138	0	35	37	流动比率	7.32	0.65	1.36	1.47	1.65		
财务费用	-7	-4	0	0	0	速动比率	7.09	0.24	0.99	0.87	0.91		
应收账款减少	0	0	-34	-50	-47	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.13	0.19	0.18	0.26	0.35		
投资活动现金流	-151	-226	12	0	0	应收账款周转率	4	8	7	6	6		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.13	4.10	7.00	11.54	11.06		
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)							
投资收益	11	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.23	0.03	0.04	0.10	0.18		
筹资活动现金流	-12	-81	357	-24	-44	每股净现金流 (最新	-0.80	-0.53	0.49	-0.13	-0.01		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.42	3.39	2.22	2.29	2.41		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	245	412	0	0	P/E	38.83	298.35	229.53	92.93	50.56		
资本公积增加	0	409	0	0	0	P/B	2.05	2.66	4.08	3.96	3.75		
现金净增加额	-131	-219	402	-108	-6	EV/EBITDA	8.37	24.93	89.55	50.72	31.34		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 胡偌碧

北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。