

## 血制品医保报销范围扩大，在研产品潜力巨大

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 实现营业收入 9.5 亿 (+74%)、归母净利润 2.7 亿 (+79%)、扣非后归母净利润 2.7 亿 (+115%), 利润分配预案为每 10 股派发现金股利 1 元(含税)并转增 5 股; 预告 2017 年一季度净利润为 6166-7323 万元, 同比增长 60-90%。
- **血制品业绩持续高增长, 盈利能力提升。** 分业务来看, 血制品实现营业收入 5.3 亿 (+54%), 净利润 1.9 亿 (+49%), 如不考虑 2015 年出售海康生物的 2000 万投资收益, 扣非后净利润增速超过 70%。从量来看, 2016 年采浆量约为 250 吨 (+42%), 血制品批签发数量大幅度增长, 白蛋白 (折合 10g 规格) 50 万瓶 (+43%)、静丙 (折合 2.5g 规格) 42 万瓶 (+88%)、纤原 (0.5g) 29 万瓶 (+60%)、狂免 (200IU) 21 万瓶 (-40%, 可能是因为静丙价格上涨, 更多血浆用于生产静丙), 带来产品销量大增。且考虑到公司 1-3 月份对生产车间进行改造, 为了保证持续供应, 估计 2016 年产品销售有一定控制。从价来看, 血制品行业供不应求带来价格上行, 白蛋白、静丙、纤原都有明显提价, 推动血制品盈利能力提升, 毛利率和扣非后净利率分别为 63.78% 和 37.65%, 分别提升 7.35pp 和 4.90pp。天安药业的糖尿病药物实现收入 2.0 亿 (+12%) 和净利润 4575 万元 (+16%)。新百药业的生化药业务实现收入 2.2 亿和净利润 4563 万元, 顺利完成业绩承诺。
- **血制品医保报销范围扩大, 重磅产品有望陆续上市贡献业绩。** 2017 年版医保目录扩大了白蛋白、静丙、纤原、凝血酶原复合物等产品的报销范围, 预计终端需求量将出现快速增长, 血制品供不应求的局面可能进一步加剧, 短期血制品价格有望实现稳中有升, 长期来看提价逻辑得到进一步加强。公司在研的凝血因子 VIII、凝血酶原复合物、vWF 因子均是重磅产品, 有望分别在 2017、2018、2020 年获批上市, 从而进一步提升血制品综合利用率和增强盈利能力。预计 2018 年凝血因子 VIII 有望投浆不低于 400 吨, 吨浆收入和利润分别达到 24 万和 12 万, 带来 9600 万收入和 4800 万净利润, 显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.46 元、2.18 元、2.87 元, 对应 PE 分别为 42 倍、28 倍、21 倍, 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。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	946.60	1289.25	1692.00	2200.35
增长率	74.27%	36.20%	31.24%	30.04%
归属母公司净利润 (百万元)	272.04	390.89	582.73	766.57
增长率	79.21%	43.69%	49.08%	31.55%
每股收益 EPS (元)	1.02	1.46	2.18	2.87
净资产收益率 ROE	13.02%	15.76%	19.02%	20.01%
PE	60	42	28	21
PB	7.68	6.47	5.24	4.19

数据来源: Wind, 西南证券

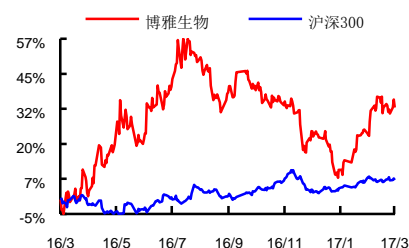
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
 执业证号: S1250513070001  
 电话: 021-68413530  
 邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
 执业证号: S1250516100001  
 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)	2.18
52 周内股价区间(元)	43.93-72.62
总市值(亿元)	163.83
总资产(亿元)	24.19
每股净资产(元)	7.83

### 相关研究

1. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 医保调整强化提价逻辑 (2017-02-26)
2. 博雅生物 (300294): 血制品持续高增长, 打造综合性医药平台 (2016-10-26)
3. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 催化剂有望逐步落地 (2016-10-11)
4. 博雅生物 (300294): 业绩持续高增长, 加码布局化学药 (2016-08-04)
5. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 血制品利润充分释放 (2016-07-14)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	946.60	1289.25	1692.00	2200.35	净利润	277.55	398.81	594.54	782.10
营业成本	349.89	452.29	551.70	707.55	折旧与摊销	49.98	52.67	67.44	79.57
营业税金及附加	10.72	12.54	16.79	22.20	财务费用	-9.89	-13.34	-18.55	-25.43
销售费用	113.24	154.71	186.12	242.04	资产减值损失	1.66	3.00	3.00	3.00
管理费用	156.28	212.73	253.80	330.05	经营营运资本变动	-202.20	-118.76	-119.45	-178.28
财务费用	-9.89	-13.34	-18.55	-25.43	其他	81.65	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	1.66	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>198.76</b>	<b>319.39</b>	<b>523.98</b>	<b>657.97</b>
投资收益	0.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-227.00	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-172.20	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-399.20</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>325.66</b>	<b>467.32</b>	<b>699.15</b>	<b>920.94</b>	短期借款	-23.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.49	4.10	3.76	3.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>328.15</b>	<b>471.42</b>	<b>702.91</b>	<b>924.60</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	50.60	72.61	108.37	142.50	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	277.55	398.81	594.54	782.10	其他	-53.83	13.34	18.55	25.43
少数股东损益	5.51	7.92	11.81	15.53	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-76.83</b>	<b>13.34</b>	<b>18.55</b>	<b>25.43</b>
归属母公司股东净利润	272.04	390.89	582.73	766.57	<b>现金流量净额</b>	<b>-277.27</b>	<b>232.73</b>	<b>442.53</b>	<b>583.39</b>
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	422.14	654.87	1097.40	1680.79	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	225.41	330.51	432.74	556.61	销售收入增长率	74.27%	36.20%	31.24%	30.04%
存货	288.71	373.21	455.23	583.83	营业利润增长率	69.36%	43.50%	49.61%	31.72%
其他流动资产	74.41	101.35	133.01	172.97	净利润增长率	66.16%	43.69%	49.08%	31.55%
长期股权投资	84.45	84.45	84.45	84.45	EBITDA 增长率	67.49%	38.52%	47.64%	30.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	579.60	639.83	685.29	718.61	毛利率	63.04%	64.92%	67.39%	67.84%
无形资产和开发支出	610.08	601.15	592.22	583.29	三费率	27.43%	27.47%	24.90%	24.84%
其他非流动资产	134.67	130.71	126.74	122.77	净利率	29.32%	30.93%	35.14%	35.54%
<b>资产总计</b>	<b>2419.48</b>	<b>2916.07</b>	<b>3607.08</b>	<b>4503.33</b>	ROE	13.02%	15.76%	19.02%	20.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	13.68%	16.48%	17.37%
应付和预收款项	197.56	280.07	361.71	452.62	ROIC	18.43%	21.95%	29.52%	34.83%
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA/销售收入	38.64%	39.30%	44.21%	44.32%
其他负债	67.59	82.86	97.69	120.93	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>287.30</b>	<b>385.07</b>	<b>481.54</b>	<b>595.69</b>	总资产周转率	0.41	0.48	0.52	0.54
股本	267.38	267.38	267.38	267.38	固定资产周转率	2.90	3.23	3.34	3.83
资本公积	1189.68	1189.68	1189.68	1189.68	应收账款周转率	9.43	9.17	8.53	8.60
留存收益	636.33	1027.22	1609.96	2376.52	存货周转率	1.39	1.37	1.33	1.36
归属母公司股东权益	2093.40	2484.29	3067.02	3833.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.24%	—	—	—
少数股东权益	38.79	46.71	58.52	74.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2132.19</b>	<b>2531.00</b>	<b>3125.54</b>	<b>3907.64</b>	资产负债率	11.87%	13.21%	13.35%	13.23%
负债和股东权益合计	2419.48	2916.07	3607.08	4503.33	带息债务/总负债	7.71%	5.75%	4.60%	3.72%
					流动比率	4.05	4.20	4.77	5.36
					速动比率	2.89	3.13	3.75	4.32
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.02	1.46	2.18	2.87
					每股净资产	7.97	9.47	11.69	14.61
					每股经营现金	0.74	1.19	1.96	2.46
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	365.76	506.65	748.04	975.09					
PE	60.22	41.91	28.11	21.37					
PB	7.68	6.47	5.24	4.19					
PS	17.31	12.71	9.68	7.45					
EV/EBITDA	43.44	30.90	20.34	15.00					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn