

血液制品提价上量，驱动公司业绩爆发

增持 (首次覆盖)

投资要点

一、事件：公司发布 2016 年年报与分红预案

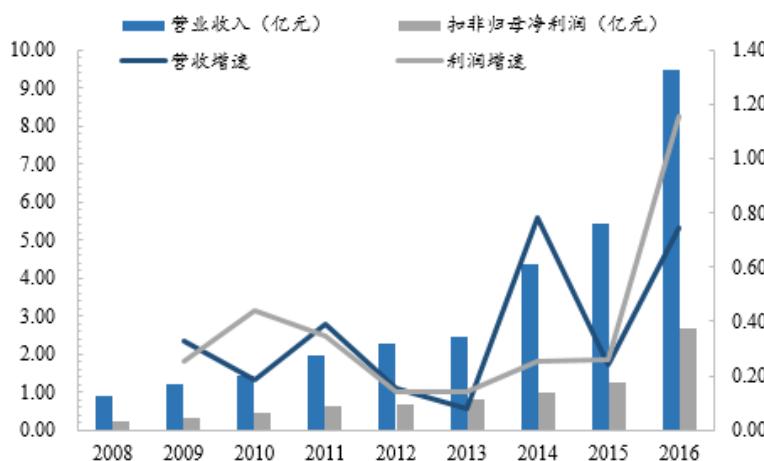
2016 年公司实现营业收入 9.47 亿元，同比上涨 74.27%；归属于上市公司所有者的净利润为 2.72 亿元，同比上涨 79.21%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.68 亿元，同比上涨 115.27%。

同时公司公告 2016 年分红预案，拟每 10 股转 5 股派 1 元。

二、我们的观点：量、价双升驱动公司业绩爆发，医保目录调整公司获益明显

2008 年以来，公司营收与扣非归母净利润均实现稳定增长，2016 年实现大幅度增长，其原因主要是血液制品业务的快速增长驱动业绩爆发，同时非血液制品保持了稳定增速。

图表 1. 近年来公司营业收入与净利润稳定提升



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

1、血制品量、价双升，驱动公司业绩爆发。

血制品业务是公司的主营业务，营业收入达 5.29 亿元，占营收比达 63.43%。2016 年该板块业务收入同比增长达 53.44%，保持了高速增长。公司 2016 年采浆量约为 250 吨，批签发量白蛋白达 50 万瓶、静注人免疫球蛋白 42 万瓶、纤原 29 万瓶，整体产品产销量爆发，上述产品的增长均超过 40%。狂犬病人免疫球蛋白批签发量为 21 万瓶，同比下降 40%，其主要原因为公司调整产品结构造成。受益于市场的变化与公司发展的长期规划，博雅生物血液制品整体大幅度增长。

血制品提价加上公司采浆量的不断提升保证了公司血制品业务收入的高增长：

2017 年 3 月 23 日

证券分析师 全铭

执业资格证书号码：S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

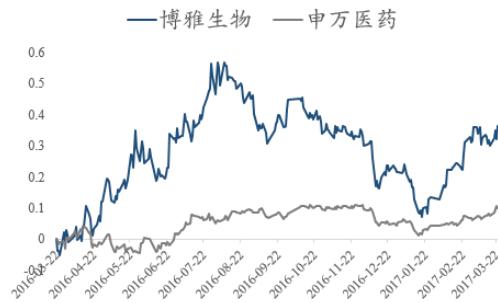
010-66573557

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码：S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

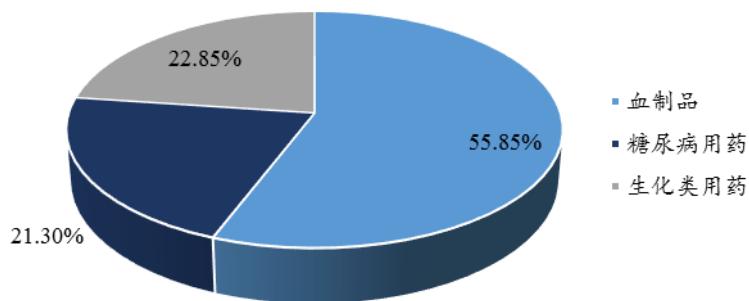
收盘价 (元)	63.33
一年最低价/最高价	43.19/74.24
市净率	8.1
流通 A 股市值 (亿元)	169

基础数据

每股净资产 (元)	7.83
资产负债率 (%)	11.87
总股本 (亿股)	2.67
流通 A 股 (亿股)	2.18

相关报告

图表 2. 血制品业务为公司的主营业务

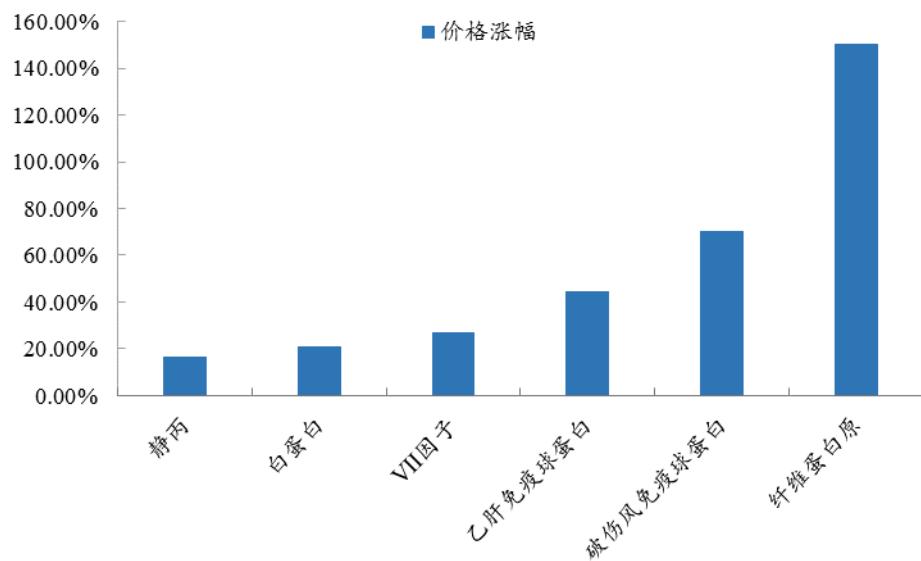


资料来源：公司年报、东吴证券研究所

1) 血制品提价为行业注入新的活力。

2015 年药品最高零售价取消后，血制品长期供小于求的关系，为整个行业提价提供了空间。公司血制品业务的产品齐全，其中白蛋白和静注人免疫球蛋白产品是规格最全的生产企业之一，在血制品涨价的大趋势下，受益弹性巨大。

图表 3. 药品最高零售价取消后血液制品价格最高涨幅

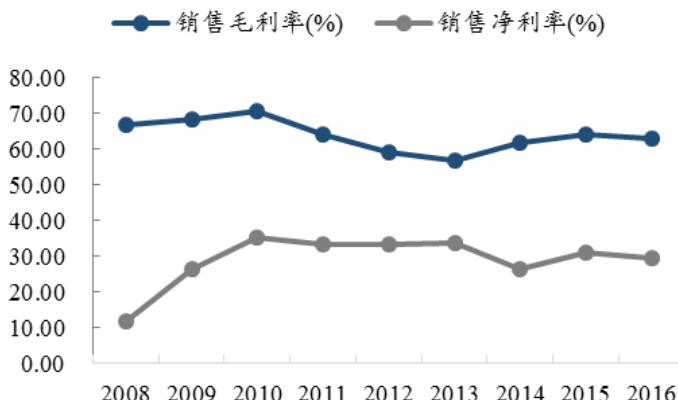


资料来源：中国制药网、中国投资资讯网、东吴证券研究所

2) 新建浆站陆续投入采浆，打开产量提升空间。

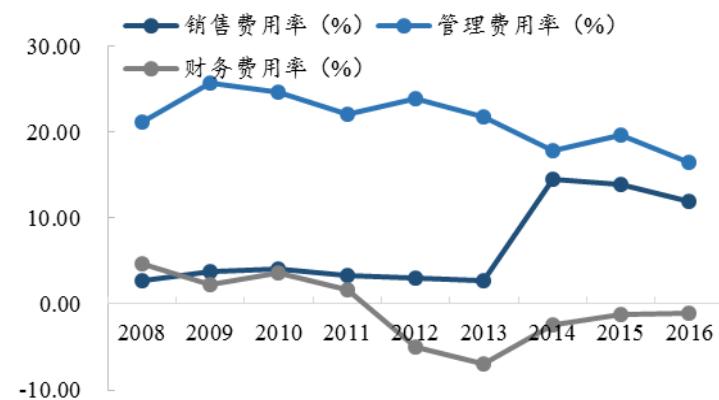
公司不断新建浆站，却确保公司采浆和投浆量的增长速度处于较高水平。2016 年，公司于都浆站和都昌浆站分别于 3 月和 5 月获得《单采血浆许可证》，公司的浆站数量扩展到 10 个，2016 年采浆量~250 吨，尚存提升的空间。

图表 3. 博雅生物利润率趋于平稳



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 4. 公司销售费用、管理费用和财务费用变化情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

2、医保目录调整公司获益显著。

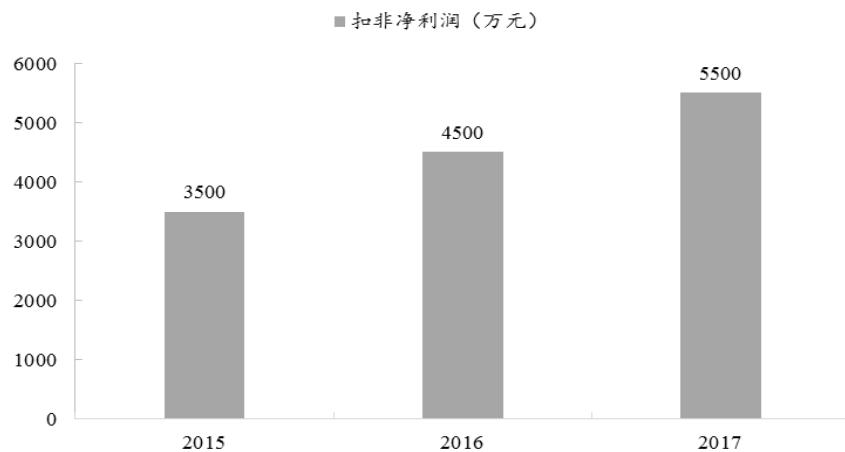
2017 版医保目录调整，白蛋白由“限抢救和工伤保险”扩大至“限抢救、重症或因肝硬化、癌症引起胸腹水且白蛋白低于 30g/L 的患者”；纤原产品由“限低纤维蛋白原血症抢救”扩大至“限低纤维蛋白原血症致活动性出血”。由此我们推测，未来市场需求将进一步扩大，该板块业务将继续快速增长。我们预计该板块业务有望保持 50% 以上的增速。

3、非血液制品业务稳定增长，新百药业完成业绩承诺。

公司未来发展规划为以血液制品业务为主导，同时将企业打造为医药产业集团。公司非血制品业务主要包括糖尿病用药业务和生化类用药业务，其中糖尿病用药业务营业收入为 2.02 亿元，同比增长 11.97%，实现稳定增长。

2015 年 11 月开始并表的新百药业主要以生化类用药业务为主，2016 年实现营收 2.16 亿元，净利润 4562.69 亿元，达成承诺业绩。

图表 5. 新百药业业绩承诺情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

4、在研产品丰富，为公司长期发展提供巨大潜力。

公司在研产品丰富，目前主要分为两大类：凝血因子类与免疫球蛋白项目。其中人凝血因子VIII产品目前正在抓紧进行III期临床试验。公司已根据要求完成病例的入组，病例处于随访期。公司申报的人凝血酶原复合物临床试验申请已获批，正在进行临床研究。这两种产品近两年内有望实现上市放量。

三、员工持股计划草案，有效激励员工，为长期发展提供保障

2016年3月，公司出台员工持股计划方案，针对公司董事、监事、高级管理人员、公司中层管理人员、业务骨干和其它有特殊技能或特殊贡献的正式员工共计不超过232人进行第一期员工持股计划。

2016年6月，公司以3.55亿元通过二级市场购买622.73万股用于员工持股计划，占公司总股本的2.33%，成交均价57.03元/股。员工持股计划将进一步提高员工的积极性和公司治理能力，是公司业绩的增长的有力保障。

三、盈利预测与投资建议

我们预计2017-2019年公司营业收入为12.88亿元、16.70亿元和21.62亿元，归属母公司净利润为3.66亿元、5.57亿元和7.46亿元。对应EPS分别为1.37元、2.08元和2.79元。我们认为公司血液制品产品齐全、在研产品丰富，在公司采浆量持续提升和政策向好的趋势下，公司受益显著。因此我们首次覆盖，给予“增持”评级。

四、风险提示

采浆量提升低于预期；新浆站申请风险；新产品注册风险。

博雅生物 (300294) 主要财务数据及估值 (百万元)

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	毛利率	63.04%	61.72%	66.29%	67.76%
营业收入	946.60	1287.95	1670.20	2161.66	三费/销售收入	27.43%	26.52%	25.13%	25.22%
营业成本	349.89	493.00	563.00	697.00	EBIT/销售收入	33.61%	33.49%	39.16%	40.32%
营业税金及附加	10.72	14.59	18.92	24.48	EBITDA/销售收入	38.89%	37.10%	41.94%	41.56%
营业费用	113.24	145.54	183.72	237.78	销售净利率	29.32%	28.96%	34.02%	35.20%
管理费用	156.28	203.50	250.53	330.73	ROE	13.00%	15.37%	19.81%	21.98%
财务费用	-9.89	-7.46	-14.48	-23.42	ROA	13.75%	16.60%	21.17%	23.54%
资产减值损失	1.66	0.00	0.00	0.00	ROIC	20.26%	19.88%	27.76%	37.72%
投资收益	0.97	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	74.27%	36.06%	29.68%	29.43%
营业利润	325.66	438.79	668.52	895.09	EBIT 增长率	67.18%	35.58%	51.63%	33.28%
其他非经营损益	2.49	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	64.74%	29.79%	46.61%	28.24%
利润总额	328.15	438.79	668.52	895.09	净利润增长率	66.16%	34.38%	52.35%	33.89%
所得税	50.60	65.82	100.28	134.26	总资产增长率	8.74%	12.32%	18.86%	19.86%
净利润	277.55	372.97	568.24	760.82	股东权益增长率	11.66%	13.60%	18.24%	20.66%
少数股东损益	5.51	7.41	11.29	15.11	经营营运资本增长率	112.16%	46.63%	1.35%	49.06%
归属母公司股东净利润	272.04	365.57	556.95	745.71	资产负债率	7.86%	6.72%	7.11%	6.41%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	投资资本/总资产	79.70%	77.04%	63.59%	60.97%
货币资金	319.45	457.09	943.79	1251.70	带息债务/总负债	12.18%	12.67%	10.08%	9.34%
应收和预付款项	225.41	239.63	361.55	415.75	流动比率	5.69	8.12	8.99	11.24
存货	288.71	468.31	396.20	674.07	速动比率	3.41	4.57	6.61	7.76
其他流动资产	74.41	74.41	74.41	74.41	股利支付率	0.00%	22.11%	22.11%	22.11%
长期股权投资	84.45	84.45	84.45	84.45	收益留存率	100.00%	77.89%	77.89%	77.89%
固定资产和在建工程	579.60	554.81	530.02	505.23	总资产周转率	0.41	0.50	0.54	0.58
无形资产和开发支出	610.08	608.25	606.42	604.58	固定资产周转率	2.85	2.32	3.15	4.28
其他非流动资产	131.93	112.10	92.27	92.27	应收账款周转率	4.31	5.68	4.74	5.45
资产总计	2314.05	2599.05	3089.10	3702.46	存货周转率	1.21	1.05	1.42	1.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
应付和预收款项	159.72	152.58	197.56	215.00	EBIT	318.14	431.33	654.03	871.66
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA	368.12	477.79	700.49	898.29
负债合计	181.86	174.73	219.71	237.14	NOPLAT	266.93	366.63	555.93	740.91
资本公积	1189.68	1189.68	1189.68	1189.68	净利润	272.04	365.57	556.95	745.71
留存收益	636.33	921.06	1354.85	1935.66	EPS	1.017	1.367	2.083	2.789
归属母公司股东权益	2093.40	2378.12	2811.91	3392.72	BPS	7.829	8.894	10.516	12.689
少数股东权益	38.79	46.20	57.48	72.60	PE	60.22	44.81	29.41	21.97
股东权益合计	2132.19	2424.32	2869.40	3465.32	PB	7.83	6.89	5.83	4.83
负债和股东权益合计	2314.05	2599.05	3089.10	3702.46	PS	17.31	12.72	9.81	7.58
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	PCF	82.37	77.64	27.52	36.46
经营性现金净流量	198.88	211.02	595.38	449.39	EV/EBIT	50.71	37.11	23.75	17.49
投资性现金净流量	-399.20	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	43.83	33.50	22.18	16.97
筹资性现金净流量	-76.83	-73.38	-108.68	-141.48	EV/NOPLAT	60.44	43.66	27.94	20.58
现金流量净额	-277.15	137.64	486.71	307.91	ROIC-W	20.26%	19.88%	27.58%	37.65%

资料来源：wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>