

血制品经营持续向上，外延并购值得期待

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年一季报，实现营业收入 2.2 亿元 (+27%)、归母净利润 6746 万元 (+75%)、扣非后归母净利润 4810 万元 (+26%)。
- **业绩符合预期，血制品持续高增长。**血制品业务：实现收入 1.2 亿 (+41%) 和净利润 5139 万元 (+49%)，如不考虑出售博雅药业获得的 1897 万元投资收益，血制品业务的净利润约为 3432 万元 (+28%)，保持快速增长趋势。血制品毛利率提升 4.34pp 至 63.78%，估计主要是受益于采浆量提升带来的规模效应，估计随着采浆量增加和持续提价将推动毛利率继续上行。销售费率提升 5.11pp 至 10.66%，可能主要是公司加大血制品销售和推广力度。血制品存货 2.8 亿，同比增长 27% 低于收入增速，结合 2016 年报估计原材料占比超过 50%，库存商品占比仅 20% 左右；应收票据和应收账款合计 1.3 亿，同比增长仅 2%；从存货和应收款来看，血制品仍然维持极高的销售景气状态。非血制品业务：天安药业实现收入 4313 万元 (+8%) 和净利润 1023 万元 (+17%)；新百药业实现收入 5906 万元 (+17%) 和净利润 1263 万元 (+44%)，预计实现收购时的业绩预测是大概率事件。
- **凝血因子 VIII 获批在即，有望显著增厚业绩弹性。**凝血因子 VIII 属于临床急需产品，生产申报享有绿色通道，预计很可能在 2017 上半年获批，从 2018 年开始贡献业绩。从量来看，2016-2017 年预计采浆量分别为 250 吨和 350 吨，合计投浆量预计接近 500 吨。由于血浆组分可以储存 3 年，如储存血浆在 2018 年转化为收入，保守估计可投入生产的组分对应 400 吨血浆量，参照行业平均水平 and 持续提价趋势，估计吨浆收入有望达到 24 万，对应 9600 万收入。血制品最大的成本是血浆原料，占比超过 70%，凝血因子 VIII 带来的新增成本很少，估计净利率不低于 50%，2018 年有望贡献 4800 万净利润，显著增厚业绩弹性。
- **外延并购步伐有望加快。**公司自上市以来，并购了糖尿病药物平台天安药业和生化药平台新百药业、承接了西他沙星技术项目、与复旦大学合作共建他汀类药物实验室、并出资 1.5 亿与高特佳共同设立医药产业并购基金重点投资第三方医学检验服务、与控股股东成立并购基金收购丹霞生物。公司具有外延并购基因，未来外延并购步伐或进一步加快。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.46 元、2.18 元、2.86 元，对应 PE 分别为 45 倍、30 倍、23 倍，维持“买入”评级，目标价为 80.30 元。
- **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	390.78	582.35	765.75
增长率	79.21%	43.65%	49.02%	31.49%
每股收益 EPS (元)	1.02	1.46	2.18	2.86
净资产收益率 ROE	13.02%	16.37%	20.55%	22.53%
PE	65	45	30	23
PB	8.25	7.23	6.08	5.07

数据来源: Wind, 西南证券

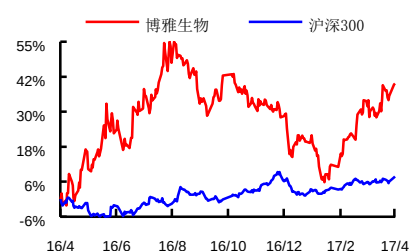
西南证券研究发展中心

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

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)	46.12-72.62
总市值(亿元)	175.94
总资产(亿元)	27.73
每股净资产(元)	8.08

相关研究

1. 博雅生物 (300294): 并购基金有望加快外延步伐 (2017-04-04)
2. 博雅生物 (300294): 血制品医保报销范围扩大, 在研产品潜力巨大 (2017-03-23)
3. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 医保调整强化提价逻辑 (2017-02-26)
4. 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)
5. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 催化剂有望逐步落地 (2016-10-11)

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	398.70	594.15	781.27
营业成本	349.89	452.29	551.70	707.55	折旧与摊销	49.98	74.85	89.62	101.75
营业税金及附加	10.72	12.54	16.79	22.20	财务费用	-9.89	-13.21	-18.09	-24.44
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	-13.21	-18.09	-24.44	其他	81.65	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	1.66	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	198.76	341.59	546.23	680.30
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	投资活动现金流净额	-399.20	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	325.66	467.19	698.68	919.95	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
利润总额	328.15	471.29	702.45	923.62	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	50.60	72.59	108.30	142.35	支付股利	-53.48	-95.84	-137.67	-205.16
净利润	277.55	398.70	594.15	781.27	其他	-0.35	13.21	18.09	24.44
少数股东损益	5.51	7.92	11.80	15.52	筹资活动现金流净额	-76.83	-82.63	-119.58	-180.71
归属母公司股东净利润	272.04	390.78	582.35	765.75	现金流量净额	-277.27	158.96	326.65	399.58
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	581.10	907.75	1307.33	成长能力				
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%	43.46%	49.55%	31.67%
其他流动资产	74.41	101.35	133.01	172.97	净利润增长率	66.16%	43.65%	49.02%	31.49%
长期股权投资	84.45	84.45	84.45	84.45	EBITDA 增长率	67.49%	44.58%	45.64%	29.48%
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	579.60	619.04	643.71	656.25	毛利率	63.04%	64.92%	67.39%	67.84%
无形资产和开发支出	610.08	599.76	589.44	579.12	三费率	27.43%	27.48%	24.93%	24.89%
其他非流动资产	134.67	130.71	126.74	122.77	净利率	29.32%	30.93%	35.12%	35.51%
资产总计	2419.48	2820.13	3373.07	4063.34	ROE	13.02%	16.37%	20.55%	22.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	14.14%	17.61%	19.23%
应付和预收款项	197.56	280.07	361.71	452.62	ROIC	18.43%	22.09%	30.04%	35.74%
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA/销售收入	38.64%	41.02%	45.52%	45.32%
其他负债	67.59	82.86	97.69	120.93	营运能力				
负债合计	287.30	385.07	481.54	595.69	总资产周转率	0.41	0.49	0.55	0.59
股本	267.38	267.38	267.38	267.38	固定资产周转率	2.90	3.32	3.56	4.21
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	931.28	1375.96	1936.56	存货周转率	1.39	1.37	1.33	1.36
归属母公司股东权益	2093.40	2388.34	2833.03	3393.62	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	58.51	74.03	资本结构				
股东权益合计	2132.19	2435.05	2891.53	3467.65	资产负债率	11.87%	13.65%	14.28%	14.66%
负债和股东权益合计	2419.48	2820.13	3373.07	4063.34	带息债务/总负债	7.71%	5.75%	4.60%	3.72%
					流动比率	4.05	3.99	4.34	4.70
					速动比率	2.89	2.91	3.32	3.65
					股利支付率	19.66%	24.52%	23.64%	26.79%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	365.76	528.83	770.21	997.26	每股收益	1.02	1.46	2.18	2.86
PE	64.67	45.02	30.21	22.98	每股净资产	7.97	9.11	10.81	12.97
PB	8.25	7.23	6.08	5.07	每股经营现金	0.74	1.28	2.04	2.54
PS	18.59	13.65	10.40	8.00	每股股利	0.20	0.36	0.51	0.77
EV/EBITDA	46.75	32.03	21.57	16.26					
股息率	0.30%	0.54%	0.78%	1.17%					

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