

2017年08月08日

公司研究·证券研究报告

博雅生物 (300294.SZ)

动态分析

业绩符合预期，血制品维持高增长

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 5.40 亿元，同比上升 34.55%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比上升 49.23%。

◆ **业绩符合预期，加大销售投入促期间费用高增长：**2017 年 Q2 单季度实现营业收入 3.17 亿元，同比上升 40.68%，实现归母净利润 9,028 万元，同比上升 34.42%，公司上半年总体业绩水平符合预期。毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 67.70%，同比上升 6.52PCT，主要由于公司血制品规模效应的显现以及高毛利率糖尿病用药的放量，其中静注人免疫球蛋白、人血白蛋白和纤维蛋白原毛利率分别为 68.06% (-0.33PCT)、64.65% (-0.43PCT) 和 71.27% (+3.12PCT)。净利率方面，公司 2017 年上半年净利率 29.79%，同比上升 2.89PCT。期间费用方面，公司 2017 年上半年销售费用 1.20 亿元，同比上升 164.77%，主要由于在血制品阶段性销售压力有所增加的情况下，公司积极拓展营销队伍，加大对血制品的销售推广，致使费用增加；管理费用 6,549 万元，同比下降 12.52%；财务费用-523 万元，同比上升 5.75%。

◆ **血制品维持高增长，非血制品业务大概率完成业绩承诺：**(1) 公司血液制品 2017 年上半年实现营业收入 3.03 亿元，同比上升 43.54%，占公司总收入的 56.15%，实现净利润 9,845 万元，同比上升 37.60%，公司血制品净利率水平为 32.44%。公司血制品业务维持高增长的态势，我们预计全年公司血制品业务有望维持 40% 的高增长水平。具体分产品看，静注人免疫球蛋白实现营业收入 1.05 亿元，同比上升 47.38%，人血白蛋白实现营业收入 1.02 亿元，同比上升 32.53%，人纤维蛋白原实现营业收入 8,340 万元，同比上升 27.47%。(2) 非血制品方面，天安药业的糖尿病用药业务 2017 年上半年实现营业收入 1.00 亿元，同比上升 14.48%，占比 18.57%，实现归母净利润 2,163 万元，同比 7.41%，公司糖尿病业务净利率水平为 21.55%；新百药业的生化类用药业务实现营业收入 1.37 亿元，同比上升 33.17%，占比 25.28%，实现归母净利润 2,544 万元，同比上升 40.26%，生化类用药净利率水平为 18.62%。我们认为，新百药业全年完成 5,500 万元的业绩承诺、天安药业全年完成 5,044 万元的业绩预测是大概率事件。

◆ **血浆及组分调拨解决原料短缺，定增项目释放血制品产能：**今年 5 月，公司公告拟采购调拨丹霁生物血浆及血浆组分。丹霁生物拥有 25 个站点，其中 17 个单采浆站，8 个采集点，预计 2017、2018 年原料血浆分别采集 300 吨、420 吨，采浆丰富。公司预计 24 个月内向丹霁生物调拨不超过 100 吨原料血浆、不超过 180 吨原料血浆用于生产静丙的组分、不超过 400 吨原料血浆用于生产纤原的组分。调拨丹霁生物血浆及组分解决了公司原料短缺的问题，公司的吨浆收入处于行业高位，每吨血浆可为公司带来近 300 万的收入，预计调拨血浆和组分可为公司带来 7.4 亿元的收入，1.5 亿利润。同时，公司拟非公开发行募集资金不超过 10 亿元，用于“1000 吨血液制品智能工厂建设项目”，解决了公司产能问题，公司血制品有望进一步放

医药 | 生物医药 III

投资评级 增持-A(维持)

6 个月目标价 40 元

股价(2017-08-07) 35.85 元

交易数据

总市值(百万元) 14,378.62

流通市值(百万元) 11,693.24

总股本(百万股) 401.08

流通股本(百万股) 326.17

12 个月价格区间 33.58/74.15 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.9	-1.98	-8.46
绝对收益	-10.51	-6.7	-26.32

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

 郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20377052

相关报告

博雅生物：血制品盈利能力不断提升，在研产品值得期待 2017-03-24

量。

◆ **投资建议：**在不考虑丹霞生物调拨的情况下，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.95、1.34 和 1.76 元。维持增持-A 建议，6 个月目标价为 40 元，相当于 2017 年 42 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**研发进展低于预期，调拨进展低于预期，新浆站采浆低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	543.2	946.6	1,284.1	1,689.2	2,233.6
同比增长(%)	24.1%	74.3%	35.7%	31.6%	32.2%
营业利润(百万元)	192.3	325.7	479.9	670.6	875.4
同比增长(%)	48.6%	69.4%	47.4%	39.8%	30.5%
净利润(百万元)	151.8	272.0	381.9	536.5	706.9
同比增长(%)	45.7%	79.2%	40.4%	40.5%	31.8%
每股收益(元)	0.38	0.68	0.95	1.34	1.76
PE	94.7	52.9	37.7	26.8	20.3
PB	7.7	6.9	6.1	5.2	4.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、业绩符合预期，加大销售投入促期间费用高增长	4
二、血制品维持高增长，非血制品业务大概率完成业绩承诺	5
三、血浆及组分调拨解决原料短缺，定增项目释放血制品产能	6
四、盈利预测	6
五、风险提示	7

图表目录

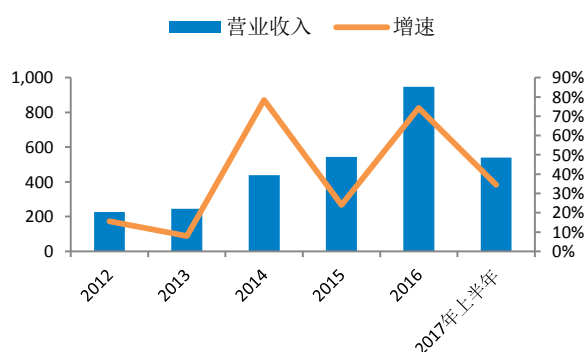
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）	4
图 5：公司血制品分产品毛利率情况（单位：%）	5
图 6：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）	5
图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）	5
图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）	5
图 9：2017 年上半年公司营收分产品情况（单位：%）	6
图 10：公司血制品分产品情况（单位：百万元，%）	6

事件：公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 5.40 亿元，同比上升 34.55%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比上升 49.23%。

一、业绩符合预期，加大销售投入促期间费用高增长

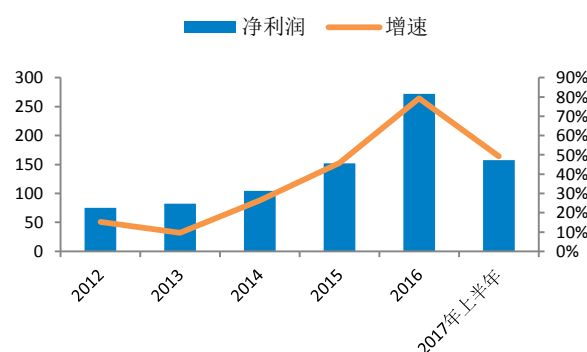
公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 5.40 亿元，同比上升 34.55%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比上升 49.23%。其中 2017 年 Q2 单季度实现营业收入 3.17 亿元，同比上升 40.68%，实现归母净利润 9,028 万元，同比上升 34.42%，公司总体业绩水平符合预期。

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



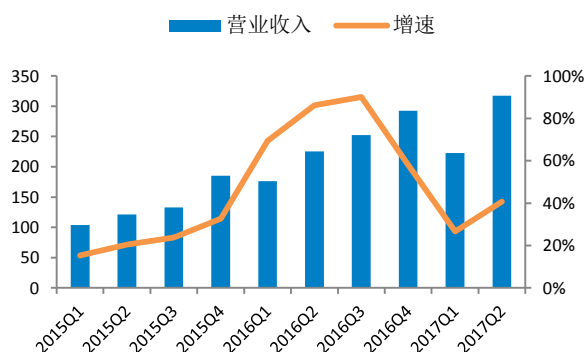
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



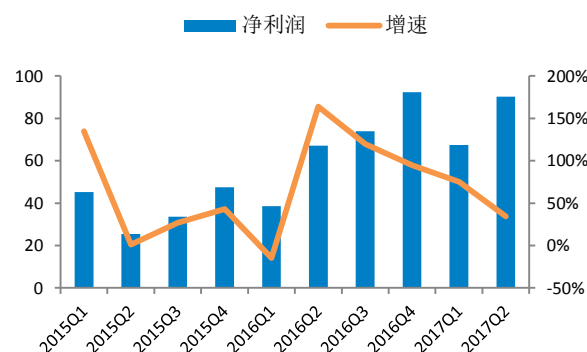
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

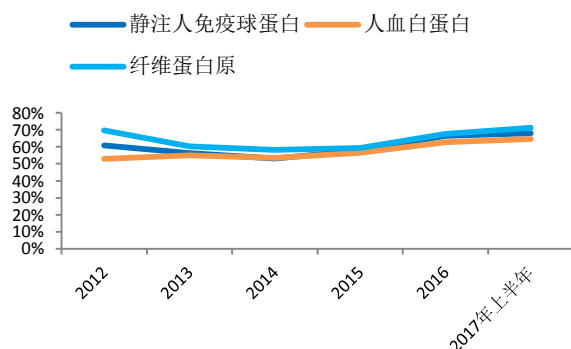
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

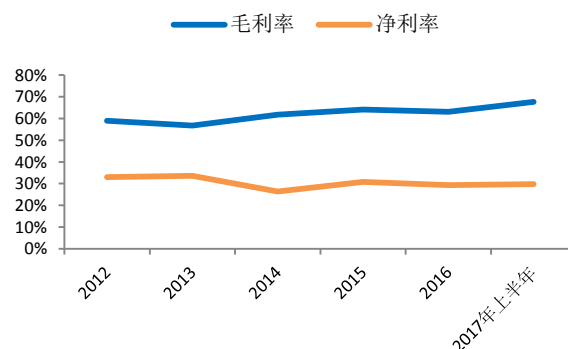
毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 67.70%，同比上升 6.52PCT，主要由于公司血制品规模效应的显现以及高毛利率糖尿病用药的放量，其中静注人免疫球蛋白、人血白蛋白和纤维蛋白原毛利率分别为 68.06%（-0.33PCT）、64.65%（-0.43PCT）和 71.27%（+3.12PCT）。净利率方面，公司 2017 年上半年净利率 29.79%，同比上升 2.89PCT，主要由于公司毛利率水平的上升。

图 5：公司血制品分产品毛利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

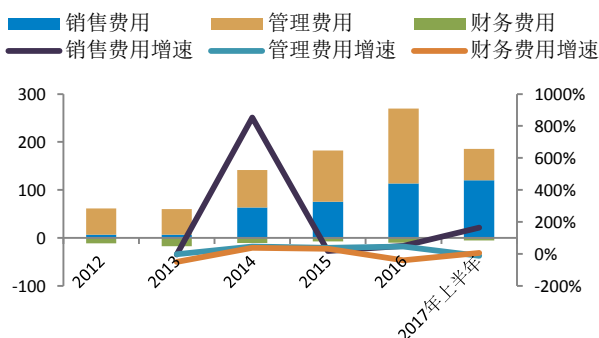
图 6：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

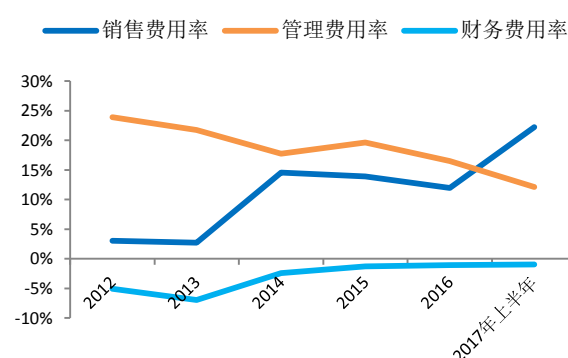
期间费用方面，公司 2017 年上半年销售费用 1.20 亿元，同比上升 164.77%，主要由于在血制品阶段性销售压力有所增加的情况下，公司积极拓展营销队伍，加大对血制品的销售推广，致使费用增加；管理费用 6,549 万元，同比下降 12.52%；财务费用-523 万元，同比上升 5.75%。费用率方面，公司 2017 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 22.25%（+10.94PCT）、12.12%（-6.52PCT）和-0.97%（+0.41PCT）。

图 7：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：公司历年期间费用率情况（单位：%）



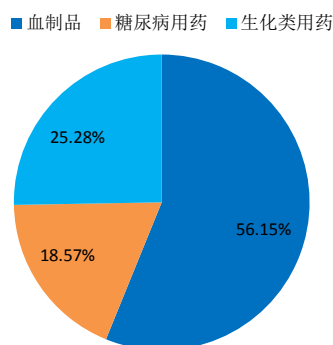
资料来源：wind，华金证券研究所

二、血制品维持高增长，非血制品业务大概率完成业绩承诺

分产品看，公司血液制品 2017 年上半年实现营业收入 3.03 亿元，同比上升 43.54%，占公司总收入的 56.15%，实现净利润 9,845 万元，同比上升 37.60%，公司血制品净利率水平为 32.44%。公司血制品业务维持高增长的态势，我们预计全年公司血制品业务有望维持 40% 的高增长水平。具体分产品看，静注人免疫球蛋白实现营业收入 1.05 亿元，同比上升 47.38%，人血

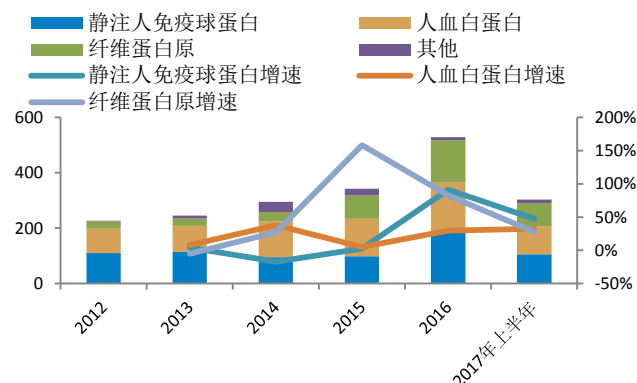
白蛋白实现营业收入 1.02 亿元，同比上升 32.53%，人纤维蛋白原实现营业收入 8,340 万元，同比上升 27.47%。

图 9：2017 年上半年公司营收分产品情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：公司血制品分产品情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

非血制品方面，天安药业的糖尿病用药业务 2017 年上半年实现营业收入 1.00 亿元，同比上升 14.48%，占比 18.57%，实现归母净利润 2,163 万元，同比 7.41%，公司糖尿病业务净利率水平为 21.55%；新百药业的生化类用药业务实现营业收入 1.37 亿元，同比上升 33.17%，占比 25.28%，实现归母净利润 2,544 万元，同比上升 40.26%，生化类用药净利率水平为 18.62%。我们认为，新百药业全年完成 5,500 万元的业绩承诺、天安药业全年完成 5,044 万元的业绩预测是大概率事件。

三、血浆及组分调拨解决原料短缺，定增项目释放血制品产能

公司目前正式运营的单采血浆站达到 10 个，2017 年采浆量有望达到 350 吨的水平。今年 5 月，公司公告拟采购调拨丹霞生物血浆及血浆组分。丹霞生物拥有 25 个站点，其中 17 个单采浆站，8 个采集点，预计 2017、2018 年原料血浆分别采集 300 吨、420 吨，采浆丰富。公司预计 24 个月内向丹霞生物调拨不超过 100 吨原料血浆、不超过 180 吨原料血浆用于生产静丙的组分、不超过 400 吨原料血浆用于生产纤原的组分。向丹霞生物调拨血浆及组分解决了公司原料短缺的问题，公司的吨浆收入处于行业高位，每吨血浆可为公司带来近 300 万的收入，预计调拨血浆和组分可为公司带来 7.4 亿元的收入，1.5 亿利润。

同时，公司拟非公开发行募集资金不超过 10 亿元，用于“1000 吨血液制品智能工厂建设项目”，解决了公司产能问题，公司血制品有望进一步放量。

四、盈利预测

在不考虑丹霞生物调拨的情况下，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.95、1.34 和 1.76 元。维持增持-A 建议，6 个月目标价为 40 元，相当于 2017 年 42 倍的市盈率。

五、风险提示

研发进展低于预期，调拨进展低于预期，新浆站采浆低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	543.2	946.6	1,284.1	1,689.2	2,233.6	年增长率					
减:营业成本	194.9	349.9	467.7	559.5	759.4	营业收入增长率	24.1%	74.3%	35.7%	31.6%	32.2%
营业税费	4.2	10.7	12.0	16.0	22.4	营业利润增长率	48.6%	69.4%	47.4%	39.8%	30.5%
销售费用	75.5	113.2	147.7	188.3	245.7	净利润增长率	45.7%	79.2%	40.4%	40.5%	31.8%
管理费用	106.8	156.3	205.4	270.3	352.9	EBITDA 增长率	47.6%	67.4%	44.3%	37.6%	29.8%
财务费用	-7.1	-9.9	-10.8	-16.3	-23.4	EBIT 增长率	55.8%	70.5%	48.6%	39.5%	30.2%
资产减值损失	-0.3	1.7	1.0	0.8	1.2	NOPLAT 增长率	55.4%	70.6%	48.6%	39.4%	30.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	119.6%	31.2%	0.3%	11.7%	3.8%
投资和汇兑收益	23.1	1.0	18.9	-	-	净资产增长率	106.5%	11.7%	13.9%	18.0%	20.7%
营业利润	192.3	325.7	479.9	670.6	875.4						
加:营业外净收支	5.3	2.5	4.8	4.2	3.8	盈利能力					
利润总额	197.6	328.2	484.6	674.8	879.2	毛利率	64.1%	63.0%	63.6%	66.9%	66.0%
减:所得税	30.5	50.6	74.5	104.0	135.4	营业利润率	35.4%	34.4%	37.4%	39.7%	39.2%
净利润	151.8	272.0	381.9	536.5	706.9	净利润率	27.9%	28.7%	29.7%	31.8%	31.6%
						EBITDA/营业收入	39.6%	38.0%	40.5%	42.3%	41.6%
						EBIT/营业收入	34.1%	33.4%	36.5%	38.7%	38.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	12.8%	11.9%	14.6%	10.6%	15.2%
货币资金	698.4	422.1	756.0	1,005.0	1,524.7	负债权益比	14.7%	13.5%	17.1%	11.9%	17.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.41	4.05	3.75	5.76	4.57
应收帐款	92.8	112.9	201.7	208.3	316.7	速动比率	3.53	2.89	2.67	4.38	3.40
应收票据	27.1	109.8	54.3	158.4	138.3	利息保障倍数	-26.19	-31.94	-43.53	-40.20	-36.44
预付帐款	3.8	2.7	10.3	2.7	14.8	营运能力					
存货	214.4	288.7	435.5	448.4	707.5	固定资产周转天数	161	124	95	76	64
其他流动资产	38.0	74.4	53.0	55.1	60.9	流动营业资本周转天数	108	94	97	96	95
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	556	397	353	361	374
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	48	39	44	44	42
长期股权投资	34.3	84.4	84.4	84.4	84.4	存货周转天数	113	96	102	94	93
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,062	876	738	645	587
固定资产	321.8	331.7	343.2	371.9	427.7	投资资本周转天数	581	529	443	357	291
在建工程	110.8	247.9	230.3	198.3	127.7						
无形资产	98.1	94.0	89.4	84.8	80.2	费用率					
其他非流动资产	548.7	650.8	586.7	589.3	594.2	销售费用率	13.9%	12.0%	11.5%	11.2%	11.0%
资产总额	2,188.2	2,419.5	2,845.0	3,206.7	4,077.0	管理费用率	19.7%	16.5%	16.0%	16.0%	15.8%
短期债务	23.0	-	-	-	-	财务费用率	-1.3%	-1.0%	-0.8%	-1.0%	-1.0%
应付帐款	163.2	138.4	307.7	230.7	472.6	三费/营业收入	32.2%	27.4%	26.7%	26.2%	25.8%
应付票据	1.2	2.1	3.5	2.3	5.7	投资回报率					
其他流动负债	56.5	109.2	92.2	93.1	125.7	ROE	8.1%	13.0%	16.2%	19.4%	21.3%
长期借款	22.1	22.1	-	-	-	ROA	7.6%	11.5%	14.4%	17.8%	18.2%
其他非流动负债	14.1	15.4	12.2	13.9	13.8	ROIC	28.6%	22.2%	25.1%	34.9%	40.7%
负债总额	280.1	287.3	415.6	340.0	617.9	分红指标					
少数股东权益	33.3	38.8	67.1	101.3	138.2	DPS(元)	0.13	0.07	0.28	0.33	0.38
股本	267.4	267.4	401.1	401.1	401.1	分红比率	35.2%	9.8%	29.6%	24.9%	21.4%
留存收益	1,607.4	1,826.0	1,961.3	2,364.3	2,919.7	股息收益率	0.4%	0.2%	0.8%	0.9%	1.1%
股东权益	1,908.1	2,132.2	2,429.4	2,866.7	3,459.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	151.8	272.0	381.9	536.5	706.9	EPS(元)	0.38	0.68	0.95	1.34	1.76
加:折旧和摊销	33.2	50.0	50.6	61.0	76.5	BVPS(元)	4.67	5.22	5.89	6.89	8.28
资产减值准备	-0.3	1.7	-	-	-	PE(X)	94.7	52.9	37.7	26.8	20.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.7	6.9	6.1	5.2	4.3
财务费用	1.1	0.3	-10.8	-16.3	-23.4	P/FCF	-31.3	-113.9	40.6	41.0	22.5
投资损失	-23.1	-1.0	-18.9	-	-	P/S	26.5	15.2	11.2	8.5	6.4
少数股东损益	15.2	5.5	28.3	34.3	36.9	EV/EBITDA	41.4	25.2	26.2	18.7	13.9
营运资金的变动	-30.9	-129.8	48.1	-196.3	-92.1	CAGR(%)	50.6%	38.9%	52.7%	50.6%	38.9%
经营活动产生现金流量	147.0	198.8	479.3	419.2	704.7	PEG	1.9	1.4	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-283.7	-399.2	-21.1	-53.0	-57.0	ROIC/WACC	2.7	2.1	2.4	3.3	3.9
融资活动产生现金流量	488.7	-76.8	-124.3	-117.2	-128.1						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn