

2017年08月22日

血制品竞争格局改变，公司业绩低于预期 增持(维持)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	404.05	440.16	523.31	663.39
同比(%)	50.29	8.94	18.89	26.77
净利润(百万元)	23.60	25.39	32.46	41.52
同比(%)	98.61	7.59	27.84	27.92
毛利率(%)	53.17	53.88	53.99	54.01
ROE(%)	1.66	1.76	2.22	2.78
每股收益(元)	0.03	0.03	0.04	0.05
P/E	218.93	203.49	159.17	124.43
P/B	3.64	3.59	3.53	3.45

投资要点

一、事件：公司发布2017年半年度报

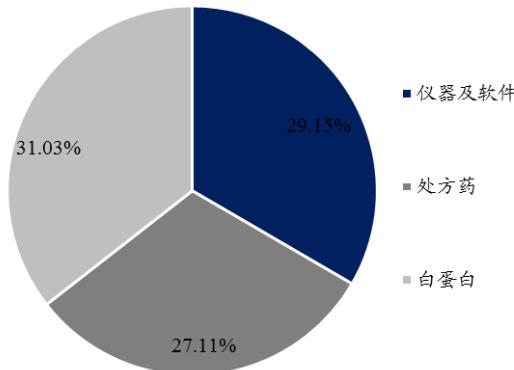
2017年1-6月公司实现销售收入1.92亿元，同比下降1.46%；实现归母净利润1557.79万元，同比增长27.07%；扣非后归母净利润461.30万元，同比下降61.63%；略低于预期。

二、我们的观点：血液制品受行业影响，增速下降拖累公司业绩，检验检测业务稳定增长

1. 人血白蛋白占公司营收比重较大，受市场因素影响出现负增长

公司血制品主要以人血白蛋白为主，销售额达到5948.29万元，占总营收的31%，静丙尚未拿到批文，因此，公司血制品板块的收入收到行业影响较大，直接导致公司第二季度业绩出现大幅波动。人血白蛋白为我国唯一可进口的血液制品，今年受进口冲击影响，国内血液制品公司均受到

图表 1: 2017H1 公司各业务板块业务占营收比



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

证券分析师 焦德智

执业证书编号：

S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

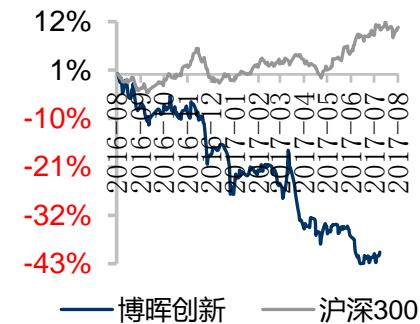
证券分析师 全铭

执业证书编号：

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.52
一年最低/最高价	6.12/11.12
市净率(倍)	3.70
流通A股市值(百万元)	3,714

基础数据

每股净资产(元)	1.76
资产负债率(%)	37.58
总股本(百万股)	821
流通A股(百万)	570

相关研究

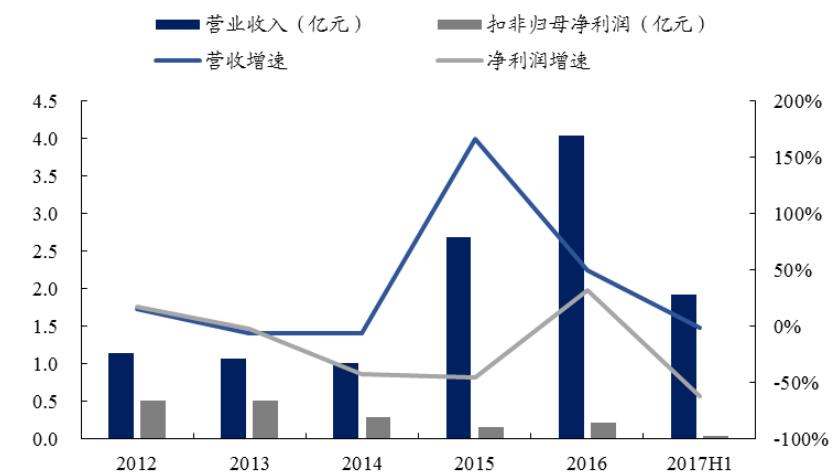
- 博晖创新：检验检测稳步发展，血液制品全面改善，双擎驱动静待爆发 -20161031
- 博晖创新：血液制品业务显著改善，毛利率大幅提升，但销售、管理费用拖累公司业绩 -20160824
- 博晖创新：IVD业务持续创新，拓展血液制品业务 - 20151026

影响。2017年上半年，人血白蛋白的进口量接近6成。由于产品数量增加，价格亦有所下调，降价比例在6%-8%之间。受此影响，公司该板块业务营收同比下降15.99%。我们认为上述不良影响会持续全年，公司白蛋白业务将出现负增长。

2. 公司检验检测业务稳定增长

公司检验检测业务实现收入1.17亿元，较上年增长7.27%，其中医疗产品收入6317.48万元，较上年增长11.20%；原子荧光类仪器收入610.41万元，较上年下降10.49%；Advion质谱产品收入4739.90万元，较上年增长6.35%。检验检测业务总体保持平稳态势。

图表 2：公司 2012-2017H1 营收与净利润情况

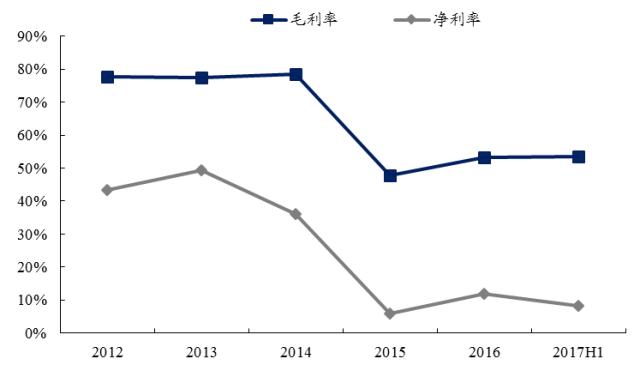


资料来源：公司公告、东吴证券研究所

3. 公司净利率与毛利率维持稳定，销售费用上升进一步推广产品

公司毛利率与净利率基本维持稳定，销售费用为3543.77万元，同比增长了23.83%。我们认为公司销售费用的增长主要源于公司加大了产品的推广力度。通过产品的推广宣传，公司未来营收有望重拾增长。

图表 3：2012-2017H1 公司毛利率与净利润率情况

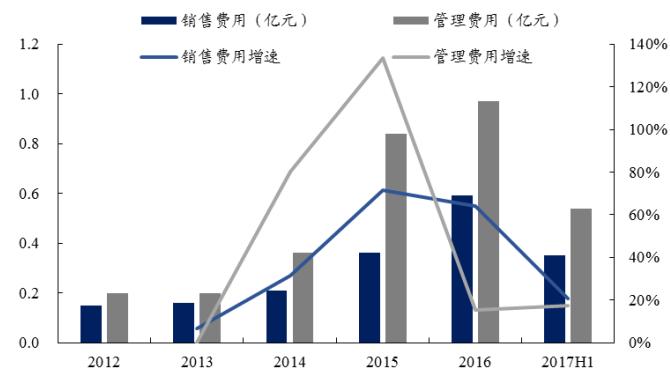


资料来源：公司公告、东吴证券研究所

三、盈利预测与投资评级：

我们预计2017-2019年公司营业收入为4.40亿元、5.23亿元和6.63亿元，同比增长8.94%、18.89%和26.77%；归属母公司净利润为2539万元、3246万元和4152万元，同比增长7.59%、27.84%和27.92%；对应EPS分别为0.03元、0.04元和0.05元；对应PE

图表 4：2012-2017H1 公司销售费用和管理费用情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

为 203.49、159.17 和 124.43。我们认为公司仪器增长稳定，由于短期业绩低于预期，股价会有所波动，但我们预计公司长期会恢复快速增长，因此，我们维持“增持”评级。

四、 风险提示：

HPV 产品上市销售不达预期的风险；申请新设浆站的审批风险；Advion 公司短期不能实现盈利的风险。

博晖创新三大财务预测表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
	流动资产	474.90	613.44	837.51		营业收入	404.05	440.16	523.31
货币资金	(62.24)	293.20	100.85	492.77	营业成本	189	203	241	305
应收和预付款项	87.58	97.85	121.42	155.35	营业税金及附加	4	4	5	6
存货	322.04	73.59	380.92	179.14	营业费用	59	68	81	103
其他流动资产	10.26	10.26	10.26	10.26	管理费用	97	105	123	156
非流动资产	1627.56	1551.81	1476.06	1408.14	财务费用	5	-1	-4	-6
长期股权投资	146.03	146.03	146.03	146.03	营业利润	44	61	78	100
投资性房地产	23.16	20.25	17.35	14.44	营业外损益	6	0	0	0
固定资产和在建工程	361.19	311.48	261.77	212.06	利润总额	50	61	78	100
无形资产和开发支出	1011.42	996.11	980.81	965.50	所得税	1	9	12	15
其他非流动资产	85.76	77.93	70.11	70.11	净利润	48	52	66	85
资产总计	1985.20	2026.71	2089.50	2245.64	少数股东损益	25	26	34	43
流动负债	458.48	454.09	452.40	519.75	归属母公司净利润	23.60	25.39	32.46	41.52
短期借款	42.87	0.00	0.00	0.00	EBITDA	99	135	149	161
应付和预收款项	413.10	451.58	449.88	517.24	EPS (元)	0.03	0.03	0.04	0.05
其他负债	4.79	4.79	4.79	4.79	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	460.76	456.37	454.68	522.03	营业收入增速	50.29%	8.94%	18.89%	26.77%
归属母公司股东权益	1419.39	1438.88	1466.26	1503.95	归母净利润增速	98.61%	7.59%	27.84%	27.92%
少数股东权益	105.05	131.46	168.57	219.66	毛利率	53.17%	53.88%	53.99%	54.01%
股东权益合计	1524.44	1570.34	1634.83	1723.61	净利率	11.92%	11.77%	12.66%	12.77%
负债和股东权益合计	1985.20	2026.71	2089.50	2245.64	ROE	1.66%	1.76%	2.22%	2.78%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	3.68%	3.23%	4.88%	5.14%
经营活动现金流	78	403	-202	379	资产负债率	23.21%	22.52%	22.14%	23.84%
净利润	48	52	66	85	流动比率	0.8	1.0	1.3	1.6
折旧摊销	44	76	76	68	速动比率	0.1	0.9	0.5	1.2
财务费用	7	-1	-4	-6	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
营运资金变动	212	79	134	143	应收账款周转率	5.6	6.1	5.2	5.6
其它	-233	198	-474	90	应付账款周转率	2.7	1.8	1.8	1.8
投资活动现金流	-106	0	0	0	每股经营现金	0.1	0.5	(0.2)	0.5
其他	163	0	0	0	每股净资产	1.9	1.9	2.0	2.1
筹资活动现金流	-225	-117	-109	-107	P/E	218.93	203.49	159.17	124.43
长期借款	0	-117	-109	-107	P/B	3.64	3.59	3.53	3.45
现金净增加额	710	1273	1085	1407	EV/EBITDA	53.52	37.04	35.14	30.48

数据来源：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、意见及推測不一致的报告。

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个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

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>