



业绩符合预期，血制品板块暂时受限，微流控平台已完成107台装机

2017年08月22日

强烈推荐/维持

博晖创新

财报点评

——博晖创新（300318）2017年中报点评

张金洋	分析师 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	执业证书编号: S1480516080001
胡培碧	联系人 hurb@dxzq.net.cn 010-66554044	

事件：

博晖创新发布2017年上半年度报告，2017年上半年公司实现营业收入1.92亿元，同比下降1.46%；归属于上市公司股东的净利1557.79万元，同比增长27.07%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润461.30万元，同比下降61.63%。实现EPS为0.02元。

公司2016年Q2实现营业收入1.08亿元，同比下降16.55%；实现归属于上市公司股东的净利润1418.30万元，同比增速42.50%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润349.75万元，实现EPS0.02元。

观点：

1、业绩符合预期，微量元素检测平稳，HPV检测仪器完成107台装机

公司2017上半年营收1.92亿元，同比下降1.46%，归母净利润1557.79万元，增速27.07%，业绩符合预期。

分单季度数据来看，一季度收入8352.07万元，二季度收入1.08亿元。一季度净利润139.49万元，二季度净利润1418.30万元，二季度情况明显好于一季度。

分业务构成来看，公司收入端由检测业务1.17亿(+7.27%)和血制品0.71亿(较去年下降)两部分组成。

- ◆ **检测业务方面：**医疗产品收入0.63亿(+11.20%)，包括微量元素检测和HPV检测，我们推测HPV检测还未贡献太多收入。原子荧光类仪器收入610.41万元(-10.49%)，质谱检测Advion收入4739.90万(+6.35%)
- ◆ **血制品业务方面：**白蛋白收入0.59亿(-15.99%)，其他血液制品收入0.12亿。

分子公司来看，博昂尼克微流体技术有限公司亏损 50.5 万，Advion 亏损 1026.47 万，大安盈利 2863.39 万（全年业绩承诺 7414.75 万，完成率较低），卫伦亏损 823.25 万。

财务指标方面，公司销售费用率 18.48%，同比去年（14.71%）上升 3.77pp（主要是加大新品推广力度，以及纳入卫伦的销售费用所致）。管理费用率 28.18%，较去年同期（23.94%）上升 4.24pp，主要由于研发费用、折旧摊销、职工薪酬增加所致。公司财务费用整体上升约 450 万，主要由于纳入了卫伦的财务费用。

2、血制品目前由于各因素叠加，收入略低于预期，但依然是高景气行业

血制品行业上半年销售略低于预期，主要受几点因素影响，第一，进口白蛋白量有所增加导致竞争激烈。第二，受一定两票制的影响。但长远来看，血制品行业仍然是高景气行业。公司采浆量将稳步提升，运营效率也在不断提高。

- ◆ **大安方面**：大安是河北省内也是“京津冀”地区唯一通过新版 GMP 认证的血液制品生产企业，在河北省生物制品领域拥有发展优势。河北省拥有常住人口 7400 万人，不仅有充足的血浆供应来源，而且有着巨大的产品空间，特别是河北省环绕着医疗资源高度集中的北京和天津，对血液制品有着巨大的临床需求。**大安 2016 年、2017 年业绩承诺分别为 4704.21 万，7414.75 万，承诺业绩高速增长**。由杜江涛先生以所受让大安制药部分股权代替沃森生物履行对公司特定条件下的股权补偿责任，降低了大安采浆量对赌的风险。我们预计这一部分股份未来也有一定概率会注入到博晖创新，进一步强化博晖血制品板块。上半年，大安人凝血酶原复合物获得临床批件，未来产品将进一步得到丰富。
- ◆ **卫伦方面**：2017 年 6 月新增“濠江浆站”现在一共有 7 个浆站，都是较新浆站，2016 年采浆量 60 吨左右。未来随着浆站日趋成熟，采浆量和盈利能力有望逐年上升，有望开始贡献利润并为博晖业绩增长提供保障。

整体来看根据对赌，大安（公司现在持有大安 48% 股权）2017、2018 年采浆量分别为 150 吨，200 吨，我们预计 2017、2018 年卫伦采浆量分别有望达到 75 吨、100 吨，按照股权折算合计博晖 2017、2018 年采浆量将有望达到 110 吨、147 吨，且有浆无证的不利因素已经随着组分调拨获批消除。未来大安卫伦协同发展，前景可期。

3、微流控爆发元年，已装机 107 台，有望驶入快车道

公司 2016 年 6 月份微流控平台的第一个产品 HPV 检测试剂盒取得注册证，公司在 2016 年下半年通过参与各类学术研讨会及展会、专家交流、用户体验等多种方式，对微流控产品重点做了技术推广并取得了极具影响力的推广效果，获得了广大业内专家及终端用户的高度认可。

公司 HPV 检测是国内首个全自动核酸诊断产品，操作简单，结果稳定可靠，具有较强的竞争力，市场前景看好。目前还没有同类的能实现全自动化检测的产品。该产品拥有多项国际国内专利技术。与传统分子诊断设备相比，公司开发的微流控分子诊断产品在检测灵敏度，特异性等主要关键性能指标均能达到市场水平，同时解决了传统分子诊断操作复杂的问题。

公司微流控平台放量在即，公司非常重视 2017 年的推广，计划投放 150-200 台的仪器，上半年已投放 107 台，为提高微流控芯片生产效率公司自行设计建设了国内首条微流控芯片生产线，该生产线设计产能为年产 100 万人份检测芯片，可以满足产品上市初期市场需求。

2017 年也是 HPV 微流控平台推广爆发的元年，伴随着血制品+微流控双轮驱动，公司有望驶入业绩高速增长的快车道。

整体来看

2017 年，我们预计公司主业微量元素保持平稳，贡献净利润 2000 万，微流控平台净利润 1000 万，血制品净利润 4000 万，advion 质谱亏损 2000 万，2017 年公司净利润有望达到 5000 万。

2018 年，我们预计公司主业微量元素净利润 2000 万，微流控平台净利润 3000 万，血制品净利润 6000 万，advion 亏损 2000 万，净利润有望达到 9000 万。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 0.51 亿元、0.91 亿元、1.62 亿元，增长分别为 117.57%、77.65%、77.24%，EPS 分别为 0.06、0.11、0.20，对应 PE 分别为 104x、59x、33x。我们认为公司检测+血制品双轮驱动的格局已经形成，微流控平台产业化第一弹 HPV 试剂盒已经落地，终端反馈良好未来有望再造一个博晖，且微流控技术应用于其他分子检测前途不可限量。公司血制品业务盈利能力持续提升维持业绩高增速。我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

微流控平台推广不达预期，血制品业务采浆量投浆量低于预期

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
流动资产合计	492	466	648	948	1184	营业收入	269	404	501	725	967			
货币资金	111	46	60	87	116	营业成本	141	189	216	326	400			
应收账款	43	71	96	139	185	营业税金及附加	1	4	5	7	9			
其他应收款	4	6	7	10	14	营业费用	36	59	90	116	145			
预付款项	12	9	9	9	10	管理费用	84	97	120	160	213			
存货	310	322	422	636	781	财务费用	-4	5	0	0	0			
其他流动资产	10	10	28	28	28	资产减值损失	0.60	1.90	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	1578	1628	1580	1546	1511	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	150	146	146	146	146	投资净收益	0.00	-3.97	0.00	0.00	0.00			
固定资产	341	327	306	299	309	营业利润	11	44	71	118	200			
无形资产	115	107	96	85	75	营业外收入	3.87	6.63	5.00	5.00	5.00			
其他非流动资产	6	70	70	70	70	营业外支出	0.01	0.63	0.00	0.00	0.00			
资产总计	2070	2094	2228	2494	2696	利润总额	15	50	76	123	205			
流动负债合计	752	534	566	740	787	所得税	-1	1	11	18	31			
短期借款	21	43	119	254	276	净利润	15	48	64	104	175			
应付账款	72	67	53	79	97	少数股东损益	4	25	13	13	13			
预收款项	6	35	35	35	35	归属母公司净利润	12	24	51	91	162			
一年内到期的非流	3	3	3	3	3	EBITDA	145	185	102	151	236			
非流动负债合计	35	36	56	56	56	BPS (元)	0.03	0.03	0.06	0.11	0.20			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
负债合计	787	570	622	796	844	成长能力								
少数股东权益	-105	105	118	131	144	营业收入增长	166.26	50.29%	23.98%	44.79%	33.28%			
实收资本(或股本)	409	821	821	821	821	营业利润增长	-72.36	301.22	62.04%	66.35%	70.48%			
资本公积	688	310	310	310	310	归属于母公司净利润	-68.85	98.61%	117.57	77.65%	77.24%			
未分配利润	247	267	302	363	471	盈利能力								
归属母公司股东权	1388	1419	1488	1567	1708	毛利率 (%)	47.71%	53.17%	56.91%	55.11%	58.64%			
负债和所有者权	2070	2094	2228	2494	2696	净利率 (%)	5.76%	11.92%	12.84%	14.37%	18.07%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	12.90%	0.57%	1.13%	2.30%	3.66%			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	0.86%	1.66%	3.45%	5.82%	9.47%			
经营活动现金流	89	78	-71	-96	29	偿债能力								
净利润	15	48	64	104	175	资产负债率 (%)	38%	27%	28%	32%	31%			
折旧摊销	138	136	0	33	35	流动比率	0.65	0.87	1.15	1.28	1.50			
财务费用	-4	5	0	0	0	速动比率	0.24	0.27	0.40	0.42	0.51			
应收账款减少	0	0	-25	-43	-46	营运能力								
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.19	0.19	0.23	0.31	0.37			
投资活动现金流	-226	-106	17	0	0	应收账款周转率	8	7	6	6	6			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.10	5.78	8.34	10.99	10.93			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	0	-4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.03	0.06	0.11	0.20			
筹资活动现金流	-81	-37	68	123	0	每股净现金流(最新)	-0.53	-0.08	0.02	0.03	0.04			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.39	1.73	1.81	1.91	2.08			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	245	412	0	0	0	P/E	215.18	224.83	104.31	58.71	33.13			
资本公积增加	409	-378	0	0	0	P/B	1.92	3.77	3.60	3.42	3.14			
现金净增加额	-219	-66	14	27	29	EV/EBITDA	17.81	28.98	53.08	36.65	23.41			

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师, 小组组长。4年证券行业研究经验, 3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第1名组长, 2015年新财富第7名团队核心成员, 2015年水晶球第3名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景, 多年产业叠加资本工作经验, 使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知, 对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

联系人简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士, 和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋, 尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。