

业绩低于预期，收购流通渠道促进血制品增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年三季度报，实现收入 8.4 亿 (+28%)、归母净利润 2.2 亿 (+24%)、扣非后归母净利润 2.1 亿 (+15%)；2017Q3 实现收入 3.0 亿 (+19%)、归母净利润 6582 万 (-11%)、扣非后归母净利润 6958 万 (-6%)。
- **停产检修+销售费用增加导致血制品业绩低于预期。**总体来看，公司业绩低于预期，主要是血制品业绩受到停产检修导致产能减少和销售费用大幅度增加的影响。血制品收入在 2017Q1 和 Q2 都保持 40% 以上的增长，Q3 增速为 -6%，主要是因为血制品生产车间在 Q1 停产进行升级改造，4 月份复产后经过 2 个月左右的生产和另外 2 个月左右的批签发才有新产品开始销售，导致 2017Q3 初期可销售的血制品数量减少。从时间周期来看，目前血制品的生产销售已经恢复增长，由于下游客户库存偏少，估计 Q4 销量增速会明显回升。从毛利率来看，随着销售规模扩大，血制品毛利率同比提升 3.29pp 至 66.30%。从费用率来看，由于血制品推广费用增加，血制品业务的销售费用同比增加 321% 至 5068 万，销售费率提升 8.17pp 至 11.57%。受到 Q3 销量减少和费用增加的影响，Q3 血制品的净利润 4825 万 (-13%)，三季报的净利润为 1.9 亿 (+43%)。
- **收购血制品经销商，强化广东营销推广能力。**公司拟收购的复大医药主要从事血制品销售，是全球知名品牌基立福在广东唯一的代理商、华兰生物的 18 大客户之一，并代理康宝、博雅、蜀阳、莱士、泰邦等知名血制品企业的产品，是广东省最重要的血制品经销商之一。博雅生物的血制品销售主要集中在华东和华中地区，包括广东在内的华南地区销售占比不到 15%。广东是全国最大的血制品市场，通过此次收购，公司在广东地区的销售能力大幅度提升，有助于推动公司的血制品在广东快速放量。在全国两票制推广导致销售渠道紧张和血制品行业产能扩张导致竞争格局激烈的背景下，公司率先收购行业内知名的血制品经销商。我们认为此次收购对公司的血制品营销渠道建设起到了巨大的推广作用，通过并购强化血制品推广能力，有助于推动公司的血制品快速放量。
- **盈利预测与投资建议。**由于公司业绩低于预期，我们下调盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.83 元、1.12 元、1.47 元（原预测值分别为 0.97 元、1.45 元、1.91 元），对应 PE 分别为 43 倍、32 倍、24 倍，维持“买入”评级。考虑到 2018 年 35% 的利润增长和丹霞生物调拨血浆组分后或将带来明显的业绩弹性，给予公司 2018 年 40 倍 PE，对应目标价为 44.80 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、血浆或组分调拨或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	946.60	1248.40	1700.61	2134.46
增长率	74.27%	31.88%	36.22%	25.51%
归属母公司净利润 (百万元)	272.04	332.10	448.73	588.37
增长率	79.21%	22.08%	35.12%	31.12%
每股收益 EPS (元)	0.68	0.83	1.12	1.47
净资产收益率 ROE	13.02%	14.27%	16.86%	19.01%
PE	52	43	32	24
PB	6.69	6.01	5.25	4.52

数据来源: Wind, 西南证券

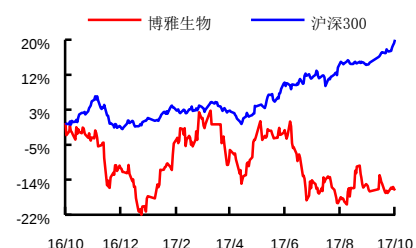
西南证券研究发展中心

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: cti@swsc.com.cn

分析师: 周平
 执业证号: S1250517080004
 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)	4.01
流通 A 股(亿股)	3.26
52 周内股价区间(元)	34.14-65.8
总市值(亿元)	142.70
总资产(亿元)	29.06
每股净资产(元)	5.55

相关研究

1. 博雅生物 (300294): 业绩低于预期, Q4 血制品销量有望回升 (2017-10-15)
2. 博雅生物 (300294): 强化市场推广能力, 有望推动血制品快速放量 (2017-09-11)
3. 博雅生物 (300294): 业绩符合预期, 血制品保持快速增长 (2017-08-08)
4. 博雅生物 (300294): 中报业绩或略超预期, 血制品维持高速增长 (2017-07-07)

关键假设：

1、预计 2017 年血制品血浆销量增长 35%，2018 年增长 50%（部分增量来自于 2017Q1 部分停产导致部分血浆未及时投产销售），2019 年增长 30%，毛利率维持在 67%；

2、预计新百药业 2017-2019 年实际销量增速维持在 20%（2017 年由于开票模式的变化导致表观收入增速更高），毛利率维持在 60%；

3、血制品销售推广力度加大导致销售费率在 2017 年大幅度提升，预计 2017-2019 年销售费率分别为 25%、24%、23%。

表 1：公司主营业务收入分拆与预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	946.6	1248.4	1700.6	2134.5
yoy	74%	32%	36%	26%
营业成本	349.9	407.7	557.3	701.2
毛利率	63%	67%	67%	67%
血制品				
营业收入	528.7	713.7	1070.6	1391.8
yoy	10%	35%	50%	30%
营业成本	180.9	235.5	353.3	459.3
毛利率	66%	67%	67%	67%
天安药业				
营业收入	201.6	231.9	266.6	306.6
yoy	12%	15%	15%	15%
营业成本	45.2	51.0	58.7	67.5
毛利率	78%	78%	78%	78%
新百药业				
营业收入	216.3	302.8	363.4	436.0
yoy	6%	40%	20%	20%
营业成本	123.8	121.1	145.3	174.4
毛利率	43%	60%	60%	60%

数据来源：wind、西南证券

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	1248.40	1700.61	2134.46	净利润	277.55	338.83	457.82	600.29
营业成本	349.89	407.66	557.31	701.16	折旧与摊销	49.98	74.85	89.62	101.75
营业税金及附加	10.72	12.14	16.87	21.54	财务费用	-9.89	-12.73	-17.79	-22.96
销售费用	113.24	312.10	408.15	490.92	资产减值损失	1.66	3.00	3.00	3.00
管理费用	156.28	149.81	195.57	234.79	经营营运资本变动	-202.20	-96.95	-144.82	-155.71
财务费用	-9.89	-12.73	-17.79	-22.96	其他	81.65	-23.00	-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	284.00	384.83	523.37
投资收益	0.97	20.00	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	20.00	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	-80.00	-100.00	-100.00
营业利润	325.66	396.42	537.51	706.00	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	400.52	541.27	709.66	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	50.60	61.69	83.45	109.37	支付股利	-53.48	-95.84	-117.00	-158.08
净利润	277.55	338.83	457.82	600.29	其他	-0.35	12.73	17.79	22.96
少数股东损益	5.51	6.73	9.09	11.92	筹资活动现金流净额	-76.83	-83.10	-99.20	-135.12
归属母公司股东净利润	272.04	332.10	448.73	588.37	现金流量净额	-277.27	120.89	185.63	288.25
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	543.04	728.66	1016.91	成长能力				
应收和预付款项	225.41	319.69	434.97	540.10	销售收入增长率	74.27%	31.88%	36.22%	25.51%
存货	288.71	336.39	459.86	578.57	营业利润增长率	69.36%	21.73%	35.59%	31.35%
其他流动资产	74.41	98.14	133.69	167.79	净利润增长率	66.16%	22.08%	35.12%	31.12%
长期股权投资	84.45	84.45	84.45	84.45	EBITDA 增长率	67.49%	25.36%	32.89%	28.80%
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%	67.35%	67.23%	67.15%
无形资产和开发支出	610.08	599.76	589.44	579.12	三费率	27.43%	35.98%	34.45%	32.92%
其他非流动资产	134.67	130.71	126.74	122.77	净利率	29.32%	27.14%	26.92%	28.12%
资产总计	2419.48	2731.21	3201.52	3745.96	ROE	13.02%	14.27%	16.86%	19.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.47%	12.41%	14.30%	16.02%
应付和预收款项	197.56	257.68	364.85	445.62	ROIC	18.43%	18.81%	23.07%	27.40%
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA/销售收入	38.64%	36.73%	35.83%	36.77%
其他负债	67.59	76.20	98.52	119.98	营运能力				
负债合计	287.30	356.03	485.52	587.74	总资产周转率	0.41	0.48	0.57	0.61
股本	267.38	401.08	401.08	401.08	固定资产周转率	2.90	3.21	3.57	4.09
资本公积	1189.68	1055.99	1055.99	1055.99	应收账款周转率	9.43	9.05	8.66	8.46
留存收益	636.33	872.60	1204.33	1634.61	存货周转率	1.39	1.30	1.40	1.35
归属母公司股东权益	2093.40	2329.66	2661.39	3091.68	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	45.52	54.61	66.54	资本结构				
股东权益合计	2132.19	2375.18	2716.01	3158.21	资产负债率	11.87%	13.04%	15.17%	15.69%
负债和股东权益合计	2419.48	2731.21	3201.52	3745.96	带息债务/总负债	7.71%	6.22%	4.56%	3.77%
					流动比率	4.05	4.07	3.92	4.19
					速动比率	2.89	3.02	2.90	3.13
					股利支付率	19.66%	28.86%	26.07%	26.87%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.83	1.12	1.47
					每股净资产	5.32	5.92	6.77	7.87
					每股经营现金	0.50	0.71	0.96	1.30
					每股股利	0.13	0.24	0.29	0.39
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	365.76	458.53	609.33	784.79					
PE	52.46	42.97	31.80	24.25					
PB	6.69	6.01	5.25	4.52					
PS	15.08	11.43	8.39	6.69					
EV/EBITDA	24.66	29.78	22.10	16.79					
股息率	0.37%	0.67%	0.82%	1.11%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn