



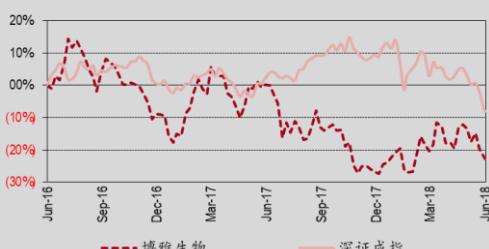
300294.SZ

买入

市场价格：人民币 32.85

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	4.9	0.7	(2.6)	(7.9)
相对深证成指	22.2	3.3	8.5	2.9
发行股数(百万)				433
流通股(%)				75
流通市值(人民币 百万)				10,715
3个月日均交易额(人民币 百万)				61
净负债比率(%) (2018E)				净现金
主要股东(%)				
深圳市高特佳投资集团有限公司				31

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年7月20日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：生物制品

柴博

(0755)82560525  
bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

邓周宇

(86755)82560525  
zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354  
weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

高睿婷

(8621)20328514  
ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

## 博雅生物

丹霞年内注入预期高，打造特免+因子类龙头

博雅生物的战略是以血液制品为主导，打造血制品和非血制品两架马车，其中血制品业务聚焦免疫球蛋白和因子类产品。随着丹霞生物的注入，公司的采浆量将达到700吨以上，血制品收入将达到15.4亿元，营收规模进入国内前四名。公司从2016年即开始加大在销售端和学术推广上的投入，2017年收购华南血制品商业公司复大医药，血制品的销售费用率从2015年的1.95%上升到2017年的12.32%，这也是公司血制品受到两票制影响较小的主要原因。我们认为公司在特免和因子类产品有清晰的战略思维和渠道布局，另外凝血因子VIII和凝血酶原复合物预计分别在今年和明年底上市，看好公司在特免及因子类的竞争优势，首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- 2015年以来公司的收入和净利都保持较高的增长，随着2017年两票制的推行，行业诸多公司在收入和利润端都受到了影响，而博雅2016年即开始提前布局渠道端，加大了市场投入，因此两票制对其影响较小。
- 血制品业务持续高增长的原因主要是白蛋白和静丙都保持了较高的增速，同时公司在纤原领域有较强的定价权和话语权，三个品种均保持了较高的增速使得血制品业务持续高增长。得益于渠道的投入和布局，预计2018年血制品业务仍可保持30%的增速。
- 非血制品方面，公司主要涉及糖尿病和生化药物，2017年由于两票制低开转高开的影响，所以收入端实现了大幅增长，预计后续将保持稳定增速，天安药业和新百药业均保持10%以上的收入增速。

### 评级面临的主要风险

- 凝血因子VIII和凝血酶原复合物等在研产品进度低于预期，行业竞争加剧公司业绩不达预期。

### 估值

- 我们预计公司2018-2020年的净利为4.54、5.92、7.89亿元，对应PE为31、24、18倍，公司在因子类品种在市场的竞争优势较强，给予38倍PE，未来十二个月目标价39.86元，首次覆盖给予买入评级。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	947	1,461	2,266	2,748	3,362
变动(%)	74	54	55	21	22
净利润(人民币 百万)	272	357	454	592	789
全面摊薄每股收益(人民币)	0.628	0.824	1.049	1.367	1.820
变动(%)	79.2	(12.6)	18.0	30.3	33.1
市场预期每股收益(人民币)			1.040	1.370	1.670
全面摊薄市盈率(倍)	52.3	39.9	31.3	24.0	18.1
价格/每股现金流量(倍)	44.2	(553.2)	33.1	46.1	22.5
每股现金流量(人民币)	0.74	(0.06)	0.99	0.71	1.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.5	31.7	23.0	17.7	13.1
每股股息(人民币)	0.100	0.162	0.210	0.273	0.364
股息率(%)	0.3	0.5	0.6	0.8	1.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

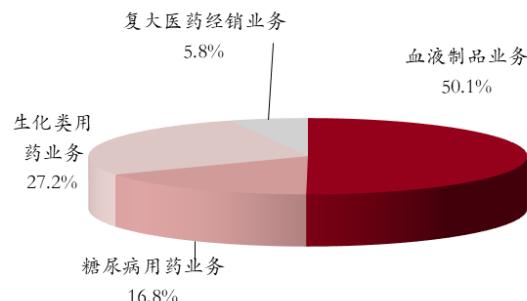
### 聚焦免疫球蛋白和因子类产品，非血制品业务保持稳健增长

博雅生物的战略是以血液制品为主导，打造血液制品和非血液制品两架马车，其中血制品业务聚焦免疫球蛋白和因子类产品。目前血制品仍是公司最主要的营收来源，占到了总营收的 50.1%。2013 年通过收购天安药业涉足糖尿病药业务，2015 年收购新百药业后开始发展生化药物。此外，公司以博雅欣和为主体，通过产品引进和技术合作方式将打造博雅旗下的化药平台，基本完成羟苯磺酸钙、阿嗪米特、瑞格列奈、格列美脲等原料药从天安药业的生产转移工作。公司第一期员工持股计划 3.55 亿左右，持股价为 38.0 元左右，存续期经延长后为 2019 年 6 月 27 日。2018 年 6 月 8 日，公司公告以不超过 40 元/股的价格增持不超过 1.5 亿元。

2017 年公司营收和净利润均保持高速增长，主要原因是血制品依旧维持高增长，同时非血制品也保持稳定增速。公司总营收 14.6 亿 (+54.23%)，归母净利润 3.6 亿 (+31.08%)；其中血制品收入 7.43 亿 (+40.43%)，净利润 2.55 亿 (+32.90%)；糖尿病业务收入 2.46 亿 (+22.03%)，净利润 0.49 亿 (+6.88%)；生化药品业务收入 3.97 亿 (+83.79%)，净利润 0.55 亿。另外复大医药 2017 年收入 5.1 亿，净利润 2833.2 万元（实际并表 2 个月，并表收入 8512.7 万、利润 300.9 万）。

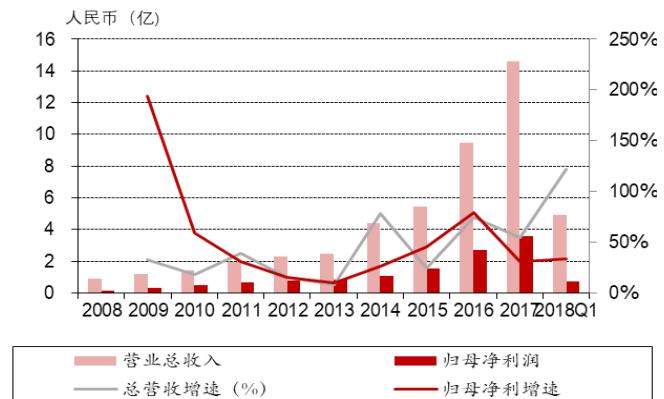
2018Q1 公司业绩保持良好发展态势，血制品实现营收 1.58 亿 (+30.40%)，净利润 0.47 亿 (+36.63%)。子公司天安药业实现营收 0.64 亿 (+47.98%)，净利润 0.12 亿 (+20.65%)；新百药业实现营收 1.42 亿 (+139.54%)，净利润 0.13 亿 (+2.28%)。

图表 50. 博雅生物 2017 年各业务板块收入占比



资料来源：wind，中银证券

图表 51. 博雅生物近年来营收和利润情况

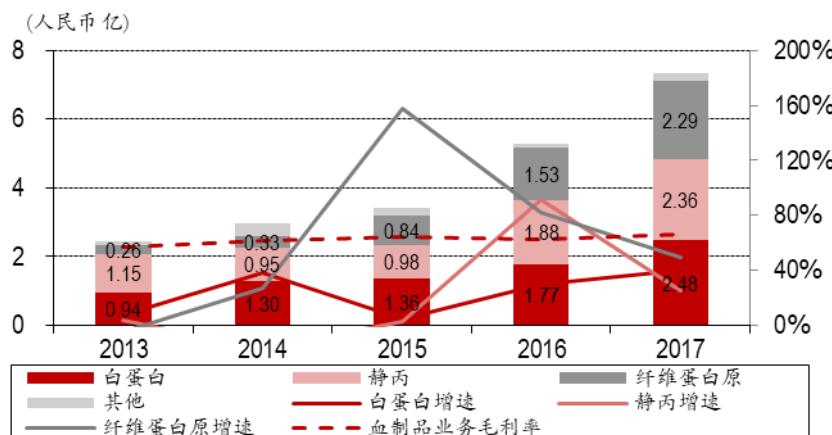


资料来源：wind，中银证券

### 血制品业务持续高增长，带动公司整体业绩向好

公司目前上市的血制品主要有白蛋白、免疫球蛋白（含特免）和纤维蛋白原 3 大类 7 个品种 21 个规格。分产品看，销售量较大的品类是白蛋白、纤原和静丙，这三种产品占到了血制品总营收的 90% 以上。三类产品由于外部环境变化及内部经营稳健都保持较高的增速，毛利率也随着定价的放开不断提高。静丙由于 17 年价格略有回调导致毛利率下降，其他品种近四年毛利率持续提升。

图表 52. 血制品业务总体毛利率和各品种营收



资料来源：博雅生物年报，中银证券

图表 53. 博雅生物血制品业务主要产品营收、增速及毛利率

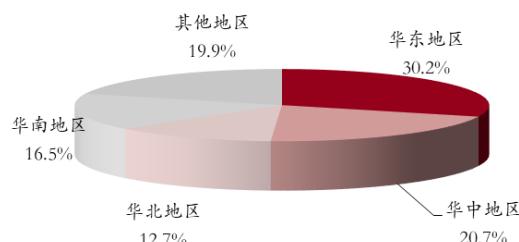
	2013	2014	2015	2016	2017
白蛋白	营业收入 (亿)	0.94	1.30	1.36	1.77
	增速	7.77%	37.94%	5.12%	29.7%
	营业成本(亿)	0.42	0.60	0.59	0.66
	毛利率	55.00%	53.49%	56.49%	62.81%
静丙	营业收入 (亿)	1.15	0.95	0.98	1.88
	增速	4.01%	-16.93%	2.86%	91.31%
	营业成本 (亿)	0.5	0.45	0.41	0.62
	毛利率	56.25%	53.11%	57.84%	66.43%
纤原	营业收入 (亿)	0.26	0.33	0.84	1.53
	增速	-4.92%	27.2%	158.21%	82.28%
	营业成本 (亿)	0.1	0.14	0.34	0.50
	毛利率	60.36%	58.11%	59.40%	67.65%

资料来源：博雅生物历年年报，中银证券

### 公司从 16 年起加大销售投入，提高医院终端覆盖率

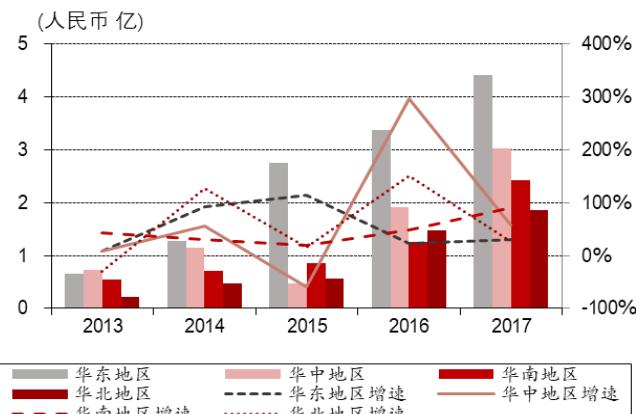
为了保证渠道覆盖能力与公司持续增长的采浆量能够匹配，公司近两年加强营销队伍建设、拓展营销渠道、优化营销网络，原有的优势区域如华东、华中和华北地区的营收保持较高的增速。华南地区是全国最大的血制品消费市场之一，为了提高华南地区的市场覆盖率，2017 年博雅收购了珠三角地区血制品商业龙头复大医药 82% 的股权（复大医药是基立福的主要代理商），2016 年复大医药收入 4.5 亿、净利润 2124.7 万元，根据业绩承诺，复大医药 2017-2019 年扣非归母净利分别不低于 2500 万、3000 万和 3500 万元。此次收购后博雅在华南地区的渠道覆盖能力提高，2017 年华南地区营收增长 91%。

图表 54. 博雅生物 2017 年血制品分地区销售占比



资料来源：博雅生物年报，中银证券

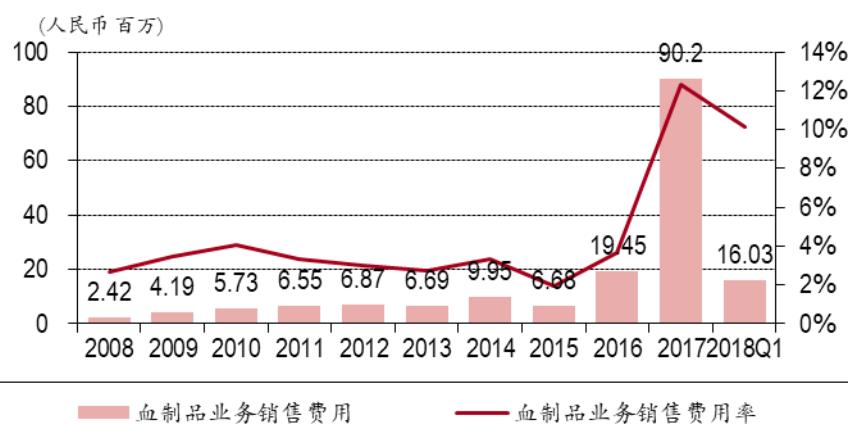
图表 55. 博雅生物分地区营收及增速



资料来源：博雅生物年报，中银证券

近两年公司在销售方面投入较大，2016 年血制品业务销售费用 1945 万元（同比增长 191.17%），17 年销售费用 9020 万元（同比增长 363.75%），近两年及未来 2-3 年血制品业务销售费用率保持在 10%-11%。2017 年公司血制品销售人员近 130 人，2016 年销售人员 122 人。

图表 56. 博雅生物血制品业务销售费用和销售费用率



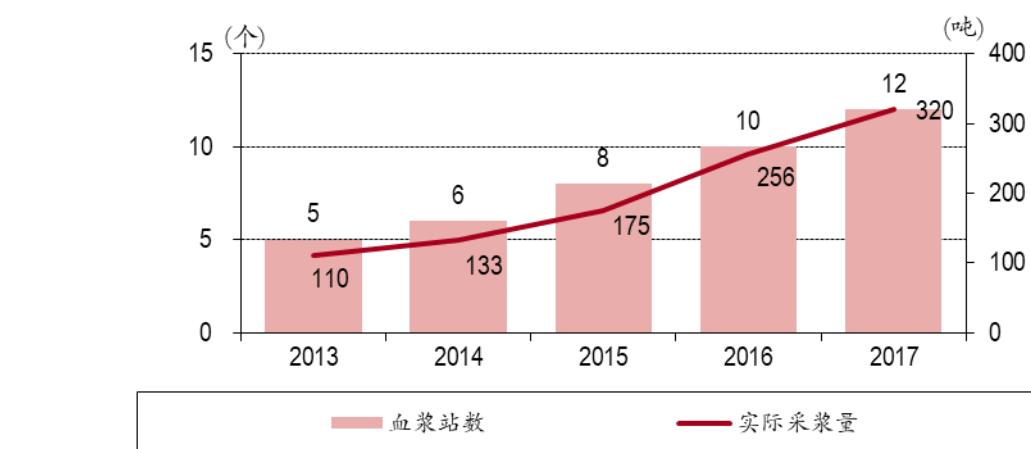
资料来源：博雅生物年报，中银证券

### 采浆量持续提升，因丹霞注入血制品业务具有较大弹性

目前公司有血浆站 12 个，实际投入运营的有 12 个，2017 年采浆量 320 吨，同比增长 42%。公司现有产能 600 吨，2018 年公司完成定增启动建设“千吨级智能工厂项目”，募集资金近 10 亿元、发行价 31.01 元/股（存续期不超过 2019 年 4 月 22 日），用于浆站建设和扩大白蛋白和静丙等基础血制品产能。2017 年 5 月公司与丹霞生物签订了采购调拨血浆及血浆组分的协议，24 个月内采购调拨不超过 100 吨原料血浆、不超过 180 吨生产静丙的原料组分、不超过 400 吨生产纤原的原料组分。

公司在 17 年初通过与控股股东共同投资成立的并购基金“前海优享”收购了丹霞生物 99.00% 股权。目前丹霞生物正在整改以拿回 GMP 证书。丹霞生物拥有 25 个采浆站点，采浆量在 250 吨左右，预计 2018 年采浆量达到近 300 吨，未来丹霞注入后总采浆量有望达到 700 吨以上，吨浆收入按 220 万元计算，博雅生物血制品整体收入将达到 15.4 亿，血制品收入将进入国内前四名。

图表 57. 博雅生物血浆站个数和采浆量



资料来源：博雅生物历年年报，中银证券

### 推动新产品研发，丰富产品线

公司现有多个产品处于研究阶段，其中凝血因子 VIII 和凝血酶原复合物即将上市。凝血因子 VIII 已经在审批过程中，预计将于今年三季度上市；人凝血酶原复合物目前正在临床阶段，预计将于明年底获批。新产品的上市在不增加成本的同时可以进一步提高血浆的利用率，预计凝血因子 VIII 的上市将给每吨血浆增加 10 万的利润。

另外公司也积极推进国际合作，18 年 5 月和 Grifols 签订了共同设立血浆站的合作协议，建立符合美国和欧盟卫生部门标准的血浆采集体系，有助于提升血浆采集的质量标准和服务水平，搭建国际化的血浆管理和运营体系，预计未来公司会继续在合作和并购中发展壮大。

图表 58. 博雅生物血制品在研产品进展

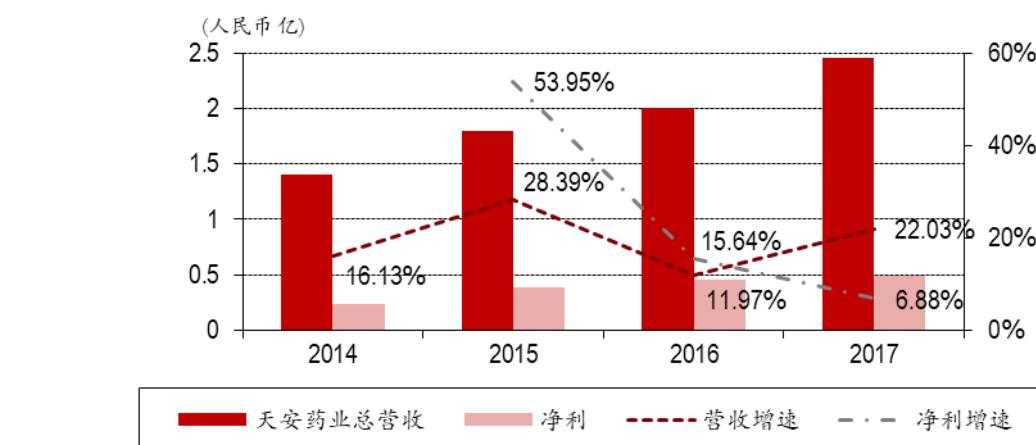
	产品	研究进展	预计上市时间
凝血因子项目	人凝血因子 VIII	审评审批中	2018 年三季度
	人凝血酶原复合物	III 期临床已完成	2019 年底
	VWF 因子	和法国 LFB 合作	/
	人纤维蛋白胶	临床前在研	/
免疫球蛋白项目	手足口病免疫球蛋白	临床申报阶段	/
	破伤风人免疫球蛋白	临床前在研	/
	巨细胞病毒特异性免疫球蛋白	临床前在研	/
	呼吸道合胞病毒特异性免疫球蛋白	临床前在研	/
	高浓度静注（或皮注）人免疫球蛋白	临床前在研	/

资料来源：博雅生物年报，中银证券

### 天安药业：

2013 年底公司收购天安药业 55.50% 的股权，2015 年底对天安的持股比例提高至 83.36%，将业务范围扩大到糖尿病领域。根据收购评估报告的预测，天安药业 2015-2017 年归母净利分别为 3982 万、4489 万和 5044 万元。天安药业主要生产糖尿病及并发症药物，其中销量最大的是格列美脲、羟苯磺酸钙、二甲双胍肠溶片、吡格列酮分散片等，其中二甲双胍一致性评价结果已经上报。公司在控股后通过内部一系列的深度整合，提高天安的运营效率，近年来糖尿病药物的营收和净利一直保持良好的增长。

图表 59. 天安药业并表后总营收和利率

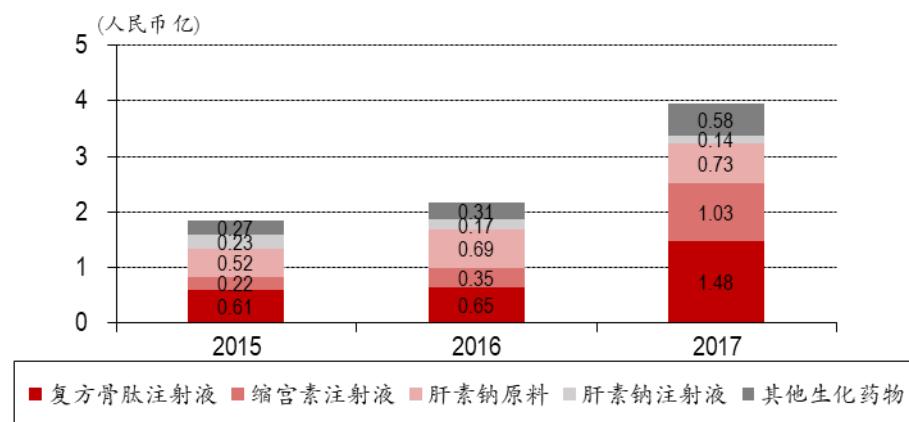


资料来源：博雅生物年报，中银证券

### 新百药业：

2015年底公司全资收购生化药物公司新百药业，其产品涉及骨科、肝炎、妇科及免疫调节制剂等多个领域。2017年骨肽类营收1.48亿，同比增长130%，占到了新百总营收的37%；另外缩宫素的营收达到1.03亿，同比增长194.92%。根据业绩承诺，新百药业2015-2017年扣非归母净利润分别不低于3500万元、4500万元和5500万元，截至目前，新百的利润已达到了业绩承诺。

图表 60. 新百药业并表后各产品营收构成



资料来源：博雅生物年报，中银证券

### 盈利预测与估值评级

#### 盈利预测：

根据分析公司未来三年血制品业务可以保持30%以上的增长；天安和新百药业2017年由于两票制低开转高开的原因所以增速较高，预计后续增速保持在10%以上；复大医药覆盖了国内最大的血制品市场之一，同时后续加强终端覆盖率，根据业绩承诺数据，预计后续营收增速保持在20%以上。

**图表 61. 博雅生物业务拆分和盈利预测**

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
公司血制品业务合计	营业收入	5.29	7.43	9.63	12.56	16.49
	增速	54%	40.45%	29.56%	30.44%	31.35%
	营业成本	1.81	2.41	3.11	4.04	5.28
	毛利率	65.80%	67.58%	67.69%	67.84%	68.00%
白蛋白	营业收入	1.77	2.48	3.03	3.69	4.50
	增速	29.70%	40.11%	22.00%	22.00%	22.00%
	营业成本	0.65	0.84	1.03	1.26	1.53
	毛利率	63.20%	66.00%	66.00%	66.00%	66.00%
静丙	营业收入	1.88	2.36	2.95	3.69	4.61
	增速	91.30%	25.53%	25.00%	25.00%	25.00%
	营业成本	0.63	0.80	1.00	1.25	1.57
	毛利率	66.40%	66.10%	66.00%	66.00%	66.00%
纤原	营业收入	1.53	2.29	3.32	4.81	6.98
	增速	82.30%	49.67%	45.00%	45.00%	45.00%
	营业成本	0.49	0.68	0.98	1.42	2.06
	毛利率	68.00%	70.50%	70.50%	70.50%	70.50%
其他血制品	营业收入	0.11	0.30	0.33	0.36	0.40
	增速		172.73%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	0.04	0.09	0.10	0.11	0.12
	毛利率	67.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
复大医药血制品商业	营业收入		0.85	6.12	7.34	8.81
	增速			20.00%	20.00%	20.00%
	营业成本		0.74	5.02	6.02	7.23
	毛利率		13.50%	18.00%	18.00%	18.00%
天安药业	营业收入	2.01	2.46	2.71	2.98	3.27
	增速	12.00%	22.39%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	0.45	0.48	0.52	0.57	0.63
	毛利率	77.59%	80.68%	80.70%	80.70%	80.70%
新百药业	营业收入	2.16	3.97	4.37	4.80	5.28
	增速		83.80%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	1.24	1.33	1.46	1.61	1.77
	毛利率	42.76%	66.53%	66.50%	66.50%	66.50%
合计	营业收入	9.46	14.71	22.82	27.68	33.86
	增速	74.20%	55.50%	55.13%	21.31%	22.34%
	营业成本	3.50	4.95	10.11	12.24	14.91
	毛利率	63.05%	66.36%	55.68%	55.77%	55.98%

资料来源：博雅生物年报，中银证券

### 估值评级：

根据上述公司产品收入拆分及预测，我们预计公司 2018-2020 年的净利为 4.54、5.92、7.89 亿元，摊薄 EPS 分别为 1.05 元、1.37 元、1.82 元，对应 PE 为 31、24、18 倍，根据公司业绩增长的确定性及因子类品种在市场的竞争优势较强，给予 38 倍 PE，未来十二个月目标价 39.86 元，首次覆盖给予买入评级。

### 风险提示

凝血因子 VIII 和凝血酶原复合物等在研产品进度低于预期，行业竞争加剧公司业绩不达预期。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	947	1,461	2,266	2,748	3,362
销售成本	(361)	(509)	(1,031)	(1,249)	(1,520)
经营费用	(227)	(502)	(628)	(721)	(829)
息税折旧前利润	359	449	607	779	1,014
折旧及摊销	(44)	(46)	(68)	(79)	(85)
经营利润(息税前利润)	315	404	540	700	928
净利润收入/(费用)	10	9	(6)	0	9
其他收益/(损失)	3	15	16	16	16
税前利润	328	428	550	716	953
所得税	(51)	(66)	(85)	(110)	(146)
少数股东权益	6	8	11	14	18
净利润	272	357	454	592	789
核心净利润	283	354	455	593	789
每股收益(人民币)	0.628	0.824	1.049	1.367	1.820
核心每股收益(人民币)	0.628	0.824	1.049	1.367	1.820
每股股息(人民币)	0.100	0.162	0.210	0.273	0.364
收入增长(%)	74	54	55	21	22
息税前利润增长(%)	94	28	34	30	33
息税折旧前利润增长(%)	87	25	35	28	30
每股收益增长(%)	79	(13)	18	30	33
核心每股收益增长(%)	55	(17)	19	30	33

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	328	428	550	716	953
折旧与摊销	44	46	68	79	85
净利润利息费用	(10)	(9)	6	(0)	(9)
运营资本变动	(55)	(306)	185	(322)	146
税金	(45)	(55)	(85)	(110)	(146)
其他经营现金流	(63)	(128)	(293)	(54)	(397)
经营活动产生的现金流	199	(24)	431	309	632
购买固定资产净值	8	45	26	36	31
投资减少/增加	(49)	(216)	14	14	14
其他投资现金流	(358)	(199)	(52)	(71)	(62)
投资活动产生的现金流	(399)	(370)	(12)	(21)	(17)
净增权益	(27)	(65)	(91)	(118)	(158)
净增债务	(23)	505	(20)	(38)	3
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(27)	(2)	(90)	(92)	(198)
融资活动产生的现金流	(77)	465	(147)	(145)	(132)
现金变动	(277)	71	271	142	484
期初现金	698	422	502	774	916
公司自由现金流	(200)	(394)	419	288	615
权益自由现金流	(233)	102	405	250	610

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	497	516	788	930	1,414
应收帐款	223	583	730	911	1,156
库存	289	518	801	827	1,195
其他流动资产	3	137	149	198	224
流动资产总计	1,011	1,754	2,467	2,865	3,989
固定资产	580	728	667	596	519
无形资产	112	157	177	205	227
其他长期资产	179	300	238	261	266
长期资产总计	871	1,185	1,082	1,061	1,012
总资产	2,419	3,670	4,288	4,672	5,749
应付帐款	88	179	370	294	514
短期债务	0	55	50	10	10
其他流动负债	161	482	512	522	730
流动负债总计	250	716	931	827	1,254
长期借款	22	450	450	450	450
其他长期负债	15	19	16	17	17
股本	267	401	433	433	433
储备	1,826	2,025	2,388	2,862	3,493
股东权益	2,093	2,905	2,821	3,295	3,926
少数股东权益	39	59	69	83	101
总负债及权益	2,419	3,670	4,288	4,672	5,749
每股帐面价值(人民币)	7.83	7.24	6.51	7.60	9.06
每股有形资产(人民币)	7.41	6.85	6.10	7.13	8.54
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.50)	0.01	(0.63)	(1.05)	(2.17)

**主要比率**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	37.9	30.8	26.8	28.3	30.1
息税前利润率(%)	33.3	27.6	23.8	25.5	27.6
税前利润率(%)	34.7	29.3	24.3	26.1	28.3
净利率(%)	28.7	24.4	20.1	21.6	23.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.0	2.4	2.6	3.5	3.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	89.4	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	0.1	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.9	1.7	1.8	2.5	2.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	52.3	39.9	31.3	24.0	18.1
核心业务市盈率(倍)	52.3	39.9	31.3	24.0	18.1
市净率(倍)	4.2	4.5	5.0	4.3	3.6
价格/现金流(倍)	44.2	(553.2)	33.1	46.1	22.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.5	31.7	23.0	17.7	13.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	254.6	289.1	233.5	238.0	242.8
应收帐款周转天数	66.1	100.7	105.7	108.9	112.2
应付帐款周转天数	37.7	33.4	44.2	44.1	43.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	9.8	18.2	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	13.7	14.3	15.9	19.4	21.8
资产收益率(%)	11.6	11.2	11.5	13.2	15.1
已运用资本收益率(%)	3.3	3.2	3.3	4.1	4.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测