

业绩符合预期，血制品有望持续快速增长

投资要点

- **业绩总结:** 2018H1 收入 10.9 亿 (+102%)、归母净利润 1.9 亿 (+21%)、扣非后归母净利润 1.8 亿 (+32%); 2018Q2 单季度收入 6.0 亿 (+88%)、归母净利润 1.2 亿 (+31%)、扣非后归母净利润 1.1 亿 (+31%)。
- **业绩符合预期，血制品仍然维持稳定增长。** 母公司的血制品业务仍然维持稳定增长，上半年实现收入 3.9 亿 (+29%) 和净利润 1.3 亿 (+35%)，由于价格同比下滑导致毛利率略有下降 0.68pp 至 65.93%。天安药业的糖尿病业务实现收入 1.4 亿 (+38%) 和净利润 0.25 亿 (+15%); 新百药业的生化药业务实现收入 2.9 亿 (+115%)，但由于费用增加净利润基本持平为 0.26 亿。复大医药的血制品经销业务实现收入 2.8 亿和净利润 0.16 亿。血制品核心产品都维持稳定增长，纤原、静丙、白蛋白在上半年的收入增速分别为 69%、4%、8%，批签发量分别同比增长 36%、46%、27%，在博雅较强销售能力+复大医药广泛渠道的背景下能够保证可持续快速增长。
- **血制品行业库存逐步消化，业绩拐点逐步到来。** 我们认为经过 1 年时间的调整，血制品行业将逐步迎来拐点。1) 从销售渠道来看，各企业纷纷建立销售团队，如华兰生物和博雅生物的血制品销售人员分别超过 200 和 100 人，不仅加强在大医院学术推广力度，更重要的是下沉基层，开发新增量; 2) 从库存来看，经过 1 年时间消化，叠加渠道扩张，从生产企业到经销商到医院的库存下降，产品销售畅通; 3) 从医保来看，新版医保目录加大对白蛋白、静丙、纤原等品种的医保报销范围，将进一步促进需求增长。从具体数据来看，PDB 样本医院的终端销售额增速明显超过血制品批签发增速，血制品行业去库存顺利推进，渠道持续下沉，终端需求稳定增长，行业即将迎来业绩拐点。
- **率先收购血制品经销商，强化广东营销推广能力。** 复大医药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动作用，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。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.08 元、1.46 元、1.78 元，对应 PE 分别为 28 倍、21 倍、17 倍，维持“买入”评级。
- **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、血浆或组分调拨或低于预期的风险、其他不可预知的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1460.52	2400.72	3163.22	3927.86
增长率	54.29%	64.37%	31.76%	24.17%
归属母公司净利润 (百万元)	356.59	467.20	630.77	773.34
增长率	31.08%	31.02%	35.01%	22.60%
每股收益 EPS (元)	0.82	1.08	1.46	1.78
净资产收益率 ROE	14.69%	11.93%	14.01%	14.84%
PE	36	28	21	17
PB	5.23	3.32	2.89	2.49

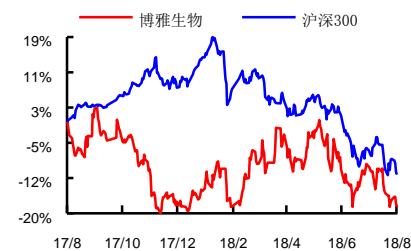
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@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)	4.33
流通 A 股(亿股)	3.26
52 周内股价区间(元)	29.6-38.14
总市值(亿元)	129.87
总资产(亿元)	51.41
每股净资产(元)	8.05

相关研究

1. 博雅生物(300294): 业绩预告符合预期，血制品行业迎来拐点 (2018-07-12)
2. 博雅生物(300294): 业绩符合预期，血制品维持快速增长 (2018-04-26)
3. 博雅生物(300294): 血制品延续快速增长，生化药略超预期 (2018-01-12)
4. 博雅生物(300294): 业绩低于预期，收购流通渠道促进血制品增长 (2017-10-30)
5. 博雅生物(300294): 业绩低于预期，Q4 血制品销量有望回升 (2017-10-15)
6. 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)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1460.52	2400.72	3163.22	3927.86	净利润	364.93	467.20	630.77	773.34
营业成本	491.24	1069.01	1376.40	1696.72	折旧与摊销	53.60	86.88	106.97	121.76
营业税金及附加	17.80	26.77	36.45	45.21	财务费用	-9.00	-15.16	-22.61	-23.50
销售费用	377.60	552.17	743.36	942.69	资产减值损失	8.87	10.00	10.00	10.00
管理费用	161.34	216.06	284.69	353.51	经营营运资本变动	-299.94	-292.57	-351.52	-285.83
财务费用	-9.00	-15.16	-22.61	-23.50	其他	-142.28	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	8.87	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-23.82	246.35	363.61	585.77
投资收益	14.24	0.00	0.00	0.00	资本支出	-340.08	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-29.82	0.00	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	-369.89	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	429.36	541.87	734.93	903.23	短期借款	55.00	-55.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.25	10.00	10.00	10.00	长期借款	427.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	430.61	551.87	744.93	913.23	股权融资	2.50	1000.00	0.00	0.00
所得税	65.68	84.67	114.16	139.90	支付股利	-26.74	-35.05	-45.92	-62.00
净利润	364.93	467.20	630.77	773.34	其他	6.24	-6.99	22.61	23.50
少数股东损益	8.34	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	464.86	902.96	-23.31	-38.50
归属母公司股东净利润	356.59	467.20	630.77	773.34	现金流量净额	71.15	1049.31	240.30	447.27
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	502.47	1551.78	1792.08	2239.35	成长能力				
应收和预付款项	720.45	1081.44	1468.70	1820.33	销售收入增长率	54.29%	64.37%	31.76%	24.17%
存货	517.64	1126.47	1450.38	1787.92	营业利润增长率	31.84%	26.20%	35.63%	22.90%
其他流动资产	13.93	22.90	30.17	37.46	净利润增长率	31.48%	28.02%	35.01%	22.60%
长期股权投资	148.48	148.48	148.48	148.48	EBITDA 增长率	29.58%	29.46%	33.52%	22.24%
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	728.32	760.77	773.13	770.69	毛利率	66.37%	55.47%	56.49%	56.80%
无形资产和开发支出	821.02	808.23	795.44	782.64	三费率	36.28%	31.37%	31.79%	32.40%
其他非流动资产	217.33	210.79	204.25	197.71	净利率	24.99%	19.46%	19.94%	19.69%
资产总计	3669.64	5710.85	6662.63	7784.60	ROE	14.69%	11.93%	14.01%	14.84%
短期借款	55.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.94%	8.18%	9.47%	9.93%
应付和预收款项	342.13	679.16	860.31	1077.35	ROIC	17.80%	17.43%	20.28%	22.16%
长期借款	450.00	450.00	450.00	450.00	EBITDA/销售收入	32.45%	25.56%	25.90%	25.50%
其他负债	338.20	665.24	851.02	1044.61	营运能力				
负债合计	1185.33	1794.40	2161.32	2571.96	总资产周转率	0.48	0.51	0.51	0.54
股本	401.08	433.33	433.33	433.33	固定资产周转率	4.41	5.69	5.69	6.37
资本公积	1058.49	2026.24	2026.24	2026.24	应收账款周转率	7.33	7.00	6.81	6.50
留存收益	966.18	1398.33	1983.18	2694.52	存货周转率	1.22	1.30	1.07	1.05
归属母公司股东权益	2425.75	3857.89	4442.75	5154.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.27%	—	—	—
少数股东权益	58.56	58.56	58.56	58.56	资本结构				
股东权益合计	2484.30	3916.45	4501.30	5212.64	资产负债率	32.30%	31.42%	32.44%	33.04%
负债和股东权益合计	3669.64	5710.85	6662.63	7784.60	带息债务/总负债	42.60%	25.08%	20.82%	17.50%
					流动比率	2.45	2.85	2.80	2.80
					速动比率	1.73	2.00	1.94	1.95
					股利支付率	7.50%	7.50%	7.28%	8.02%
					每股指标				
					每股收益	0.82	1.08	1.46	1.78
					每股净资产	5.73	9.04	10.39	12.03
					每股经营现金	-0.05	0.57	0.84	1.35
					每股股利	0.06	0.08	0.11	0.14
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	473.95	613.59	819.29	1001.50					
PE	36.42	27.80	20.59	16.79					
PB	5.23	3.32	2.89	2.49					
PS	8.89	5.41	4.11	3.31					
EV/EBITDA	25.09	19.12	14.03	11.03					
股息率	0.21%	0.27%	0.35%	0.48%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn