

2017年04月18日

# 博晖创新 (300318.SZ)

## 动态分析

### 血制品盈利能力增强，微流控平台放量值得期待

#### 投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 4.04 亿元，同比上升 50.29%，实现归母净利润 2,359.92 万元，同比上升 98.61%，EPS0.03 元。同时发布利润分配预案，每 10 股派发现金红利 0.03 元（含税）。
- ◆ **检测和血制品业务持续转好，公司业绩拐点显现**：公司盈利能力从 2014 年开始逐年下滑，而公司收购的广东卫伦和美国 Advion 公司持续亏损，导致公司 2015 年业绩达到低点。2016 年，随着公司传统检验检测业务的回暖，以及血制品盈利能力的持续提升，公司 2016 年净利实现了接近翻倍的增长。分行业看，公司检验检测领域 2016 年实现收入 2.24 亿元，同比上升 50.72%，营收占比达 55.45%，血制品板块实现营收 1.74 亿元，同比上升 49.88%，营收占比达 42.99%。白蛋白是公司主要血制品产品，2016 年白蛋白实现营收 1.49 亿元，占比达 36.86%。毛利率方面，在 2015 年公司毛利率出现大幅下滑后，2016 年公司毛利率水平有所上升。主要由于公司血制品毛利率水平的提升。2015 年公司传统检验检测行业毛利率 69.23%，而新收购的血制品行业毛利率水平仅为 19.90%，大大拉低了公司整体毛利率水平。随着公司血制品行业布局不断完善，2016 年毛利率上升 18.22PCT 至 38.12%，使得公司整体毛利率水平上升至 53.17%（+5.46PCT）。
- ◆ **传统微量元素检测业务增速平稳，微流控放量提供想象空间**：检验检测业务方面，公司实现收入 2.24 亿元，同比上升 50.72%，其中受益于二胎政策的放开，公司传统微量元素检测领域实现收入 1.08 亿元，同比上升 13.52%，增速平稳。公司以 HPV 检测作为微流控平台的突破口，于 2016 年下半年开始销售，目前处于推广期，2016 年尚未贡献业绩。2017 年公司将加大微流控平台的推广力度，预计 2017 年完成 200-300 台仪器的投放，同时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。由于公司的微流控平台是一个封闭性体系，2018 年开始试剂的量将开始有所体现。
- ◆ **组分调拨获批，血制品盈利能力有望进一步加强**：河北大安 2016 年实现收入 1.74 亿元，同比上升 46.30%，实现扣非后净利润 4,820.01 万元，完成扣非后净利润 4,704.21 万元的业绩承诺。河北大安从 2015 年开始已经实现了盈利，目前正常运营的浆站 3 个，我们预计 2016 年采浆量略低于 100 吨，2017 有望恢复至 100 吨以上。我们认为随着河北大安采浆量的持续上升，规模效应不断拉动血制品毛利率的提升，进一步提升公司业绩水平。广东卫伦方面，公司继续受让广东卫伦 21% 股权，持股比例由 30% 上升至 51%。由于广东卫伦目前拥有的浆站均是新浆站，采浆能力尚未全部释放，2016 年广东卫伦仍处于亏损状态，我们认为随着新浆站逐渐成熟采浆量有望稳定在 60 吨以上，广东卫伦扭亏值得期待。同时，公司组分调拨获批，河北大安可以将血制品生产转移给广东卫伦和绿十字，通过优势互补，河北大安的生产成本有望有一定程度的降低，同时可以提高公司的血浆利用率，公

医药 | 化学制剂 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	8.70 元
股价(2017-04-18)	7.88 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	6,473.28
流通市值(百万元)	4,325.85
总股本(百万股)	821.48
流通股本(百万股)	548.97
12 个月价格区间	7.78/21.90 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.32	0.55	9.21
绝对收益	-6.52	-0.51	-10.77

#### 分析师

徐曼  
 SAC 执业证书编号：S0910516020001  
 xuman@huajinsec.cn  
 021-20655643

#### 报告联系人

郑巧  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20655738

#### 相关报告

博晖创新：组分调拨获批促血制品放量，微流控平台上市值得期待 2016-12-19

司血制品板块毛利率水平有望进一步提升，盈利能力持续增强。

◆ **投资建议：**考虑到未来公司微流控平台的放量以及血制品盈利能力的持续提高，我们看好公司未来的业绩发展。我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.09、0.15 和 0.20 元。维持增持-A 建议，6 个月目标价为 8.70 元，相当于 2017 年 97 倍、2018 年 58 的市盈率。

◆ **风险提示：**微流控平台推广不达预期，调拨进度低于预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	268.8	404.0	671.3	924.6	1,233.0
同比增长(%)	166.3%	50.3%	66.2%	37.7%	33.4%
营业利润(百万元)	10.9	43.6	145.0	243.7	342.5
同比增长(%)	-72.4%	301.2%	232.2%	68.1%	40.6%
净利润(百万元)	11.9	23.6	70.1	120.8	165.7
同比增长(%)	-68.8%	98.6%	196.9%	72.5%	37.2%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.09	0.15	0.20
PE	544.8	274.3	92.4	53.6	39.1
PB	4.7	4.6	4.3	4.0	3.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、检测和血制品业务持续转好，公司业绩拐点显现 .....	4
二、传统微量元素检测业务增速平稳，微流控放量提供想象空间 .....	6
三、组分调拨获批，血制品盈利能力有望进一步加强 .....	6
四、盈利预测 .....	7
五、风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%） .....	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%） .....	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%） .....	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%） .....	4
图 5：2016 年公司营收分产业情况（单位：%） .....	5
图 6：2016 年公司营收分产品情况（单位：%） .....	5
图 7：公司历年毛利率分行业情况（单位：%） .....	5
图 8：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%） .....	5
图 9：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%） .....	6
图 10：公司历年期间费用率情况（单位：%） .....	6
表 1：河北大安批签发情况（单位：瓶，%） .....	7

**事件** 公司发布 2016 年年报, 公司 2016 年全年实现营业收入 4.04 亿元, 同比上升 50.29%, 实现归母净利润 2,359.92 万元, 同比上升 98.61%, EPS0.03 元。同时发利润分配预案, 每 10 股派发现金红利 0.03 元 (含税)。

## 一、检测和血制品业务持续转好, 公司业绩拐点显现

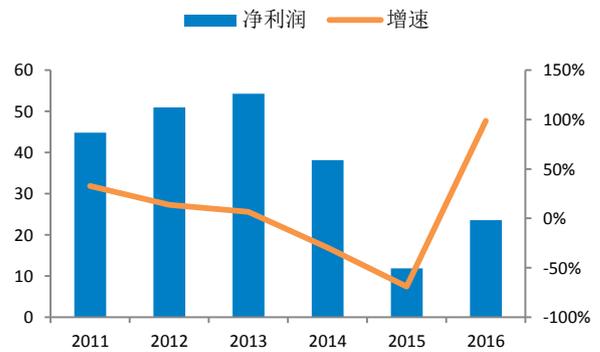
公司发布 2016 年年报, 公司 2016 年全年实现营业收入 4.04 亿元, 同比上升 50.29%, 实现归母净利润 2,359.92 万元, 同比上升 98.61%。公司盈利能力从 2014 年开始逐年下滑, 而公司收购的广东卫伦和美国 Advion 公司持续亏损, 导致公司 2015 年业绩达到低点。2016 年, 随着公司传统检验检测业务的回暖, 以及血制品盈利能力的持续提升, 公司 2016 年净利实现了接近翻倍的增长。

图 1: 公司历年营业收入情况 (单位: 百万元, %)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 2: 公司历年净利润情况 (单位: 百万元, %)



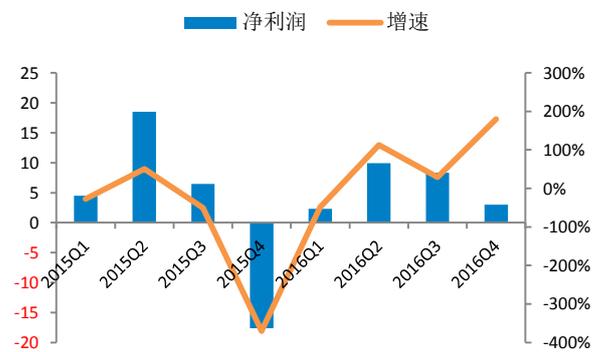
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 3: 公司营业收入分季度情况 (单位: 百万元, %)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4: 公司净利润分季度情况 (单位: 百万元, %)

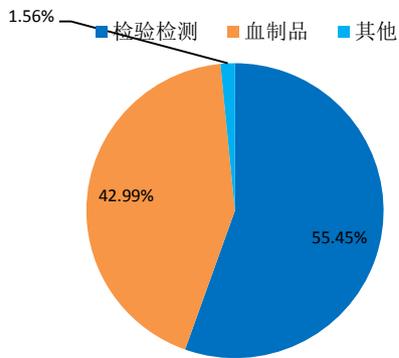


资料来源: wind, 华金证券研究所

分行业看, 公司营收主要来源于检验检测和血制品两大板块。其中检验检测领域 2016 年实现收入 2.24 亿元, 同比上升 50.72%, 营收占比达 55.45%, 血制品板块实现营收 1.74 亿元,

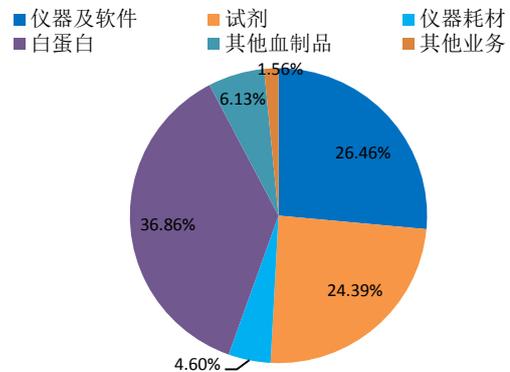
同比上升 49.88%，营收占比达 42.99%。白蛋白是公司主要血制品产品，2016 年白蛋白实现营收 1.49 亿元，占比达 36.86%。

图 5：2016 年公司营收分产业情况（单位：%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

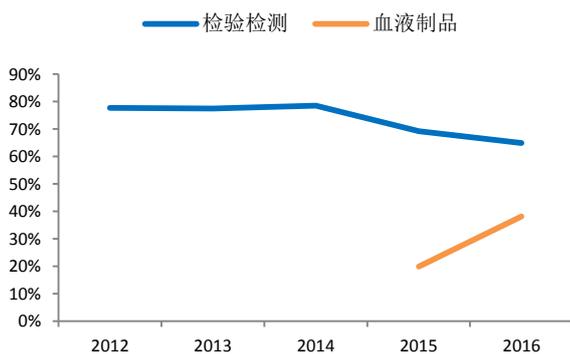
图 6：2016 年公司营收分产品情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

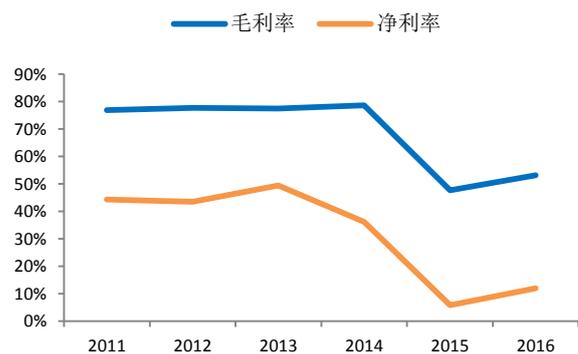
毛利率方面，在 2015 年公司毛利率出现大幅下滑后，2016 年公司毛利率水平有所上升。主要由于公司血制品毛利率水平的提升。2015 年公司传统检验检测行业毛利率 69.23%，而新收购的血制品行业毛利率水平仅为 19.90%，大大拉低了公司整体毛利率水平。随着公司血制品行业布局不断完善，2016 年毛利率上升 18.22PCT 至 38.12%，使得公司整体毛利率水平上升至 53.17% (+5.46PCT)。

图 7：公司历年毛利率分行业情况（单位：%）



资料来源：公司公告，wind，华金证券研究所

图 8：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）

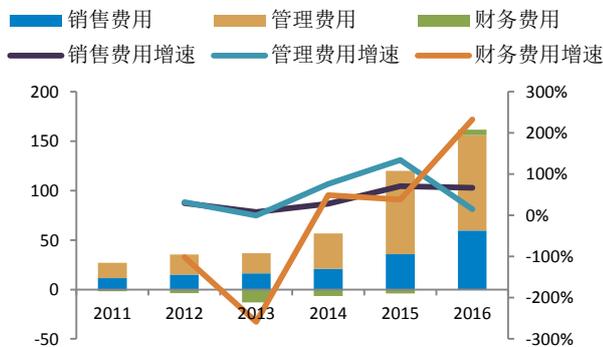


资料来源：wind，华金证券研究所

期间费用方面，由于并表河北大安与 Advion, Inc. 全年的数据，导致公司 2016 年销售费用和财务费用的绝对值具有较大幅度的增长，销售费用和财务费用分别为 5,948.92 万元 (+66.60%) 和 9,673.80 万元 (+15.00%)，财务费用 542.94 万元 (+232.57%)，主要由于公司借款增加导

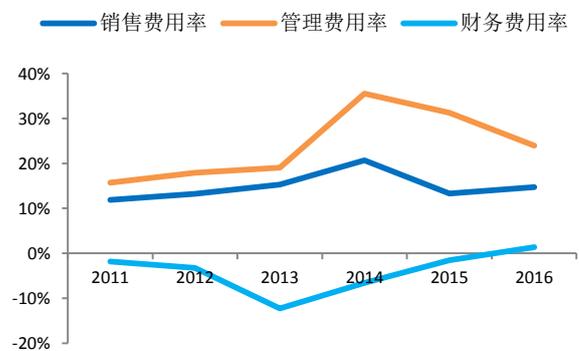
致利息费用增加。从期间费用率角度看，公司 2016 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 14.72% (+1.44PCT)、23.94% (-7.35PCT) 和 1.34% (+2.86PCT)。

图 9：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：公司历年期间费用率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、传统微量元素检测业务增速平稳，微流控放量提供想象空间

检验检测业务方面，公司实现收入 2.24 亿元，同比上升 50.72%，其中受益于二胎政策的放开，公司传统微量元素检测领域实现收入 1.08 亿元，同比上升 13.52%，增速平稳。公司以 HPV 检测作为微流控平台的突破口，于 2016 年下半年开始销售，目前处于推广期，2016 年尚未贡献业绩。2017 年公司将加大微流控平台的推广力度，预计 2017 年完成 200-300 台仪器的投放，同时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。由于公司的微流控平台是一个封闭性体系，2018 年开始试剂的量将开始有所体现。

## 三、组分调拨获批，血制品盈利能力有望进一步加强

河北大安 2016 年实现收入 1.74 亿元，同比上升 46.30%，实现扣非后净利润 4,820.01 万元，完成扣非后净利润 4,704.21 万元的业绩承诺。河北大安从 2015 年开始已经实现了盈利，目前正常运营的浆站 3 个，我们预计 2016 年采浆量略低于 100 吨，2017 有望恢复至 100 吨以上。2016 年河北大安人血白蛋白签发 469,955 瓶，同比上升 42.93%，人免疫球蛋白签发 692,425，同比上升 6,211.42%，经营水平持续好转。我们认为随着河北大安采浆量的持续上升，规模效应不断拉动血制品毛利率的提升，进一步提升公司业绩水平。

表 1：河北大安批签发情况（单位：瓶，%）

产品名称	2016	2015	增长率
人血白蛋白（瓶）	469,955	328,809	42.93%
人免疫球蛋白（瓶）	692,425	10,971	6,211.42%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

广东卫伦方面，公司继续受让广东卫伦 21% 股权，持股比例由 30% 上升至 51%。由于广东卫伦目前拥有的浆站均是新浆站，采浆能力尚未全部释放，2016 年广东卫伦仍处于亏损状态，我们认为随着新浆站逐渐成熟采浆量有望稳定在 60 吨以上，广东卫伦扭亏值得期待。

同时，公司组分调拨获批，河北大安可以将血制品生产转移给广东卫伦和绿十字，通过优势互补，河北大安的生产成本有望有一定程度的降低，同时可以提高公司的血浆利用率，公司血制品板块毛利率水平有望进一步提升，盈利能力持续增强。

## 四、盈利预测

考虑到未来公司微流控平台的放量以及血制品盈利能力的持续提高，我们看好公司未来的业绩发展。我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.09、0.15 和 0.20 元。维持增持-A 建议，6 个月目标价为 8.70 元，相当于 2017 年 97 倍、2018 年 58 的的市盈率。

## 五、风险提示

微流控平台推广不达预期，调拨进度低于预期。

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	268.8	404.0	671.3	924.6	1,233.0	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	140.6	189.2	282.0	380.9	507.9	营业收入增长率	166.3%	50.3%	66.2%	37.7%	33.4%
营业税费	1.1	3.7	4.3	6.0	9.0	营业利润增长率	-72.4%	301.2%	232.2%	68.1%	40.6%
销售费用	35.7	59.5	97.3	124.8	166.5	净利润增长率	-68.8%	98.6%	196.9%	72.5%	37.2%
管理费用	84.1	96.7	147.7	184.9	228.1	EBITDA 增长率	-11.3%	144.3%	105.4%	47.0%	35.1%
财务费用	-4.1	5.4	-3.5	-17.3	-23.0	EBIT 增长率	-79.3%	623.7%	188.4%	60.0%	41.2%
资产减值损失	0.6	1.9	1.0	1.2	1.4	NOPLAT 增长率	-74.3%	568.4%	184.3%	66.0%	38.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	314.1%	21.9%	-33.4%	-3.3%	4.6%
投资和汇兑收益	-	-4.0	2.5	-0.5	-0.7	净资产增长率	76.6%	18.8%	10.5%	13.9%	16.8%
<b>营业利润</b>	10.9	43.6	145.0	243.7	342.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	3.9	6.0	4.5	4.8	5.1	毛利率	47.7%	53.2%	58.0%	58.8%	58.8%
<b>利润总额</b>	14.7	49.6	149.5	248.5	347.6	营业利润率	4.0%	10.8%	21.6%	26.4%	27.8%
减:所得税	-0.7	1.5	6.5	1.9	9.4	净利润率	4.4%	5.8%	10.4%	13.1%	13.4%
<b>净利润</b>	11.9	23.6	70.1	120.8	165.7	EBITDA/营业收入	13.4%	21.8%	26.9%	28.7%	29.1%
						EBIT/营业收入	2.5%	12.1%	21.1%	24.5%	25.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	38.0%	27.2%	40.0%	41.1%	41.3%
货币资金	111.3	46.1	685.5	945.4	1,220.3	负债权益比	61.3%	37.4%	66.6%	69.8%	70.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.65	0.87	1.16	1.35	1.52
应收帐款	47.1	77.0	198.8	112.2	321.1	速动比率	0.24	0.27	0.86	0.82	1.06
应收票据	1.7	1.6	3.0	3.9	5.3	利息保障倍数	-1.66	9.04	-40.67	-13.07	-13.90
预付帐款	11.7	9.1	52.3	3.1	76.9	<b>营运能力</b>					
存货	310.1	322.0	325.7	683.6	719.4	固定资产周转天数	366	297	167	110	74
其他流动资产	10.1	10.3	8.8	9.7	9.6	流动营业资本周转天数	-239	-185	-154	-194	-132
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	655	427	467	590	600
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	52	55	74	61	63
长期股权投资	150.0	146.0	146.0	146.0	146.0	存货周转天数	218	282	174	196	205
投资性房地产	15.8	23.2	23.2	23.2	23.2	总资产周转天数	1,921	1,855	1,314	1,181	1,033
固定资产	340.9	326.8	297.1	267.3	237.6	投资资本周转天数	952	1,133	624	356	268
在建工程	35.0	34.4	34.4	34.4	34.4	<b>费用率</b>					
无形资产	114.5	106.6	97.2	87.9	78.5	销售费用率	13.3%	14.7%	14.5%	13.5%	13.5%
其他非流动资产	922.0	991.4	935.0	941.0	946.0	管理费用率	31.3%	23.9%	22.0%	20.0%	18.5%
<b>资产总额</b>	2,070.2	2,094.3	2,807.0	3,257.8	3,818.3	财务费用率	-1.5%	1.3%	-0.5%	-1.9%	-1.9%
短期债务	21.4	42.9	-	-	-	三费/营业收入	43.0%	40.0%	36.0%	31.6%	30.1%
应付帐款	645.9	378.1	1,026.1	1,198.0	1,430.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	0.9%	1.7%	4.7%	7.5%	9.4%
其他流动负债	84.4	112.9	70.6	108.7	115.8	ROA	0.7%	2.3%	5.1%	7.6%	8.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	2.6%	4.2%	9.7%	24.2%	34.6%
其他非流动负债	35.2	36.1	25.9	32.4	31.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	786.9	569.9	1,122.6	1,339.1	1,578.2	DPS(元)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02
少数股东权益	-105.1	105.1	177.9	303.6	476.1	分红比率	10.2%	10.4%	9.8%	10.2%	10.1%
股本	409.1	821.5	821.5	821.5	821.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
留存收益	977.2	621.8	685.0	793.6	942.5						
<b>股东权益</b>	1,283.3	1,524.4	1,684.4	1,918.7	2,240.1						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	15.5	48.1	70.1	120.8	165.7	EPS(元)	0.01	0.03	0.09	0.15	0.20
加:折旧和摊销	31.9	43.9	39.1	39.1	39.1	BVPS(元)	1.69	1.73	1.83	1.97	2.15
资产减值准备	0.6	1.9	-	-	-	PE(X)	544.8	274.3	92.4	53.6	39.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	4.6	4.3	4.0	3.7
财务费用	0.5	6.9	-3.5	-17.3	-23.0	P/FCF	-7.8	-31.4	13.1	42.4	52.1
投资损失	-	4.0	-2.5	0.5	0.7	P/S	24.1	16.0	9.6	7.0	5.3
少数股东损益	3.6	24.5	72.9	125.7	172.4	EV/EBITDA	82.9	73.4	32.7	21.7	15.8
营运资金的变动	123.8	-97.5	484.0	-14.0	-85.5	CAGR(%)	151.6%	91.5%	57.6%	151.6%	91.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	89.0	78.0	660.1	254.8	269.5	PEG	3.6	3.0	1.6	0.4	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-226.1	-106.3	2.5	-0.5	-0.7	ROIC/WACC	0.2	0.4	0.9	2.3	3.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-81.4	-37.2	-23.1	5.6	6.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn