

非金融公司 | 公司深度 | 博雅生物 (300294)

聚焦主业提升盈利能力



| 报告要点

公司为血制品细分龙头，核心产品人纤维蛋白原持续多年市占率第一，由于收得率具备优势，吨浆利润处于行业领先地位。在华润央企赋能下，公司有望拓展浆站数量，采浆量有望提升。新品人凝血酶原复合物和人凝血因子VIII逐步放量，明年有望获批的第四代静丙有望贡献业绩新增长点。公司未来将逐步剥离现有非血资产，盈利能力有望继续提升。同时公司外延并购有望拓展业务规模，目前已公告收购绿十字（香港），2023年绿十字在中国浆站4家，采浆量104吨，两者在区域布局、产品收得率、产品品牌上优势互补；关联方丹霞生物有望整合。

| 分析师及联系人



郑薇

SAC: S0590521070002

博雅生物(300294)

聚焦主业提升盈利能力

行业：医药生物/生物制品
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：31.32 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 504/504
 流通A股市值(百万元) 15,793.07
 每股净资产(元) 15.03
 资产负债率(%) 7.06
 一年内最高/最低(元) 41.98/22.91

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 盈利能力提升的血制品细分龙头

公司为华润大健康板块的血制品平台，拥有9个品种23个规格产品，覆盖人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类，其中核心产品人纤维蛋白原持续多年市占率第一，同时公司吨浆利润处于行业领先地位。2019-2023年公司血制品收入CAGR 9.0%，净利润CAGR 11.1%，维持稳定增长。2021年华润医药控股公司后提出聚焦血制品主业战略规划，2023年公司剥离部分非血资产，2024年前三季度净利率达33.1%，同比增加11.5pp。

➤ 供需齐振有望驱动行业快速发展

鉴于血制品资源特殊性，行业长期处于供不应求/紧平衡状态。2023年中国市场规模超500亿元，预计2030年增长至950亿元，CAGR达9.6%，增速显著高于全球水平。中国渗透率不及美国等发达国家的1/4，仍有较大提升空间。中长期来看，供给端，随着各地“十四五”规划陆续执行，国家加强产业扶持力度，中国单采血浆站数量有望增加，采浆量有望持续提升；需求端，随着老龄化驱动诊疗人次增长，临床应用的普及，叠加医保支付范围的扩大，血制品需求有望提升。

➤ 内生外延双轮驱动

新浆站+新产品驱动内生增长。公司提出十四五力争浆站数量、采浆规模翻番，目前公司浆站16家，2024Q1-3采浆量387吨(yoy+12%)，在华润央企赋能下，公司采浆量有望持续提升。2020-2022年公司相继获批人凝血酶原复合物和人凝血因子VIII，第四代静丙正在上市申请，新品上市放量有望贡献业绩增量。同时外延并购拓展业务规模，公司已公告拟收购绿十字，2023年绿十字在中国浆站4家，采浆量104吨，双方在区域布局、收得率、品牌优势互补；关联方丹霞生物有望整合。

➤ 血制细分龙头吨浆利润领先，给予“买入”评级

在不考虑收购绿十字并表情况下，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为17.96/19.76/21.78亿元，同比增速分别为-32.29%/10.03%/10.26%，归母净利润分别为5.34/5.92/6.62亿元，同比增速分别为124.87%/10.94%/11.66%，EPS分别为1.06/1.17/1.31元，3年CAGR为40.71%。鉴于公司为血制品细分龙头，吨浆利润处于行业领先地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料供应不足风险、新产品研发风险、产品质量控制风险、医药政策风险、商誉减值风险

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2759 | 2652 | 1796 | 1976 | 2178 |
| 增长率(%) | 4.08% | -3.87% | -32.29% | 10.03% | 10.26% |
| EBITDA(百万元) | 617 | 437 | 953 | 1039 | 1127 |
| 归母净利润(百万元) | 432 | 237 | 534 | 592 | 662 |
| 增长率(%) | 25.45% | -45.06% | 124.87% | 10.94% | 11.66% |
| EPS(元/股) | 0.86 | 0.47 | 1.06 | 1.17 | 1.31 |
| 市盈率(P/E) | 36.5 | 66.5 | 29.6 | 26.7 | 23.9 |
| 市净率(P/B) | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 22.6 | 27.1 | 10.4 | 9.0 | 7.8 |

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年12月02日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司为血制品细分龙头，核心产品人纤维蛋白原持续多年市占率第一，由于收得率具备优势，吨浆利润处于行业领先地位。在华润央企赋能下，公司有望拓展浆站数量，采浆量有望提升。新品人凝血酶原复合物和人凝血因子VIII逐步放量，明年有望获批的第四代静丙有望贡献业绩新增长点。同时公司外延并购有望拓展业务规模，目前已公告收购绿十字(香港)，2023年绿十字在中国浆站4家，采浆量104吨，两者在区域布局、产品收得率、产品品牌上优势互补；关联方丹霞生物有望整合，丹霞浆站17家(已有9个浆站开采)，2023年已盈利。

核心假设

- 血制品业务：随着未来浆站数量的拓展，新浆站采浆量的爬坡，公司采浆量有望持续提升。人血白蛋白和静丙有望随着采浆量的提升而稳定增长；人纤维蛋白原2024年受集采降价和竞争加剧影响收入增速，考虑到公司多年来为该细分龙头，具备品牌和渠道优势，我们预计公司有望维持行业领先地位。新产品人凝血酶原复合物和人凝血因子VIII预计逐步放量。我们预计公司血制品业务2024-2026年收入分别为15.68/17.48/19.51亿元，同比增速分别为8.00%/11.48%/11.60%。
- 生化类用药业务：2024年受集采政策等影响，主要产品缩宫素注射液、垂体后叶注射液收入降幅较大，后续预计集采影响有所减弱，销售收入维持稳定。我们预计公司生化类用药业务2024-2026年收入分别为2.18/2.18/2.18亿元，同比增速分别为-35%/0%/0%。

盈利预测、估值与评级

在不考虑收购绿十字并表情况下，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为17.96/19.76/21.78亿元，同比增速分别为-32.29%/10.03%/10.26%，归母净利润分别为5.34/5.92/6.62亿元，同比增速分别为124.87%/10.94%/11.66%，EPS分别为1.06/1.17/1.31元，3年CAGR为40.71%。可比公司2025年平均PE为21倍，鉴于公司为血制品细分龙头，吨浆利润处于行业领先地位，综合绝对估值和相对估值法，我们给予公司2025年32倍PE，目标价37.63元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，公司新浆站采浆量爬坡，新产品放量驱动业绩增长，外延收购绿十字并表将提供业绩增量，关联方丹霞生物也有望推进整合。
- 长期来看，政策驱动行业浆站数量和采浆量增长，老龄化驱动诊疗人次增加、新冠疫情提升血制品临床认知度等因素有望驱动血制品需求提升，血制品市场规模有望持续增长。自2001年起中国未再批准设立新的血液制品生产企业，行业为存量竞争，2014年至今行业收并购事件超20件，参考全球CR5达80-85%，中国CR5仅51.7%，中国行业整合为大势所趋，浆站资源丰富的龙头(尤其有央企资源禀赋)、研发能力强、血浆利用率高的企业更具备竞争优势。

正文目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 聚焦血制品业务发展 | 6 |
| 1.1 华润控股注入新活力 | 6 |
| 1.2 剥离非血资产提升盈利能力 | 8 |
| 2. 供需齐振有望驱动血制品快速发展 | 10 |
| 2.1 供给侧：血浆供给量有望提升 | 12 |
| 2.2 需求侧：临床端和支付端等多方面提振需求 | 15 |
| 3. 内生外延双轮驱动 | 20 |
| 3.1 内生：新浆站+新产品驱动业绩增长 | 20 |
| 3.2 外延：收并购拓展业务规模 | 24 |
| 4. 盈利预测、估值与投资建议 | 28 |
| 4.1 盈利预测 | 28 |
| 4.2 估值与投资建议 | 30 |
| 5. 风险提示 | 31 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1： 公司发展历程 | 6 |
| 图表 2： 公司股权结构 | 7 |
| 图表 3： 公司管理层 | 8 |
| 图表 4： 2019 年-2024 年前三季度公司营收 | 8 |
| 图表 5： 2019 年-2024 年前三季度公司归母净利润 | 8 |
| 图表 6： 2019-2023 年公司业务结构 | 9 |
| 图表 7： 2019 年-2024 年前三季度公司毛利率和净利率 | 9 |
| 图表 8： 2019 年-2024 年前三季度公司费用率 | 9 |
| 图表 9： 2019-2024H1 公司各业务板块净利率 | 10 |
| 图表 10： 主要血制品分类及其用途 | 10 |
| 图表 11： 1996-2027E 全球血制品行业规模 | 11 |
| 图表 12： 2023-2030E 中国血制品行业规模 | 11 |
| 图表 13： 部分国家血制品渗透率 | 11 |
| 图表 14： 2018-2023 年中国血制品行业进口和国产占比 | 12 |
| 图表 15： 2023 年中国血制品行业竞争格局 | 12 |
| 图表 16： 部分地区血制品行业十四五规划发展目标 | 12 |
| 图表 17： 2008-2023 年中国在营单采血浆站数量 | 13 |
| 图表 18： 2018-2023 年中国血制品采浆量 | 13 |
| 图表 19： 2014 年至今血制品行业主要收并购事件 | 14 |
| 图表 20： 2014-2022 年中国医疗卫生机构诊疗人次 | 15 |
| 图表 21： 可使用人血白蛋白的适应证 | 16 |
| 图表 22： 静脉注射免疫球蛋白的临床应用 | 16 |
| 图表 23： 全球静丙获批和在研的适应证 | 17 |
| 图表 24： 中国静丙获批的适应证 | 18 |
| 图表 25： 静丙纳入新冠诊疗指南 | 19 |

| | | |
|--------|------------------------------------|----|
| 图表 26: | 血制品在国家医保目录的调整情况..... | 19 |
| 图表 27: | 2019-2024 年 8 月博雅生物浆站数量..... | 21 |
| 图表 28: | 2019 年-2024 年前三季度博雅生物采浆量..... | 21 |
| 图表 29: | 公司血制品业务研发情况..... | 21 |
| 图表 30: | 2019-2024H1 母公司（血制品业务）业绩（百万元）..... | 22 |
| 图表 31: | 2019-2024H1 母公司（血制品业务）毛利率和净利率..... | 22 |
| 图表 32: | 2019-2024H1 公司核心产品收入（亿元）..... | 23 |
| 图表 33: | 2019-2024H1 公司各产品毛利率..... | 23 |
| 图表 34: | 2023 年人纤维蛋白原竞争格局..... | 23 |
| 图表 35: | 2023 年人凝血酶原复合物竞争格局..... | 23 |
| 图表 36: | 2023 年各公司吨浆利润..... | 24 |
| 图表 37: | 2023 年各公司血制品收入结构..... | 24 |
| 图表 38: | 2021-2023 年各公司人血白蛋白毛利率..... | 24 |
| 图表 39: | 2021-2023 年各公司静丙毛利率..... | 24 |
| 图表 40: | 博雅生物收购绿十字股权结构..... | 25 |
| 图表 41: | 博雅生物和绿十字产品对比..... | 25 |
| 图表 42: | 2021-2023 年 9 月绿十字（中国）业绩..... | 26 |
| 图表 43: | 博雅生物和丹霞生物关联事件..... | 27 |
| 图表 44: | 博雅生物与丹霞生物的股权关系..... | 27 |
| 图表 45: | 丹霞生物采浆量（吨）..... | 28 |
| 图表 46: | 公司盈利预测..... | 29 |
| 图表 47: | FCFF 模型关键假设..... | 30 |
| 图表 48: | FCFF 估值明细（百万元）..... | 30 |
| 图表 49: | FCFF 估值敏感性分析..... | 30 |
| 图表 50: | 相对估值表..... | 31 |

1. 聚焦血制品业务发展

1.1 华润控股注入新活力

博雅生物为华润大健康板块的血制品平台，同时是血制品行业细分龙头，核心产品人纤维蛋白原持续多年市占率第一，由于产品收得率具备优势，吨浆利润处于行业领先地位。公司成立于1993年；2012年于深交所上市；2021年华润医药入主，成为公司控股股东，提出聚焦血制品主业的战略规划，2023年公司逐步剥离非血制品业务；2024年7月公司公告拟收购血制品企业绿十字（香港）100%股权，大力拓展浆站资源。

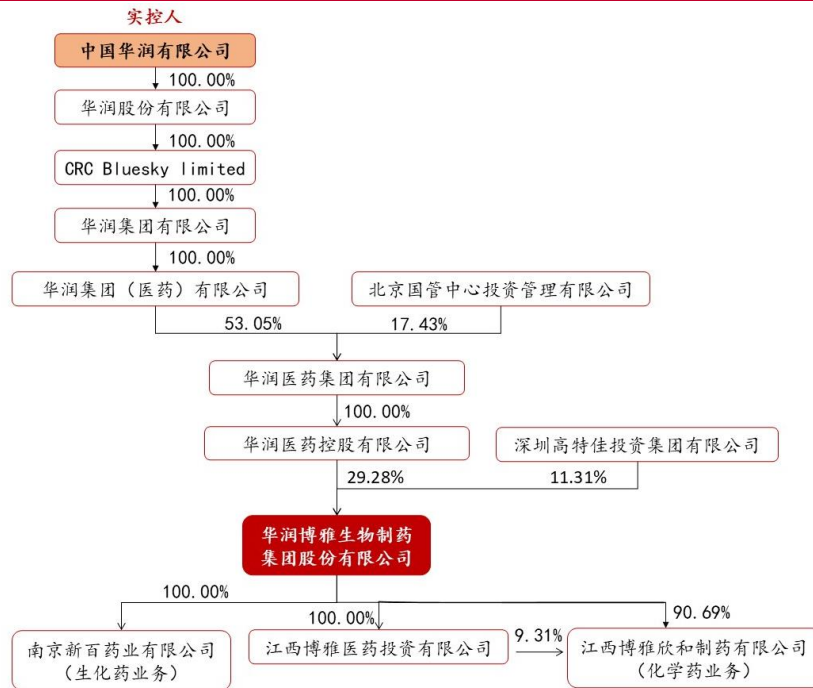
图表1：公司发展历程

| 年份 | 重要事件 |
|------|--|
| 1993 | 公司建立，前身为抚州市中心血站 |
| 2001 | 进行股份制改革，更名为江西博雅生物制药股份有限公司 |
| 2007 | 控股股东变更为深圳高特佳投资集团 |
| 2012 | 在深交所创业板上市 |
| 2013 | 收购并控股贵州天安药业，定位糖尿病治疗药及慢性病服务专业提供商 |
| 2014 | 设立江西博雅欣和制药有限公司，定位高端小分子化学原料药与制剂一体化专业制造商 |
| 2015 | 收购南京新百业药业，定位骨科及产科等治疗药专业制造商 |
| 2017 | 收购广东复大医药，定位为规模化、专业化的血制品经销商 |
| 2021 | 控股股东变更为华润医药 |
| 2023 | 转让复大医药75%的股权，转让天安药业89.681%的股权 |
| 2024 | 收购绿十字香港100%股权 |

资料来源：公司官网，国联证券研究所

背靠央企，股权结构稳定。公司第一大股东为华润医药控股有限公司，持股比例为29.28%，公司实际控制人为中国华润有限公司，第二大股东为深圳高特佳，持股比例为11.31%。非血液制品业务主要有下属子公司新百药业（生化领域药品的研究与开发）、博雅欣和（抗感染类、糖尿病类、心脑血管类药品的研发、生产和销售）。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所 注：截止 2024 年三季度

华润系高管注入新活力。梁小明先生现任公司总裁，历任公司质检部部长、副总经理、常务副总经理。华润医药成为控股股东后，华润系高管上任注入新活力，如张栓红先生现任公司副总裁，曾任华润纺织人力资源部高级经理、副总经理，华润三九人力资源中心副总经理；梁化成先生现任公司副总裁、财务总监、董事会秘书，曾任华润九新药业财务总监，华润三九抗感染事业部助理总经理、副总经理兼财务总监。

图表3：公司管理层

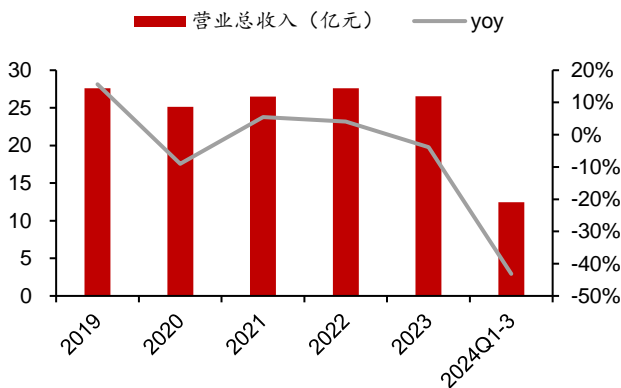
| | |
|---|--|
| <p>梁小明 总裁</p> <ul style="list-style-type: none"> 本科学历，EMBA，注册执业药师，高级工程师职称 历任博雅生物质检部部长、副总经理、常务副总经理 现任博雅生物总裁 | <p>张拴红 副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"> 四川大学硕士研究生毕业 曾任职于华润纺织（集团）有限公司人力资源部高级经理、副总经理，华润三九医药股份有限公司人力资源部中心副总经理等 现任博雅生物副总裁 |
| <p>李寿孙 副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"> 毕业于江西财经大学，工商管理硕士（MBA） 曾任职于诚志股份有限公司，江西济民可信集团有限公司。历任博雅生物财务副总监、总经理助理 现任博雅生物副总监 | <p>梁化成 副总裁，财务总监，董事会秘书</p> <ul style="list-style-type: none"> 湖北经济学院本科，厦门大学硕士 曾任华润九新药业财务总监，华润三九抗感染事业部助理总经理、副总经理兼财务总监、华润医药集团财务管理部副总经理（外派财务总监） 现任博雅生物副总监、财务总监、董事会秘书 |
| <p>任辉 副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"> 沈阳药科大学经济学学士学位，中级经济师 曾任华润医药集团有限公司投资与法务部总监、董事会办公室总监、法律合规部副总经理、纪委办公室主任、党委办公室主任、办公室总经理，东阿阿胶副总裁 现任博雅生物副总监 | <p>陈兵 副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"> 毕业于沈阳药科大学 曾就职于北京第三制药厂、江西济民可信医药有限公司 现任博雅生物副总监，负责公司及成员企业的营销管理工作 |

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

1.2 剥离非血资产提升盈利能力

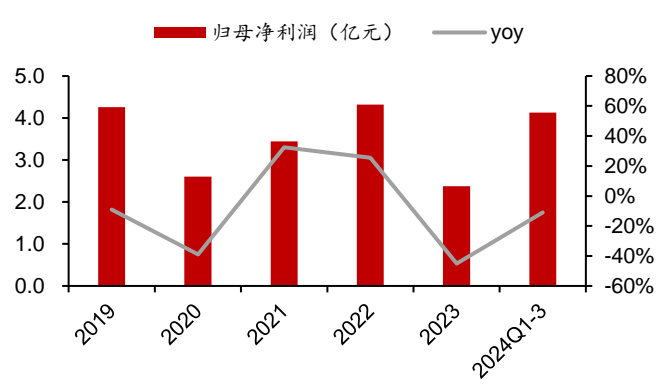
非血资产剥离影响短期业绩。2019-2023 年公司营收 CAGR 达-1.00%，归母净利润 CAGR 达-13.60%。2020 年业绩下滑主要受采浆量减少导致血制品销售下滑，诊疗量和手术量减少导致生化类药物销售下滑影响；2021-2022 年恢复增长；2023 年业绩下滑主要由于公司 2023 年 9 月和 11 月分别转让复大医药和天安药业股权，转让后不再纳入合并报表，以及计提收购新百药业商誉减值准备 2.98 亿元。2024 年前三季度公司营收达 12.45 亿元，同比下降 43.16%，归母净利润 4.13 亿元，同比下降 11.07%，主要受复大医药和天安药业不再纳入合并报表影响。

图表4：2019 年-2024 年前三季度公司营收



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表5：2019 年-2024 年前三季度公司归母净利润

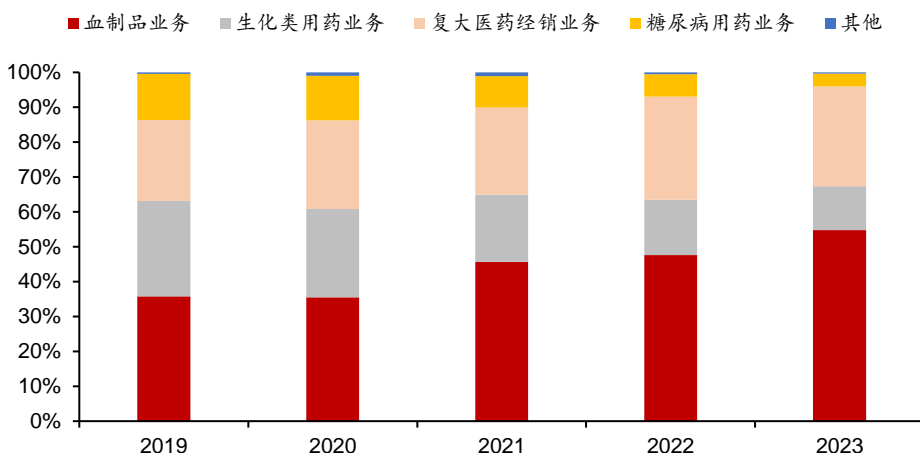


资料来源：iFinD，国联证券研究所

公司血制品业务占比从 2019 年 36% 提升至 2023 年 55%，2023 年复大医药和糖尿

病业务已剥离，我们预计 2024 年公司血制品业务占比持续提升。

图表6：2019-2023 年公司业务结构

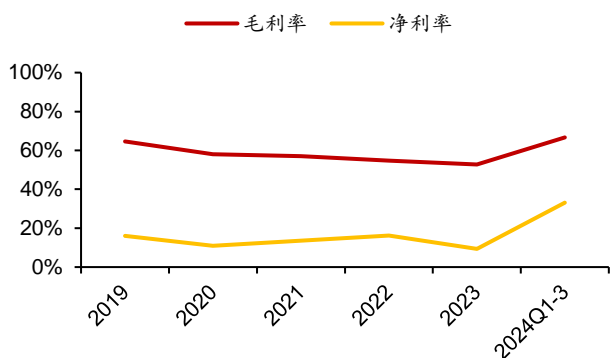


资料来源：公司公告，国联证券研究所

逐步剥离非血资产提升盈利能力。在剥离复大医药和天安药业后，2024 年前三季度公司毛利率为 66.67%，同比增加 16.63pp，净利率为 33.12%，同比增加 11.48pp。费用端，销售费用率和财务费用率整体逐年减少，管理费用率和研发费用率 2024 年前三季度有所增加。

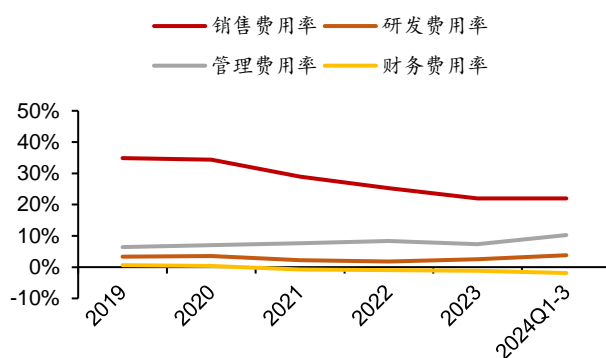
对于其他非血业务，公司公告表示将多渠道、多方式推进新百药业和博雅欣和的资产处置工作，随着净利率较低的非血资产逐步剥离，公司内生盈利能力有望继续提升。

图表7：2019 年-2024 年前三季度公司毛利率和净利率



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表8：2019 年-2024 年前三季度公司费用率



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表9：2019-2024H1 公司各业务板块净利率

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024H1 |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 母公司博雅生物 (血制品业务) | 34.43% | 18.69% | 31.22% | 37.09% | 37.11% | 40.39% |
| 新百药业 (生化药业业务) | 12.47% | 10.11% | 7.61% | 6.76% | 7.12% | 7.88% |
| 欣和药业 (化学药业业务) | -140.67% | -119.76% | -355.18% | -548.89% | -546.67% | -242.98% |
| 复大医药(药品经 销业务,已剥离) | 5.57% | 6.19% | 6.66% | 5.25% | 5.30% | / |
| 天安药业(糖尿病 业务,已剥离) | 18.74% | 16.62% | 13.53% | 15.26% | 15.35% | / |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

2. 供需齐振有望驱动血制品快速发展

血液制品主要分为三大类，分别为人血白蛋白、人免疫球蛋白类和凝血因子类。

人血白蛋白主要作用为调节血浆胶体渗透压、扩充血容量，治疗创伤性、出血性休克、严重烧伤及低蛋白血症；人免疫球蛋白类产品主要用于免疫球蛋白缺乏症、自身免疫性疾病以及各类感染性疾病的预防与治疗；凝血因子类产品用于治疗各种凝血障碍类疾病。

图表10：主要血制品分类及其用途

| 种类 | 产品名称 | 适应症 |
|-------|---------------|--|
| 白蛋白 | 人血白蛋白 | 主要用于纠正急性血容量减少；调节渗透压，防治和控制休克；用于体外循环 |
| | 人免疫球蛋白 | 预防麻疹和传染性疾病，若与抗生素合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效 |
| 免疫球蛋白 | 静脉注射免疫球蛋白(静丙) | 增强免疫力，治疗原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺乏症和自身免疫性疾病等 |
| | 乙肝免疫球蛋白 | 主要用于乙肝的被动免疫、治疗和肝移植等 |
| | 破伤风免疫球蛋白 | 主要用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风杆菌(TAT)有过敏反应者 |
| | 狂犬病免疫球蛋白 | 主要用于狂犬病被动免疫和治疗 |
| 凝血因子类 | 人凝血因子VIII | 主要用于治疗甲型血友病和获得性凝血因子VIII缺乏而导致的出血症 |
| | 人凝血酶原复合物 | 主要治疗先天性和获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏症，如乙型血友病等 |
| | 人纤维蛋白原 | 主要用于治疗异常纤维蛋白血症，纤维蛋白原缺乏症 |

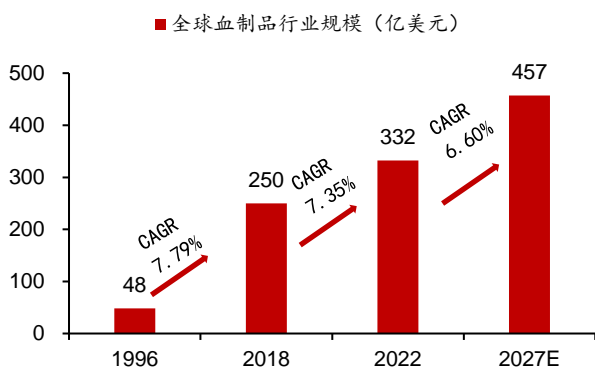
资料来源：《中国血液制品行业分析》(中国生物工程杂志，作者李敏，2016年)，国联证券研究所

全球血制品行业规模持续增长。根据MRB和Research and Markets，随着患者人数增长，免疫球蛋白和白蛋白使用率的提升，以及区域市场的扩展，全球血制品行业规模持续增长，2022年达332亿美元，2018-2022年CAGR为7.35%，预计2027年

行业规模增长至 457 亿美元，CAGR 达 6.60%。

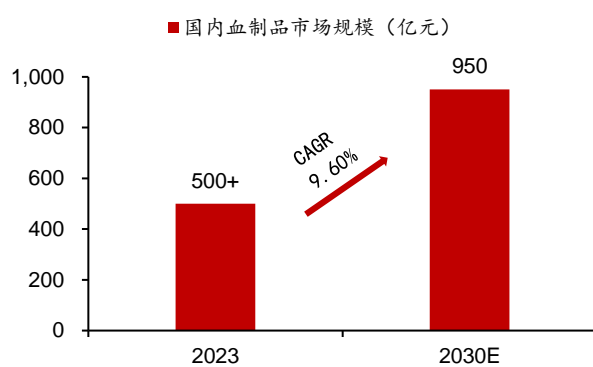
中国血制品增速显著高于全球发展水平。根据派林生物公告，2023 年中国血制品行业市场规模超 500 亿元，预计到 2030 年增长至 950 亿元，CAGR 达 9.6%。我们认为，国内供给端采浆量有望提升，需求端老龄化趋势加剧，血制品临床认知度提升，有望驱动中国血液制品市场持续扩容。

图表11：1996-2027E 全球血制品行业规模



资料来源：MRB, Research and Markets, 国联证券研究所

图表12：2023-2030E 中国血制品行业规模



资料来源：派林生物公告, 国联证券研究所

中国血制品渗透率仍有较大提升空间，且需求呈现上升趋势。其中，中国人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子类产品的人均使用量分别不及美、加、日国家的 1/5、1/4、1/50。与欧洲地区相比，中国血制品人均使用量亦较低。

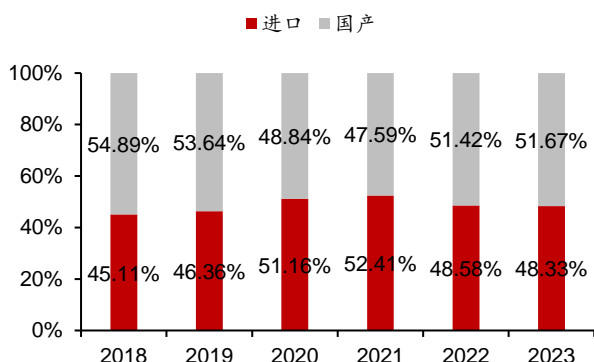
图表13：部分国家血制品渗透率

| 地区 | 人血白蛋白 | 免疫球蛋白 | 凝血因子类产品 |
|-------|-------------------------|---------------------------|-------------------|
| 美、加、日 | 0.5g/人/年 需求呈下降趋势 | 0.04g/人/年 需求呈上升趋势 | >5IU 需求稳定 |
| 欧洲 | 0.1~0.3g/人/年 需求呈下降趋势 | 0.02~0.03g/人/年 需求呈上升趋势 | 1~3IU 需求上升 |
| 中国 | <0.1g/人/年 需求呈上升趋势 | <0.01g/人/年 需求呈上升趋势 | <0.1IU 需求呈上升趋势 |

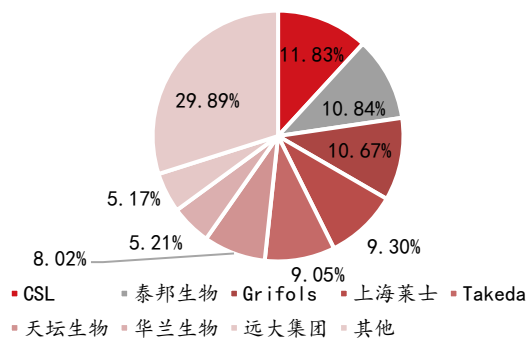
资料来源：卫光生物招股书, 国联证券研究所

全球 CR5 高达 80-85%，集中度凸显。由于血制品的安全性要求较高，全球对行业的监管逐步加强，加上血制品企业的兼并重组，血制品行业集中度逐步提升，全球主要血液制品企业从上世纪 70 年代的 102 家减少到不足 20 家（不含中国），其中美国 5 家，欧洲 8 家。营收排名前五位的企业市场份额为 80%-85%，核心企业为 CSL Behring、Baxter、Grifols、Octapharma、Takeda 等公司。

中国 CR5 达 51.70%，仍有提升空间。2023 年中国血制品行业进口企业和国产企业占比分别 48.33%、51.67%，2020 年之后国产占比逐步提升。行业集中度较高，2023 年 CR5 为 51.70%，与 2018 年 CR5 相比提升 1.55pct，但仍跟全球集中度有差距。占比前五名企业分别为 CSL、泰邦生物、Grifols、上海莱士、Takeda，各家企业市占率差距不大，进口企业主要以销售人血白蛋白和重组人凝血因子为主。

图表14：2018-2023 年中国血制品行业进口和国产占比


资料来源：PDB，国联证券研究所

图表15：2023 年中国血制品行业竞争格局


资料来源：PDB，国联证券研究所

2.1 供给侧：血浆供给量有望提升

2.1.1 浆站数量和采浆量有望增长

中国十四五规划提出要加强生物安全风险防控，“十四五”期间，中国主要省市也提出了关于血液制品行业的发展目标，其中内蒙古、河南、云南等地区提出新增单采血浆站的发展规划。

图表16：部分地区血制品行业十四五规划发展目标

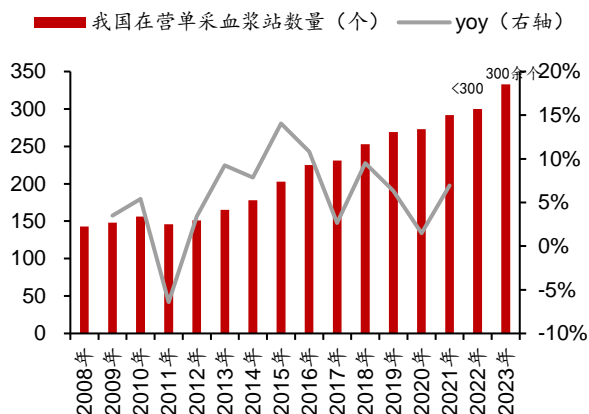
| 省份 | 发展目标 |
|-----|---|
| 内蒙古 | 2022-2025 年全区规划设置 10 个单采血浆站，其中，呼和浩特市 2 个、通辽市 2 个、赤峰市 2 个、乌兰察布市 1 个、鄂尔多斯市 1 个、巴彦淖尔市 2 个。 |
| 云南 | 全省共设置单采血浆站 19 个（含 2 个试点单采血浆站），其中昆明 4 个、曲靖 3 个、昭通 4 个，楚雄 2 个、保山 2 个、普洱 2 个、临沧 2 个。 |
| 河南 | 十四五期间规划 7 家单采血浆站，加大单采血浆站监督管理力度，杜绝非法采供血现象发生。 |
| 吉林 | 在长春市辖区内设置 2 家单采血浆站作为试点 |
| 江西 | “十四五”期间，在“十三五”规划基础上，全省新增单采血浆站总数不超过 4 个。 |
| 辽宁 | 至“十四五”期末，全省单采血浆站设置原则上不超过 1 家。 |
| 湖南 | 十四五”期间全省不增设单采血浆站。 |
| 四川 | 将试点采浆点按照相关规定和程序设置为单采血浆站，规划期内原则上不再新增其他单采血浆站。 |
| 山东 | 到 2025 年要建设生物制品（疫苗、血液制品等）和药物安全性评价中心等 15 个专业技术中心。 |

| | |
|-----|---|
| 广东 | 在有地方病或者经血传播的传染病流行、高发的地区不得新设置单采血浆站和采浆。上一年度和本年度无偿献血未能满足临床应急用血需求的地级市，不得新增设置单采血浆站。所属单采血浆站在3年内未能达到年采集量不少于30吨要求的血液制品生产单位，不得新增设置单采血浆站。 |
| 黑龙江 | 根据我省当前人口状况、临床用血保障情况和单采血浆站设置现状，经研究，决定“十四五”期间全省不再新增设置单采血浆站。 |
| 山西 | 2025年之前，全省单采血浆站保持现有数量，原则上不再增加。 |
| 重庆 | 保留原设置的12个单采血浆站，在设置血液中心、中心血站、中心血库的行政区域内，不设置单采血浆站。在1个单采血浆行政区域内原则只准设置1个单采血浆站。 |
| 湖北 | 强化单采血浆站监督管理，健全无偿献血长效机制 |

资料来源：各部委，各省政府，国联证券研究所

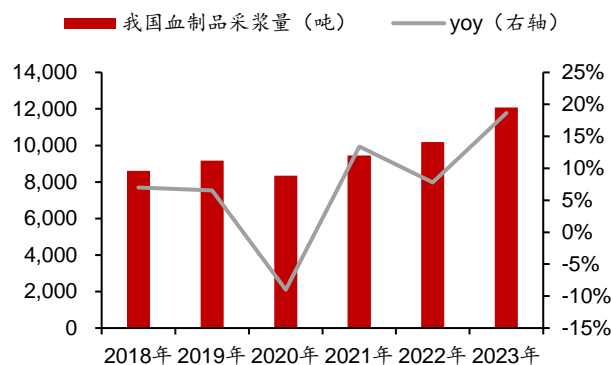
2023年中国单采血浆站数量达300余个。“十三五”期间2015-2020年达6.10%，“十四五”期间2020-2023年预计CAGR约为7%，增速有所提升。2023年中国采浆量约12000吨，仅占全球采浆量约18%，2018-2023年中国采浆量CAGR约达7%。随着“十四五”期间各地新增单采血浆站规划执行落地，中国单采血浆站数量有望增长，采浆量有望持续提升。同时单采血浆站审批有望向研发能力强、血浆综合利用率高企业倾斜，龙头企业有望受益。

图表17：2008-2023年中国在营单采血浆站数量



资料来源：前瞻产业研究院、上海莱士公告，国联证券研究所

图表18：2018-2023年中国血制品采浆量



资料来源：华兰生物公告、派林生物公告、博雅生物公告，国联证券研究所

2.1.2 行业整合提升集中度

2001年5月国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001—2005年）的通知》中规定，国家实行血液制品生产企业总量控制。2006年2月国务院办公厅发布的《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划（2006—2010年）的通知》中重申，要继续实行血液制品生产企业总量控制。中国自2001年起未再批准设立新的血液制品生产企业。根据天坛生物公告，截至2023年，中国正常经营的血液制品生产企业不足30家，按企业集团合并计算

后户数约 17 家，血制品行业为存量竞争。

2014 年至今国内血制品行业收并购事件超 20 件。我们认为，参照全球市场 CR5 高达 80-85%，中国血制品行业整合是大势所趋，具备资源禀赋、资金规模等优势的企业有望脱颖而出。

图表19：2014 年至今血制品行业主要收并购事件

| 时间 | 收购方 | 标的 | 作价 | 受让股权 |
|---------|------------------|---|-----------|---|
| 2014.9 | 上海莱士 | 同路生物 | 47.6 亿元 | 89.77% |
| 2015.7 | 博晖创新 | 河北大安 | 6.62 亿元 | 48% |
| 2015.12 | 博晖创新 | 广东卫伦 | 1.5 亿元 | 30% |
| 2016.11 | 上海莱士 | 同路生物 | 5.5 亿元 | 10.23% |
| 2016.12 | 上海莱士 | 浙江海康 | - | 90% |
| 2016.12 | 博晖创新 | 广东卫伦 | 1.1 亿元 | 21% |
| 2017.12 | 浙民投天弘投资 | ST 生化 | 27 亿元 | 27.49% |
| 2018.1 | 天坛生物 | 成都蓉生 10%股权, 上海血制 100%股权, 武汉血制 100%股权, 兰州血制 100%股权 | 33.6 亿元 | - |
| 2018.11 | 天坛生物 | 贵州血制 | 0.91 亿元 | 20% |
| 2019.4 | 博晖创新 | 河北大安 | - | 14.28% |
| 2019.11 | 上海莱士 | GrifolsDiagnosticSolutionsInc. | 132.46 亿元 | 45% |
| 2021.1 | 双林生物 | 哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司 87.39%股权、宁波梅山港区七度投资合伙企业(有限合伙)100%财产份额 | 33.47 亿元 | - |
| 2021.4 | 天坛生物 | 郟阳浆站 | 0.43 亿元 | 20.00% |
| 2021.11 | 华润医药控股 | 博雅生物 | 47.68 亿元 | 40.01% |
| 2022.4 | 天坛生物 | 成都蓉生 | 25.4 亿元 | 4.54% |
| 2022.9 | 天坛生物 | 西安回天 | 2.12 亿元 | 63.70% |
| 2023.1 | 卫光生物 | 安康回天 | 0.23 亿元 | 80% |
| 2023.5 | 胜帮英豪 (陕煤集团控股) | 派林生物 | 38.44 亿元 | 20.99% |
| 2023.6 | 中国生物 | 卫光生物 | - | 光明国资局通过与中国生物设立合资公司并向合资公司无偿划转卫光生物 35.25%股份, 使得中国生物成为卫光生物间接控股股东 |
| 2023.11 | 上海莱士 | 广西冠峰 | 4.81 亿元 | 95% |
| 2023.12 | 海尔集团 | 上海莱士 | 125 亿元 | 20% |
| 2024.7 | 博雅生物 | 绿十字 | 18.2 亿元 | 100% |
| 2024.8 | 成都蓉生 | 中原瑞德 | 1.378 亿美元 | 100% |

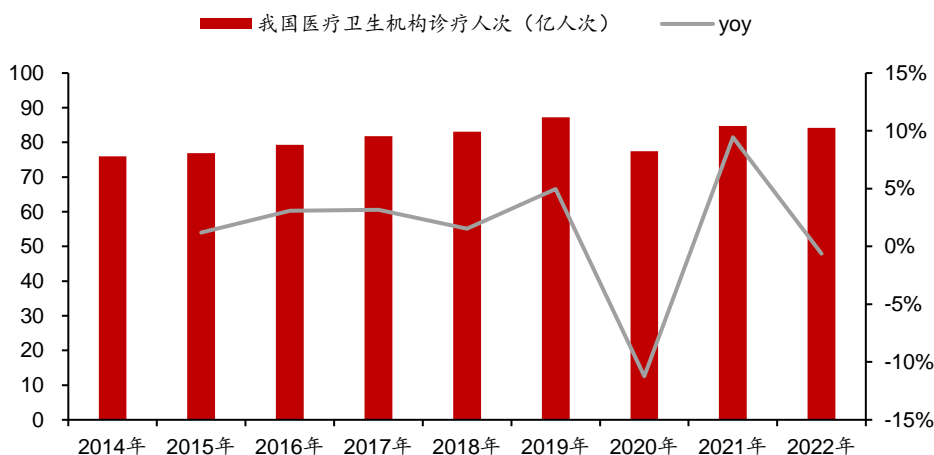
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

2.2 需求侧：临床端和支付端等多方面提振需求

2.2.1 中国诊疗人次有望持续增长

中国诊疗人次有望持续增长。2014-2019 年中国医疗卫生机构诊疗人次逐年增长，2020 年诊疗人次有所下滑，2021 年开始逐步恢复，2022 年达 84.2 亿人次。根据国家信息中心，2023 年 1-11 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次 64.1 亿人次（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），同比增长 9.4%。在老龄化的背景下，预计医疗需求有望持续提升，叠加医疗资源供给的扩容，中国诊疗人次有望持续增长，从而促进血制品的治疗需求。

图表20：2014-2022 年中国医疗卫生机构诊疗人次



资料来源：中国卫生统计年鉴、国家信息中心、国家卫健委，国联证券研究所

2.2.2 临床应用广泛，适应证有望拓展

根据《人血白蛋白临床应用管理中国专家共识》，人血白蛋白在临床救治危急、重症患者中广泛应用，应用较多的科室包括重症监护室、消化内科、肝病科、心脏外科、烧伤科、血液科、肿瘤科等。由于中国临床不合理使用人血白蛋白现象突出，2023 年 1 月，国家卫健委将人血白蛋白纳入《第二批国家重点监控合理用药药品目录》。

在专家共识中，有部分没有纳入说明书的适应证被推荐优先使用人血白蛋白，或是在限定条件下可使用人血白蛋白。未来随着循证医学证据不断完善，以及临床合理用药的加强管理，行业有望规范化发展。

图表21：可使用人血白蛋白的适应证

| 适应证 | | 是否纳入中国说明书 |
|--|-----------------|-----------|
| 优先使用人血白蛋白的适应证 | | |
| 肝硬化及其并发症 | 自发性细菌性腹膜炎 | 否 |
| | 腹水 | 部分纳入 |
| | 肝性脑病 | 否 |
| | 肝肾综合征 | 否 |
| | 人工肝支持系统 | 否 |
| 血浆置换的辅助治疗 | | 部分纳入 |
| 限定条件下可使用人血白蛋白的适应证 | | |
| 血容量不足的紧急治疗 | 脓毒症、创伤性休克、失血性休克 | 是 |
| | 创伤性脑损伤 | 否 |
| | 烧伤 | 是 |
| 显著的低白蛋白血症($\leq 30\text{g}\cdot\text{L}^{-1}$) | | 是 |
| 肝硬化及其并发症 | 肝硬化合并肌肉痉挛 | 否 |
| | 低钠血症 | 否 |
| 肝移植围手术期 | | 否 |
| 肾病导致的水肿 | | 部分纳入 |
| 急性胰腺炎 | | 否 |
| 脑水肿及损伤引起的颅压升高 | | 部分纳入 |
| 蛛网膜下腔出血 | | 否 |
| 急性呼吸窘迫综合征 | | 是 |
| 特殊类型透析的辅助治疗 | | 是 |
| 心肺分流的辅助治疗 | | 是 |
| 卵巢过度刺激综合征 | | 否 |
| 新生儿高胆红素血症 | | 部分纳入 |

资料来源：人血白蛋白临床应用管理中国专家共识，国联证券研究所

根据静丙在血液系统疾病中应用的专家共识，静丙具有非特异性抗炎和免疫调节作用，目前已广泛应用于免疫缺陷病、特发性血小板减少性紫癜、川崎病和神经系统疾病的治疗，其在恶性血液肿瘤化疗、靶向治疗、细胞免疫治疗及造血干细胞移植中的应用也越来越普遍。

用静丙治疗的疾病有上百种，除内科、外科、妇产科、儿科外，近年来 ICU 病房、干细胞移植、器官移植科室(肝移植、肾移植等科室)的用量明显逐年增加。

图表22：静脉注射免疫球蛋白的临床应用

| 临床上有疗效的疾病 |
|-----------|
| 免疫缺陷病 |

| | |
|---|--------------------|
| 感染性疾病的治疗和预防 | 用于脓毒症等重症感染和重症肺炎的治疗 |
| | 新生儿感染的治疗和预防 |
| | 病毒感染 |
| 血液病 | 免疫性血小板减少性紫癜 |
| | 免疫性粒细胞减少 |
| | 溶血性尿毒综合征 |
| | 自身免疫性溶血 |
| | 新生儿溶血 |
| | 白血病 |
| 干细胞移植与器官移植 | |
| 神经系统疾病 | 吉兰巴雷综合征 |
| | 慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病 |
| | 多灶性运动神经病 |
| | 阿尔茨海默病等 |
| 自身免疫性疾病 | 川崎病 |
| | 哮喘 |
| | 重症肌无力 |
| | 多发性硬化症 |
| | 结缔组织疾病 |
| | 系统性红斑狼疮 |
| | 习惯性、自发性流产 |
| 临床上可能有效的疾病 | |
| 克罗恩病、慢性多发性肌炎、糖尿病性自身免疫性多内分泌腺病综合征、抗人抗髓鞘相关蛋白抗体 Ig 病、散发性包涵体肌炎、眼瘢痕性的类天疱疮、视网膜脉络膜病、难治性皮炎、特异反应性皮炎、自身免疫性幼红细胞减少症、系统性脉管炎、多发性硬化、口眼干燥综合征、溃疡性结肠炎、Felty 综合征、风湿舞蹈症、强迫症、抽动症、血友病、血管性血友病、幼年性糖尿病、巨噬细胞活化综合征、多发性运动神经病、慢性疲倦综合征、囊性纤维变、新生儿缺氧缺血性脑病、孤儿病毒、肠炎、湿疹、重型再生障碍性贫血、纯红细胞再生障碍性贫血、早产儿肺透明膜病、麻疹、神经肌肉疾病等 | |

资料来源：静脉注射免疫球蛋白的临床应用，国联证券研究所

而静丙正式获批的适应证较少，静丙在全球获批的适应证在 10 种左右，包括原发性免疫缺陷、慢性炎症性脱髓鞘性多神经病变、低丙种球蛋白血症、慢性特发性血小板减少性紫癜、皮炎、川崎综合症等，另外还有多个适应证在临床研发中。

图表23：全球静丙获批和在研的适应证

| 疾病 | 研发阶段 |
|-----------------|------|
| 原发性免疫缺陷 | 批准上市 |
| 继发性免疫缺陷 | 批准上市 |
| 慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病 | 批准上市 |
| 低丙种球蛋白血症 | 批准上市 |

| | |
|-------------|----------|
| 免疫性血小板减少症 | 批准上市 |
| 皮炎 | 批准上市 |
| 川崎综合症 | 批准上市 |
| 造血干细胞移植 | 批准上市 |
| 吉兰巴雷综合征 | 批准上市 |
| HIV-1 感染 | 批准上市 |
| 多灶性运动神经病 | 申请上市 |
| 自身免疫性脑炎 | III 期临床 |
| 新型冠状病毒感染 | III 期临床 |
| ANCA 相关性血管炎 | III 期临床 |
| 系统性硬化症 | III 期临床 |
| 肝移植排斥 | II 期临床 |
| 唐氏综合征 | II 期临床 |
| 非小细胞肺癌 | I/II 期临床 |
| 肾综合征出血热 | I 期临床 |

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

中国静丙获批的适应证主要分为原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病、自身免疫性疾病。未来随着循证医学证据的完善，适应证的拓展，临床普及率的提升，静丙需求有望增长。

图表24：中国静丙获批的适应证

| 中国静丙获批的适应证 |
|---|
| 原发性免疫球蛋白缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异性免疫缺陷病、免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等； |
| 继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染、新生儿败血症等； |
| 自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病； |
| 其他，如重症系统红斑狼疮、原发和继发性抗磷脂综合征等。 |

资料来源：药智网，国联证券研究所

2.2.3 新冠疫情提升静丙临床认知度

新冠疫情期间，静丙被纳入多个新冠诊疗指南，如 2020 年 11 月，北京协和医院在“新型冠状病毒感染的肺炎”诊疗建议方案中提到，重症患者依据病情可酌情早期静脉输注人免疫球蛋白；2022 年和 2023 年国家卫健委发布的新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版和第十版）中提到，在重型、危重型支持治疗中，静丙作为儿童多系统炎症综合征；脑炎、脑病等神经系统并发症的推荐用药。我们认为，新冠疫情拓展了静丙的应用场景，临床对静丙的认知度提升有望驱动静丙需求增长。

图表25：静丙纳入新冠诊疗指南

| 时间 | 发布机构 | 文件 | 内容 |
|----------|-----------------|---------------------|--|
| 2020年11月 | 北京协和医院 | “新型冠状病毒感染的肺炎”诊疗建议方案 | 重症患者依据病情可酌情早期静脉输入人免疫球蛋白 0.25-0.05g/(kg•d)，疗程 3-5d。 |
| 2022年3月 | 国家卫健委、国家中医药管理局 | 新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版） | 儿童多系统炎症综合征（MIS-C）：治疗原则是多学科合作，尽早抗炎、纠正休克和出血功能障碍、脏器功能支持，必要时抗感染治疗。无休克者首选 静脉用丙种球蛋白（IVIG） ，2g/kg，病情无好转时加用甲泼尼龙 1~2mg/kg/日或托珠单抗等强化治疗；合并休克者首选 静脉用丙种球蛋白（IVIG）联合甲泼尼龙 1~2mg/kg/日 ；难治性重症患儿应用大剂甲泼尼龙冲击（10~30mg/kg/日）或加用托珠单抗等免疫治疗。 |
| 2023年1月 | 国家卫健委、国家中医药局综合司 | 新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第十版） | <p>(3) 脑炎、脑病等神经系统并发症：应积极控制体温，给予甘露醇等降颅压及镇静、止惊治疗；病情进展迅速者及时气管插管机械通气；严重脑病特别是急性坏死性脑病应尽早给予甲泼尼龙 20~30mg/kg/日，连用 3 日，随后根据病情逐渐减量；丙种球蛋白（IVIG）静脉注射，总量 2g/kg，分 1 或 2 日给予。也可酌情选用血浆置换、托珠单抗或改善线粒体代谢的鸡尾酒疗法（维生素 B1、维生素 B6、左卡尼汀等）。脑炎、脑膜炎、吉兰-巴雷综合征等治疗原则与其他病因引起的相关疾病相同。</p> <p>(4) MIS-C：治疗原则是尽早抗炎、纠正休克和出血功能障碍及脏器功能支持。首选 IVIG 2g/kg 和甲泼尼龙 1~2mg/kg/日；若无好转或加重，可予甲泼尼龙 10~30mg/kg/日，静脉注射，或英夫利西单抗 5~10mg/kg 或托珠单抗。</p> |

资料来源：北京协和医院、国家卫健委、国家中医药管理局，国联证券研究所

2.2.4 医保支付范围扩大

2009年版医保目录中仅有4个血制品品种。2017年增加至8个，其中包括静丙，3个凝血因子类产品，除了品种增加外，人血白蛋白还扩大了支付范围；人免疫球蛋白缩小支付范围，但该产品在市场占比较小。2023年版的医保目录取消了人凝血酶原复合物和人纤维蛋白原的报销限制，新增人凝血因子IX纳入。医保支付范围的扩大有利于减轻患者负担，从而提升治疗渗透率。

图表26：血制品在国家医保目录的调整情况

| 血液制品名称 | 2009版医保目录 | | 2017版医保目录 | | | 2023版医保目录 | | |
|---------------|-----------|----------|-----------|---|------|-----------|---|-----|
| | 类别 | 备注 | 类别 | 备注 | 变化 | 类别 | 备注 | 变化 |
| 人血白蛋白 | 乙 | 限抢救和工伤保险 | 乙 | 限抢救、重症或因肝硬化、癌症引起胸腹水且白蛋白低于30g/L的患者 | 范围扩大 | 乙 | 限抢救、重症或因肝硬化、癌症引起胸腹水且白蛋白低于30g/L的患者 | 无变化 |
| 静注人免疫球蛋白（pH4） | 无 | | 乙 | 限原发性免疫球蛋白缺乏症；新生儿败血症；重型原发性免疫性血小板减少症；川崎病；全身型重症肌无力；急性格林巴利综合征 | 新增 | 乙 | 限原发性免疫球蛋白缺乏症；新生儿败血症；重型原发性免疫性血小板减少症；川崎病；全身型重症肌无力；急性格林巴利综合征 | 无变化 |

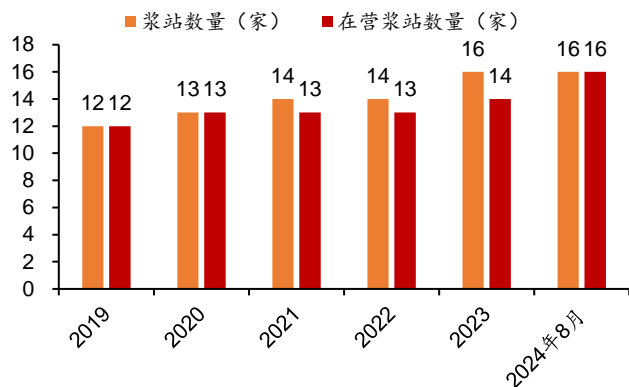
| | | | | | | | | |
|-----------|---|---|---|--|------|---|---------------------------|------|
| 人免疫球蛋白 | 乙 | | 乙 | 限麻疹和传染性肝炎接触者的预防治疗 | 范围缩小 | 乙 | 限麻疹和传染性肝炎接触者的预防治疗 | 无变化 |
| 破伤风人免疫球蛋白 | 乙 | | 乙 | | 无变化 | 乙 | | 无变化 |
| 狂犬病人免疫球蛋白 | 乙 | | 乙 | | 无变化 | 乙 | | 无变化 |
| 人凝血因子VIII | | 无 | 甲 | | 新增 | 甲 | | 无变化 |
| 人凝血酶原复合物 | | 无 | 乙 | 限手术大出血和肝病导致的出血；乙型血友病和伴有因子VIII抑制物的血友病患者 | 新增 | 乙 | | 范围扩大 |
| 人纤维蛋白原 | | 无 | 乙 | 限低纤维蛋白原血症致活动性出血 | 新增 | 乙 | | 范围扩大 |
| 人凝血因子IX | | 无 | | 无 | 无变化 | 乙 | 限凝血因子IX缺乏症(B型血友病)患者的出血治疗。 | 新增 |

资料来源：卫光生物招股书、医保目录，国联证券研究所

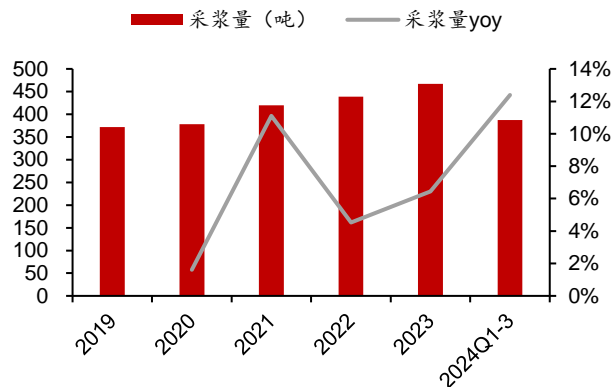
3. 内生外延双轮驱动

3.1 内生：新浆站+新产品驱动业绩增长

血浆资源有望持续拓展。公司借助华润平台持续整合内外部资源，获得若干县、市批文，并于2023年获得泰和县、乐平市2个省级批文，2024年7月泰和浆站和乐平浆站获得《单采血浆许可证》。目前公司拥有单采血浆站16家（不含绿十字浆站），在营浆站16家，其中江西省12家，四川省2家，海南省1家，山西省1家。2023年采浆量约为467.3吨，同比增长6.47%，2024年前三季度采浆量387.44吨，同比增长12.39%，有所加速。公司提出十四五期间力争实现浆站总数量、采浆规模翻番的目标。

图表27：2019-2024年8月博雅生物浆站数量


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：2019年-2024年前三季度博雅生物采浆量


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司血制品涵盖白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大类，合计拥有 9 个品种 23 个规格的产品。2020 年 12 月公司人凝血酶原复合物获批上市，2022 年 8 月人凝血因子 VIII 获批上市，逐步放量。

第四代静丙处于上市申请阶段，有望贡献业绩增量。静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）为第四代静丙，其工艺、质量、安全性和有效性都有显著提升：（1）高滴度的抗体，一次性输入液体量少（10%左右）；（2）高安全性，高剂量输入不会导致凝集素反应，血浆其实是有抗 A 抗 B 在里面，所以第四代静丙需要保证抗 A 抗 B 的量低；（3）低杂质：主要是低 IgM 和低 IgA。目前市场上第四代静丙产品定价较高，公司第四代静丙在上市申请阶段，有望于明年获批上市，我们认为产品上市后有望对公司吨浆利润起到正向作用。

图表29：公司血制品业务研发情况

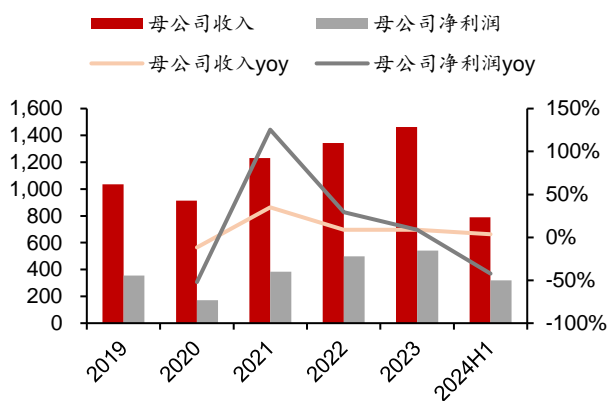
| 已获批产品 | |
|-------|------------|
| 分类 | 品种 |
| 白蛋白 | 人血白蛋白 |
| 免疫球蛋白 | 人免疫球蛋白 |
| | 静注人免疫球蛋白 |
| | 冻干静注人免疫球蛋白 |
| | 乙肝人免疫球蛋白 |
| | 狂犬病人免疫球蛋白 |
| 凝血因子 | 人纤维蛋白原 |
| | 人凝血酶原复合物 |
| | 人凝血因子 VIII |
| 在研产品 | |

| 主要研发项目名称 | 项目进展 |
|--------------------------|---------------------|
| 静注人免疫球蛋白 (IVIG) (10%) 研发 | 上市申请获得补充申请受理通知书 |
| 血管性血友病因子 (vWF) 研发 | 临床试验阶段, 开展临床病例受试者入组 |
| C1 酯酶抑制剂 | 开展临床试验 |
| BYSW006 项目 | 上市申请阶段 |

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

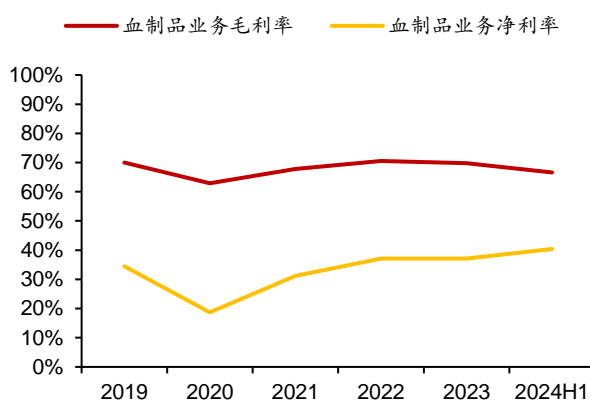
血制品收入稳健增长, 净利率逐步提升。随着采浆量稳步增长, 新产品 PCC 和 VIII 因子上市逐步放量, 公司血制品业务收入稳定增长, 2019-2023 年 CAGR 达 9.02%。利润端增速表现优于收入端, 2019-2023 年 CAGR 达 11.08%, 2024H1 下滑主要由于母公司去年同期收到控股子公司分红 2.52 亿元及理财收益同比下降等综合因素。毛利率维持在 60-70%, 2024H1 有所下滑主要由于血浆成本和生产成本的提升。净利率方面, 2020 年-2024H1 逐步提升。

图表30: 2019-2024H1 母公司(血制品业务)业绩(百万元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

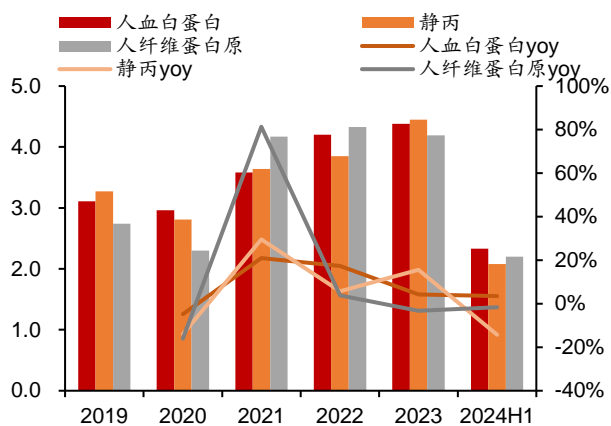
图表31: 2019-2024H1 母公司(血制品业务)毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

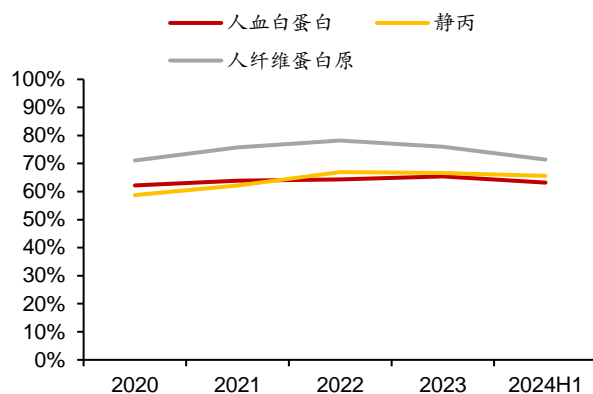
公司血制品业务核心收入来源于人血白蛋白、静丙、人纤维蛋白原, 2023 年收入占比分别为 30.17%、30.64%、28.86%, 产品结构均衡。随着采浆量的提升, 各产品收入有所增长, 人血白蛋白、静丙、人纤维蛋白原 2019-2023 年 CAGR 分别为 8.94%、7.99%、11.20%。人纤维蛋白原 2023 年和 2024H1 略有下滑预计跟集采降价和竞争加剧有关。2024H1 静丙下滑主要与出口的节奏有关。

图表32：2019-2024H1 公司核心产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

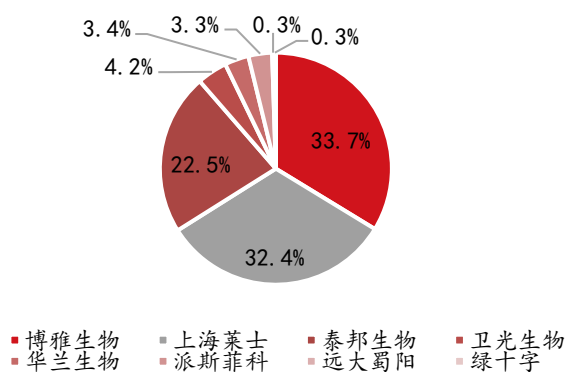
图表33：2019-2024H1 公司各产品毛利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

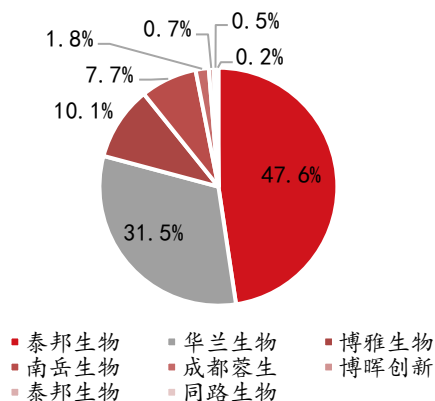
凝血因子类产品市占率靠前。公司纤维蛋白原为自有专利方法制备，经过生产工艺的不断优化以及学术推广的多年深耕，收得率和市占率均处于领先地位，2023 年公司纤维蛋白原市占率达 34%，持续多年位于行业第一。公司人凝血酶原复合物为 2020 年获批上市，此后快速放量，2023 年市占率达 10%，位于行业第三。

图表34：2023 年人纤维蛋白原竞争格局



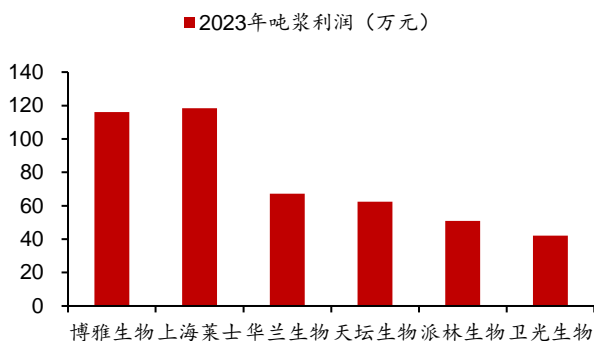
资料来源：PDB，国联证券研究所

图表35：2023 年人凝血酶原复合物竞争格局

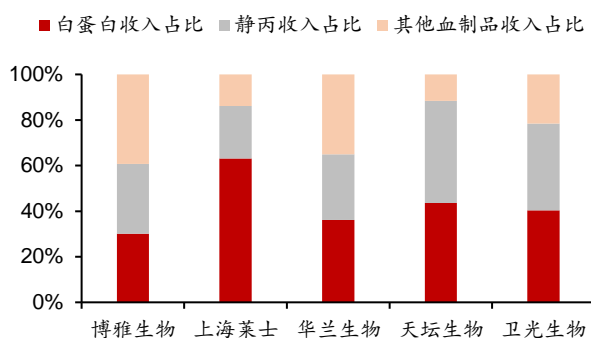


资料来源：PDB，国联证券研究所

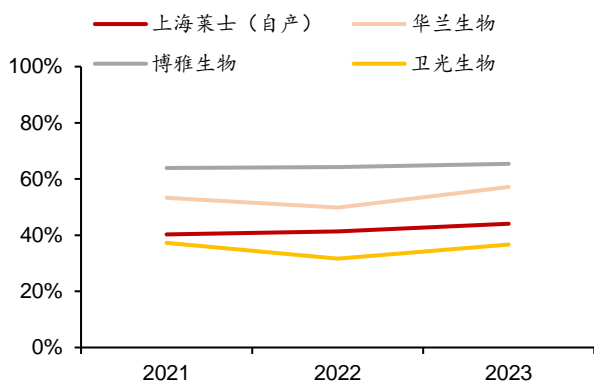
公司吨浆利润具备优势，主要由于公司核心产品收得率处于行业领先地位，高毛利因子类产品收入占比高于同行业，同时公司核心产品毛利率均高于同行。

图表36：2023年各公司吨浆利润


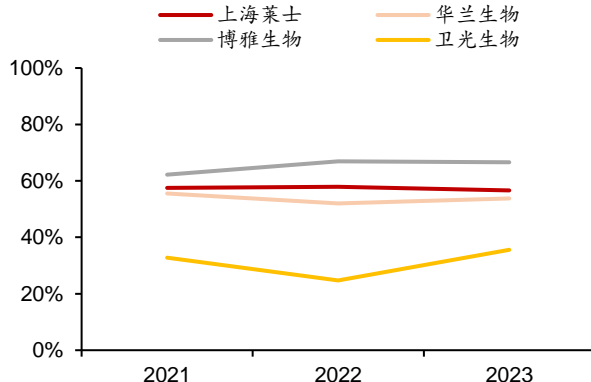
资料来源：公司公告，国联证券研究所，注：上海莱士净利润包含其自产血制品和经销血制品

图表37：2023年各公司血制品收入结构


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表38：2021-2023年各公司人血白蛋白毛利率


资料来源：公司公告，国联证券研究所，上海莱士数据仅计算其自产血制品业务

图表39：2021-2023年各公司静丙毛利率


资料来源：公司公告，国联证券研究所

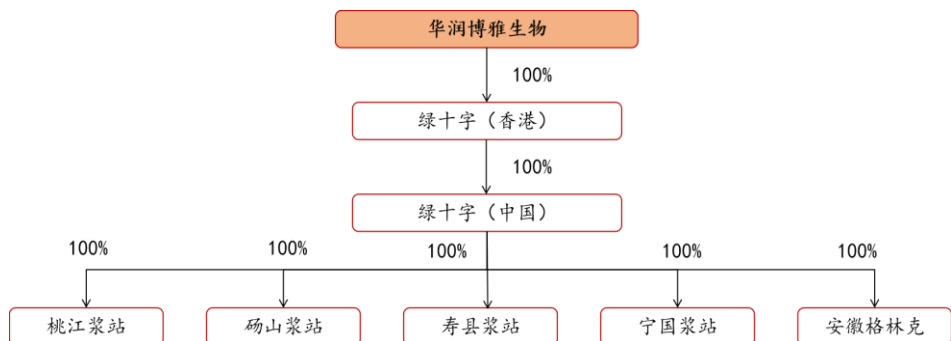
3.2 外延：收并购拓展业务规模

3.2.1 收购绿十字，优势互补

2024年7月17日，公司发布公告，拟以自有资金18.2亿元收购绿十字（香港）100%股权，从而间接收购境内血液制品主体绿十字（中国）。

血浆资源协同。绿十字现有4个浆站，分别为安徽省的砀山浆站、寿县浆站、宁国浆站，湖南省的桃江浆站。安徽省和湖南省为博雅浆站的空白区域，绿十字和博雅在浆站布局上形成区域互补。2023年绿十字采浆量为104吨（2017-2023年CAGR为13%，2024H1达52.1吨），平均每浆站采浆量为26吨，相比2023年博雅生物平均每浆站采浆量33吨，有较大增长空间。

图表40：博雅生物收购绿十字股权结构



资料来源：公司公告，国联证券研究所

绿十字目前拥有白蛋白、静丙、人凝血因子VIII、纤原、乙免及破免 6 个品种 16 个品规，同时通过安徽格林克（销售平台公司）代理进口白蛋白、重组人凝血因子VIII 及医美产品在中国地区销售。

产品收得率协同。绿十字人凝血因子VIII的收得率远超于行业平均水平，白蛋白处于行业平均水平，静丙和纤原低于行业水平；而博雅生物白蛋白、静丙、纤原的收得率均高于行业平均水平，未来随着技术协同，工艺改进，在互补优势下，双方吨浆利用率均有望提升。根据公司公告，绿十字的静丙工艺改进有望于 2026 年前完成，纤原完成时间预计晚于静丙。

品牌优势互补，销售协同。根据 PDB 数据，绿十字 2023 年人凝血因子VIII市占率第三，而博雅生物人纤维蛋白原市占率第一，人凝血酶原复合物市占率第三，两者品牌优势互补，产品销售有望协同。

图表41：博雅生物和绿十字产品对比

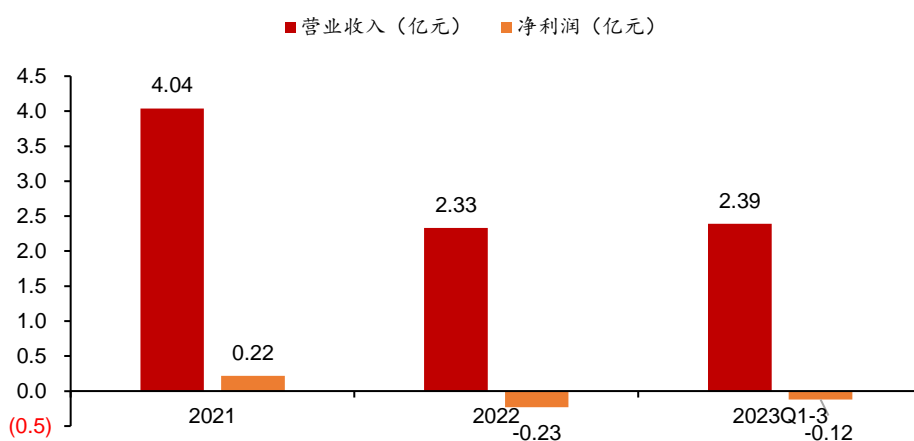
| 产品类型 | 产品名称 | 博雅生物 | | 绿十字（中国） | |
|--------|------------|------|--|---------|----|
| | | 自产 | | 自产 | 代理 |
| 白蛋白类 | 人血白蛋白 | ● | | ● | ● |
| | 冻干人血白蛋白 | | | | |
| 免疫球蛋白类 | 静注人免疫球蛋白 | ● | | ● | |
| | 冻干静注人免疫球蛋白 | ● | | | |
| | 人免疫球蛋白 | ● | | | |
| | 皮下注射人免疫球蛋白 | | | | |
| | 乙型肝炎人免疫球蛋白 | ● | | | |

| | | | | |
|-------|-----------------|-----------------|-----------------|----------|
| | 破伤风人免疫球蛋白 | | ● | |
| | 狂犬病人免疫球蛋白 | ● | ● | |
| 凝血因子类 | 人纤维蛋白原 | ● (2023 年市占率第一) | ● | |
| | 人纤维蛋白粘合剂 | | | |
| | 人凝血酶原复合物 | ● (2023 年市占率第三) | | |
| | 凝血酶 | | | |
| | 人纤溶酶原 | | | |
| | 人凝血因子 VIII | ● | ● (2023 年市占率第三) | |
| | 人凝血因子 IX | | | |
| | 注射用重组人凝血因子 VIIa | | | |
| | 注射用重组人凝血因子 VIII | | | ● |
| | 总计 | 9 | | 6 |

资料来源：公司公告，PDB，国联证券研究所

绿十字 2022-2023 年 1-9 月亏损主要是进口白蛋白和重组人凝血因子 VIII 的销量减少，同时支付 GC 集团的技术服务费、关联方借贷汇兑损失影响所致。本次收购协议已约定绿十字（中国）终止支付技术服务费，可永久地继续使用相关技术，同时 GC 集团关联方的资金借贷也不再发生。未来随着绿十字的吨浆利用率的提升，经营能力改善，盈利能力有望提升。

图表42：2021-2023 年 9 月绿十字（中国）业绩



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2.2 丹霞生物整合工作有望推进

博雅和丹霞未来或将推进整合。广东丹霞生物制药有限公司主要从事血液制品研发、生产和销售。高特佳通过前海优享间接控制丹霞生物，博雅生物间接持有丹霞生物少数股权，同时高特佳为博雅生物的股东，丹霞生物为博雅生物的关联方。2023

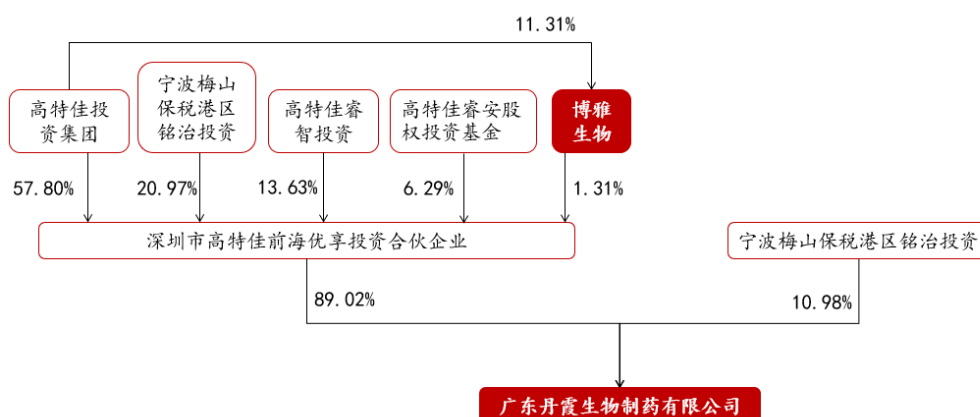
年，博雅生物宣布与高特佳集团、丹霞生物签署《战略合作框架协议》，协议提到，高特佳将促成博雅生物间接持有丹霞生物的股权份额调整成为直接持股；若前海优享基金或丹霞生物股权结构变动（包括股权转让、股权增资），高特佳将促成博雅生物享有优先合作权。

图表43：博雅生物和丹霞生物关联事件

| 时间 | 事件 |
|---------|--|
| 2017.04 | 丹霞生物因被发现存在修改样品名、删除检测记录重新检测等问题，违反《中华人民共和国药品管理法》及相关规定，GMP证书被收回，暂停生产 |
| 2017.04 | 高特佳前海优享基金以45亿元收购丹霞生物99%股权，其中博雅生物出资5000万元。 |
| 2017.05 | 丹霞生物与博雅生物签订《血浆及血浆组分调拨和销售的框架协议》，总金额不超过4.02亿元，但血浆调拨申请审批未通过且无生产能力，实际未供浆 |
| 2019.04 | 博雅生物以8.25亿元向丹霞生物采购不超过500吨的原料血浆，同时终止2017年5月双方签订的框架协议，实际未供浆 |
| 2019.08 | 丹霞生物恢复GMP证书 |
| 2020.10 | 博雅生物开始托管丹霞生物 |
| 2021.04 | 博雅生物收回全部预付丹霞生物血浆采购款本金及利息 |
| 2023.04 | 博雅生物、高特佳集团、丹霞生物签署《战略合作框架协议》 |

资料来源：公司公告，NMPA，国联证券研究所

图表44：博雅生物与丹霞生物的股权关系



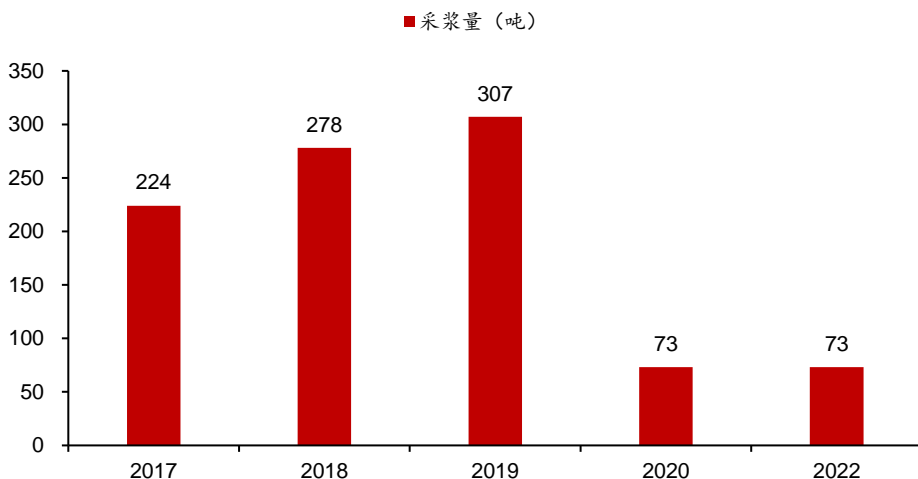
资料来源：企查查，Wind，国联证券研究所

丹霞生物的上市产品有人血白蛋白、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白，另有人静丙、人纤维蛋白原、人凝血因子VIII在临床III期。

目前丹霞生物有9个单采血浆站在营，其余8个浆站的恢复采集工作在积极推进中。自博雅生物2020年10月托管丹霞生物以来，丹霞生物经营向好，2022年已

经盈亏平衡，2023 年已有盈利。博雅整合丹霞生物有望丰富血浆资源、贡献业绩增量。

图表45：丹霞生物采浆量（吨）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

血制品业务：随着未来浆站数量的拓展，新浆站采浆量的爬坡，公司采浆量有望持续提升。人血白蛋白和静丙在供需紧平衡的情况下，预计有望随着采浆量的提升而稳定增长；人纤维蛋白原 2024 年受集采降价和竞争加剧影响收入增速，考虑到公司多年来为该细分龙头，具备品牌和渠道优势，我们预计公司有望维持行业领先地位。新产品人凝血酶原复合物和人凝血因子 VIII 预计逐步放量。我们预计公司血制品业务 2024-2026 年收入分别为 15.68/17.48/19.51 亿元，同比增速分别为 8.00%/11.48%/11.60%。

生化类用药业务：2024 年受集采政策等影响，主要产品缩宫素注射液、垂体后叶注射液收入降幅较大，后续预计集采影响有所减弱，销售收入维持稳定。我们预计公司生化类用药业务 2024-2026 年收入分别为 2.18/2.18/2.18 亿元，同比增速分别为 -35%/0%/0%。

综上，在不考虑收购绿十字并表情况下，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 17.96/19.76/21.78 亿元，同比增速分别为 -32.29%/10.03%/10.26%，3 年 CAGR

为-6.35%，归母净利润分别为 5.34/5.92/6.62 亿元，同比增速分别为 124.87%/10.94%/11.66%，3 年 CAGR 为 40.71%。

图表46：公司盈利预测

| 百万元 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 2650.53 | 2758.70 | 2651.98 | 1795.59 | 1975.63 | 2178.38 |
| yoy | 5.47% | 4.08% | -3.87% | -32.29% | 10.03% | 10.26% |
| 毛利 | 1510.33 | 1507.83 | 1399.12 | 1202.50 | 1317.64 | 1454.86 |
| 毛利率 | 56.98% | 54.66% | 52.76% | 66.97% | 66.70% | 66.79% |
| 归母净利润 | 344.53 | 432.20 | 237.47 | 534.00 | 592.43 | 661.51 |
| yoy | 32.48% | 25.45% | -45.06% | 124.87% | 10.94% | 11.66% |
| 核心业务拆分 | | | | | | |
| 血液制品业务 | | | | | | |
| 收入 | 1,210.36 | 1,314.87 | 1,451.69 | 1567.83 | 1747.87 | 1950.62 |
| yoy | 35.48% | 8.63% | 10.41% | 8.00% | 11.48% | 11.60% |
| 毛利 | 820.29 | 927.42 | 1,012.37 | 1060.44 | 1175.58 | 1312.80 |
| 毛利率(%) | 67.77% | 70.53% | 69.74% | 67.64% | 67.26% | 67.30% |
| 生化类用药业务 | | | | | | |
| 收入 | 510.94 | 438.09 | 335.11 | 217.82 | 217.82 | 217.82 |
| yoy | -19.47% | -14.26% | -23.51% | -35.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利 | 415.98 | 347.22 | 256.09 | 159.01 | 159.01 | 159.01 |
| 毛利率(%) | 81.41% | 79.26% | 76.42% | 73.00% | 73.00% | 73.00% |
| 复大医药经销业务(2023年已剥离) | | | | | | |
| 收入 | 663.63 | 814.21 | 757.80 | 0 | 0 | 0 |
| yoy | 3.74% | 22.69% | -6.93% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利 | 97.41 | 104.43 | 84.31 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率(%) | 14.68% | 12.83% | 11.13% | 0% | 0% | 0% |
| 糖尿病用药业务(2023年已剥离) | | | | | | |
| 收入 | 237.89 | 178.39 | 97.44 | 0 | 0 | 0 |
| yoy | -25.72% | -25.01% | -45.38% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利 | 142.93 | 129.26 | 63.29 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率(%) | 60.08% | 72.46% | 64.96% | 0% | 0% | 0% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入 | 27.71 | 13.14 | 9.94 | 9.94 | 9.94 | 9.94 |
| yoy | | -52.58% | -24.39% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利 | 33.72 | -0.50 | -16.95 | -16.95 | -16.95 | -16.95 |
| 毛利率(%) | 121.69% | -3.77% | -170.54% | -170.54% | -170.54% | -170.54% |

资料来源：公司公告，国联证券研究所 注：暂不考虑绿十字并购事项

4.2 估值与投资建议

➤ 绝对估值

我们采用公司 FCFF 方法进行估值。无风险利率 R_f 采用十年国债收益率 2.14%，市场预期回报率 R_m 为 10 年沪深指数平均收益 7.52%，债务资本比重为 1.08%，计算得出 WACC 为 7.46%；假设公司 2026-2031 年增长率为 5%，2031 年后进入稳定增长期，永续增长率为 1.5%。根据以上假设，公司每股价值为 37.08 元。

图表47: FCFF 模型关键假设

| 估值假设 | 数值 |
|---------------|-------|
| 无风险利率 R_f | 2.14% |
| 市场预期回报率 R_m | 7.52% |
| 第二阶段年数 (年) | 6 |
| 第二阶段增长率 | 5% |
| 永续增长率 | 1.5% |
| 有效税率 T_x | 15% |
| 股权资本成本 K_e | 7.54% |
| 债务利率 K_d | 1.08% |
| WACC | 7.46% |

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表48: FCFF 估值明细 (百万元)

| FCFF 估值 | 现金流折现值 | 价值百分比 |
|-----------------|------------------|---------|
| 第一阶段 | 2,215.29 | 14.52% |
| 第二阶段 | 3,549.57 | 23.26% |
| 第三阶段 (终值) | 9,496.48 | 62.23% |
| 企业价值 AEV | 15,261.35 | |
| 加: 非核心资产 | 3,462.86 | 22.69% |
| 减: 带息债务 (账面价值) | 23.55 | 0.15% |
| 减: 少数股东权益 | 1.07 | 0.01% |
| 股权价值 | 18,699.58 | 122.53% |
| 除: 总股本 (股) | 504,248,738.00 | |
| 每股价值 (元) | 37.08 | |

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表49: FCFF 估值敏感性分析

| WACC/永续增长率 | 0.93% | 1.02% | 1.13% | 1.24% | 1.36% | 1.50% | 1.65% | 1.82% | 2.00% | 2.20% | 2.42% |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 4.63% | 56.90 | 57.90 | 59.07 | 60.43 | 62.03 | 63.94 | 66.25 | 69.06 | 72.57 | 77.03 | 82.86 |
| 5.10% | 51.36 | 52.12 | 53.00 | 54.03 | 55.23 | 56.64 | 58.32 | 60.35 | 62.83 | 65.92 | 69.85 |
| 5.61% | 46.53 | 47.11 | 47.79 | 48.56 | 49.46 | 50.51 | 51.75 | 53.23 | 55.02 | 57.20 | 59.91 |
| 6.17% | 42.31 | 42.76 | 43.27 | 43.86 | 44.54 | 45.33 | 46.25 | 47.33 | 48.63 | 50.19 | 52.10 |
| 6.78% | 38.61 | 38.95 | 39.34 | 39.79 | 40.30 | 40.89 | 41.58 | 42.39 | 43.33 | 44.46 | 45.83 |
| 7.46% | 35.35 | 35.61 | 35.91 | 36.25 | 36.64 | 37.08 | 37.60 | 38.20 | 38.90 | 39.72 | 40.70 |
| 8.21% | 32.47 | 32.67 | 32.90 | 33.16 | 33.45 | 33.79 | 34.17 | 34.62 | 35.14 | 35.74 | 36.46 |
| 9.03% | 29.92 | 30.07 | 30.25 | 30.44 | 30.67 | 30.92 | 31.21 | 31.54 | 31.93 | 32.37 | 32.89 |
| 9.93% | 27.66 | 27.78 | 27.91 | 28.06 | 28.23 | 28.42 | 28.63 | 28.88 | 29.17 | 29.50 | 29.88 |
| 10.93% | 25.65 | 25.74 | 25.84 | 25.95 | 26.08 | 26.22 | 26.39 | 26.57 | 26.78 | 27.03 | 27.31 |
| 12.02% | 23.86 | 23.93 | 24.00 | 24.09 | 24.18 | 24.29 | 24.41 | 24.55 | 24.71 | 24.89 | 25.10 |

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

➤ 相对估值

我们选取血制品公司天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、卫光生物作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 21 倍。鉴于公司为血制品细分龙头，吨浆利润处于行业领先地位，逐步剥离非血资产有望提升盈利能力，结合绝对估值和相对估值法，我们给予公司 2025 年 32 倍 PE，对目标价 37.63 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表50：相对估值表

| 证券代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | | 3 年 CAGR |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 600161.SH | 天坛生物 | 425 | 13.57 | 16.24 | 19.28 | 31 | 26 | 22 | 20% |
| 002252.SZ | 上海莱士 | 499 | 23.45 | 26.53 | 29.81 | 21 | 19 | 17 | 19% |
| 002007.SZ | 华兰生物 | 308 | 13.84 | 16.17 | 18.45 | 22 | 19 | 17 | 8% |
| 000403.SZ | 派林生物 | 158 | 7.76 | 9.24 | 10.72 | 20 | 17 | 15 | 21% |
| 002880.SZ | 卫光生物 | 67 | 2.47 | 2.88 | 3.37 | 27 | 23 | 20 | 16% |
| 平均值 | | | | | | 24 | 21 | 18 | |
| 300294.SZ | 博雅生物 | 157 | 5.34 | 5.93 | 6.62 | 29 | 27 | 24 | 41% |

资料来源：Wind，国联证券研究所 注：市值截至 2024 年 11 月 29 日，可比公司盈利预测取自 Wind 一致性预期

5. 风险提示

原材料供应不足风险。血液制品生产企业的原材料是健康人血浆，这种来源的特殊性以及国家对其进行强监管，导致行业原料血浆供应紧张。原料血浆供应量直接影响着血液制品生产企业的生产规模和能力。因此，未来相当长一段时间内，血液制品企业对于原料血浆的掌控情况将直接决定其竞争实力。

新产品研发风险。公司主营血液制品，而新产品的开发和上市是一个相对漫长且风险较高的过程。这个过程包括了前期研究、动物实验、临床试验以及申报注册等环节。整个周期需要投入大量资源和资金，并伴随着一定的风险。即使新产品成功通过了所有环节并产业化，仍然存在着市场需求的不确定性。因为市场需求是随时变化的，产品是否能够符合市场需求，是否能够获得消费者的认可和接受，都是影响新产品推出的重要因素。

产品质量控制风险。医药产品质量关乎国计民生、用药者生命安全，而一旦企业在生产、销售等环节出现产品质量问题，将导致企业面临整顿、停产的风险。

医药政策风险。近年来，国家进一步深化医药卫生体制改革，对医药行业的管理力度持续加大，医药政策在常态化推进中潜移默化地推动行业向“从有到优”经营的阶段转型，一致性评价、集采、国谈、医保控费等政策，给医药企业的生产经营或带来多重压力，使企业不得不进行经营模式的变革与创新以应对挑战。

商誉减值风险。公司控股合并新百药业、绿十字后，在上市公司合并资产负债表中形成一定金额的商誉，根据《企业会计准则》等规定，商誉不作摊销处理，但需在每年年度终了进行减值测试。如果新百药业未来经营状况恶化，则存在商誉减值的风险，从而对华润博雅生物当期损益造成不利影响。

财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|------|------|-------|--------|-------|--|--|--|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | | |
| 货币资金 | 1532 | 1961 | 2659 | 3176 | 3735 | 营业收入 | 2759 | 2652 | 1796 | 1976 | 2178 | 营业成本 | 1251 | 1253 | 593 | 658 | 724 | | | |
| 应收账款+票据 | 567 | 276 | 318 | 350 | 386 | 税金及附加 | 22 | 20 | 14 | 15 | 17 | 销售费用 | 695 | 583 | 386 | 415 | 447 | | | |
| 预付账款 | 10 | 5 | 6 | 7 | 7 | 管理费用 | 280 | 263 | 223 | 235 | 253 | 财务费用 | -25 | -30 | -7 | -10 | -12 | | | |
| 存货 | 667 | 557 | 311 | 345 | 379 | 资产减值损失 | -53 | -330 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 5 | 86 | 40 | 40 | 40 | | | |
| 其他 | 3298 | 3629 | 3464 | 3474 | 3486 | 投资净收益 | 39 | 14 | 28 | 28 | 28 | 其他 | 5 | 21 | 27 | 27 | 27 | | | |
| 流动资产合计 | 6073 | 6428 | 6758 | 7352 | 7993 | 营业利润 | 532 | 355 | 683 | 758 | 846 | 营业外净收益 | 0 | -2 | -1 | -1 | -1 | | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 532 | 354 | 682 | 757 | 845 | 所得税 | 87 | 106 | 148 | 165 | 184 | | | |
| 固定资产 | 653 | 637 | 490 | 364 | 253 | 净利润 | 445 | 248 | 534 | 592 | 662 | 少数股东损益 | 13 | 11 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 在建工程 | 69 | 40 | 113 | 133 | 120 | 归属于母公司净利润 | 432 | 237 | 534 | 592 | 662 | | | | | | | | | |
| 无形资产 | 312 | 269 | 212 | 153 | 93 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 其他非流动资产 | 925 | 455 | 429 | 402 | 393 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 非流动资产合计 | 1960 | 1401 | 1244 | 1052 | 859 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 8033 | 7829 | 8002 | 8404 | 8852 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 应付账款+票据 | 303 | 126 | 116 | 129 | 142 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 其他 | 402 | 330 | 180 | 200 | 220 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 705 | 456 | 296 | 329 | 361 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 长期带息负债 | 10 | 24 | 17 | 10 | 3 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 其他 | 33 | 28 | 28 | 28 | 28 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 43 | 52 | 45 | 38 | 31 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 748 | 508 | 341 | 366 | 393 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 99 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 股本 | 504 | 504 | 504 | 504 | 504 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 资本公积 | 4065 | 4063 | 4063 | 4063 | 4063 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 留存收益 | 2616 | 2753 | 3092 | 3470 | 3891 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 股东权益合计 | 7285 | 7321 | 7661 | 8038 | 8459 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 8033 | 7829 | 8002 | 8404 | 8852 | | | | | | | | | | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 | 445 | 248 | 534 | 592 | 662 | 成长能力 | | | | | |
| 折旧摊销 | 111 | 114 | 278 | 292 | 293 | 营业收入 | 4.08% | -3.87% | -32.29% | 10.03% | 10.26% |
| 财务费用 | -25 | -30 | -7 | -10 | -12 | EBIT | 19.93% | -36.21% | 108.94% | 10.69% | 11.52% |
| 存货减少(增加为“-”) | 10 | 110 | 246 | -34 | -34 | EBITDA | 15.30% | -29.20% | 117.98% | 9.05% | 8.45% |
| 营运资金变动 | 46 | 55 | 207 | -44 | -50 | 归属于母公司净利润 | 25.45% | -45.06% | 124.87% | 10.94% | 11.66% |
| 其它 | 10 | 145 | -294 | -13 | -13 | 获利能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 596 | 642 | 964 | 783 | 846 | 毛利率 | 54.66% | 52.76% | 66.97% | 66.70% | 66.79% |
| 资本支出 | -143 | -92 | -120 | -100 | -100 | 净利率 | 16.15% | 9.36% | 29.74% | 29.99% | 30.37% |
| 长期投资 | -500 | -249 | 0 | 0 | 0 | ROE | 6.01% | 3.24% | 6.97% | 7.37% | 7.82% |
| 其他 | 82 | 355 | 47 | 47 | 47 | ROIC | 15.21% | 8.31% | 22.76% | 31.93% | 38.69% |
| 投资活动现金流 | -560 | 14 | -73 | -53 | -53 | 偿债能力 | | | | | |
| 债权融资 | -23 | 13 | -7 | -7 | -6 | 资产负债率 | 9.32% | 6.49% | 4.26% | 4.36% | 4.43% |
| 股权融资 | -7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 8.6 | 14.1 | 22.8 | 22.4 | 22.1 |
| 其他 | -55 | -250 | -187 | -206 | -229 | 速动比率 | 7.6 | 12.8 | 21.7 | 21.3 | 21.0 |
| 筹资活动现金流 | -85 | -237 | -194 | -213 | -235 | 营运能力 | | | | | |
| 现金净增加额 | -49 | 419 | 698 | 517 | 558 | 应收账款周转率 | 4.9 | 9.6 | 5.7 | 5.7 | 5.7 |
| | | | | | | 存货周转率 | 1.9 | 2.2 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.9 | 0.5 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.2 | 1.3 | 1.9 | 1.6 | 1.7 |
| | | | | | | 每股净资产 | 14.3 | 14.5 | 15.2 | 15.9 | 16.8 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 36.5 | 66.5 | 29.6 | 26.7 | 23.9 |
| | | | | | | 市净率 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 22.6 | 27.1 | 10.4 | 9.0 | 7.8 |
| | | | | | | EV/EBIT | 27.6 | 36.7 | 14.6 | 12.5 | 10.6 |

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 12 月 02 日收盘价

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10% |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼