

博雅生物 (300294.SZ) 积极进取的血制品标杆企业

2023年03月21日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
蔡明子（分析师）
吴明华（联系人）

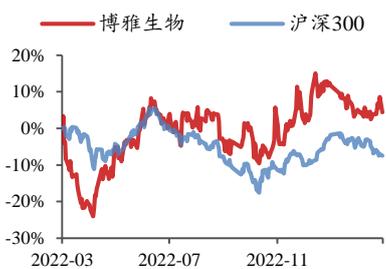
caimingzi@kysec.cn

wuminghua@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790122020010

日期	2023/3/20
当前股价(元)	34.66
一年最高最低(元)	38.75/25.16
总市值(亿元)	174.77
流通市值(亿元)	147.63
总股本(亿股)	5.04
流通股本(亿股)	4.26
近3个月换手率(%)	58.94

股价走势图


数据来源：聚源

● 血制品业务稳健增长，非血制品业务有望逐步剥离

公司于1993年成立于江西抚州，成立以来，公司锐意进取，从抚州走出江西，从江西走向全国。血制品业务稳健增长，白蛋白、静丙、纤原收得率行业领先，吨浆收入、吨浆利润等多项指标国内领先，成为国内血制品行业的标杆。我们预计公司后续将逐步剥离非血制品业务，聚焦血制品板块，力争成为世界一流的血制品企业。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为4.32、5.29、5.89亿元，2022-2024年对应EPS分别为0.86/1.05/1.17元，当前股价对应PE分别为40.4/33.0/29.7倍，首次覆盖，给予“买入”评级

● 学术推广能力强，纤维蛋白原国内市占率第一

公司重视血液制品学术和品牌建设，提升学术服务水平，加强对终端产品的学术投入。持续开展“酶新木秀”、“完酶无缺”等一系列学术推广活动，取得了积极的效果。根据药智网数据显示，公司纤维蛋白原2016-2021年国内市占率一直位列第一。此外，公司凝血酶原复合物、凝血八因子等新产品也有望在强大的学术推广能力助力下快速放量。

● 华润赋能，进入新的发展阶段

2021年11月，华润医药受让股份、接受表决权委托及认购博雅生物发行的股份完成后，持有公司28.86%的股份，拥有40.01%的表决权，成为公司的控股股东。华润集团作为大型央企，将持续给公司提供战略支持，特别是在新浆站的开拓上，公司有望借助华润集团的战略资源在国内多个省份获取新的浆站。根据公司公告，力争“十四五”期间新增浆站16个以上，到2025年底，公司浆站总数达到30个以上，进入到行业第一梯队。

● 风险提示：浆站拓展不及预期风险；产品降价风险；新品上市不及预期；产品销售不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,513	2,651	2,759	2,457	2,016
YOY(%)	-9.0	5.5	4.1	-10.9	-17.9
归母净利润(百万元)	260	345	432	529	589
YOY(%)	-39.0	32.5	25.4	22.4	11.3
毛利率(%)	58.1	57.0	59.5	62.1	65.8
净利率(%)	10.3	13.0	15.7	21.5	29.2
ROE(%)	6.6	5.2	6.1	7.1	7.4
EPS(摊薄/元)	0.52	0.68	0.86	1.05	1.17
P/E(倍)	67.2	50.7	40.4	33.0	29.7
P/B(倍)	4.3	2.6	2.4	2.3	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、	积极进取的血制品标杆企业	4
1.1、	公司积极主动谋发展	4
1.2、	公司血制品业务持续发展	4
1.2.1、	公司浆站数量稳步增加	4
1.2.2、	公司血制品业务快速增长	5
1.3、	纤维蛋白原国内市占率第一	6
1.4、	公司产品管线持续丰富	6
1.5、	建设血制品行业标杆智能工厂，突破产能瓶颈	7
2、	稳健发展的血制品行业	7
2.1、	中国血制品行业未来有望保持稳健增长	7
2.2、	血制品行业具有很高的进入壁垒	9
2.3、	国内外血制品使用结构差异明显，渗透率有望进一步提高	11
2.4、	国内血制品行业集中度高	13
2.5、	国内血制品种类有望进一步扩充	13
3、	华润赋能，进入新的发展阶段	14
3.1、	华润集团将为公司提供持续的战略支持	14
3.1.1、	华润集团拥有雄厚的产业基础	14
3.1.2、	华润医药综合实力强，处于行业领先地位	15
3.2、	华润赋能，迈向“世界一流血液制品企业”	15
4、	盈利预测与投资建议	15
4.1、	关键假设	15
4.2、	盈利预测与估值	17
5、	风险提示	17
附：	财务预测摘要	18

图表目录

图 1：	2021 年成为华润集团血制品平台	4
图 2：	2012 年以来公司浆站数量稳步增加	4
图 3：	公司浆站逐步向多个省份扩张	5
图 4：	2017 年以来采浆量稳步增长	5
图 5：	2012 年以来血制品营收快速增长	5
图 6：	2015 年以来公司纤维蛋白原收入稳步增长	6
图 7：	2015 年以来纤维蛋白原收入占比约 1/3	6
图 8：	2021 年公司纤维蛋白原市占率第一	6
图 9：	中国血制品市场规模逐年攀升	7
图 10：	全血中血浆占比达到 50%	8
图 11：	血浆中蛋白质占比仅有 7%	8
图 12：	血制品构成中白蛋白占比超过一半	8
图 13：	血制品各运营环节具有严格的标准	10
图 14：	国内采浆系统独立于全血采集系统	11
图 15：	全球市场血制品销售静丙占比最高	12
图 16：	中国血制品销售白蛋白占比最高	12

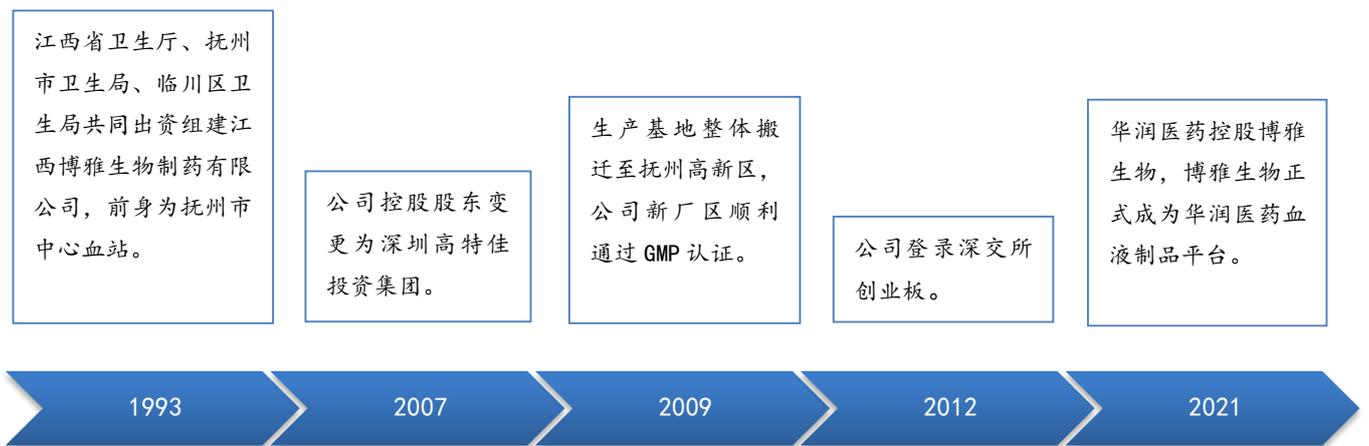
图 17: 国内血制品人均用量与海外相比有较大差距.....	12
表 1: 主要血制品适应症众多	9
表 2: 国内血制品行业集中度高	13
表 3: 国内目前以常见的血制品生产为主	13
表 4: 国内无法生产的血制品种类罕见病占多数.....	14
表 5: 华润集团涉及领域众多	15
表 6: 华润医药旗下驰名品牌众多	15
表 7: 2021 年起公司血制品业务稳定增长.....	16
表 8: 预计 2023、2024 年公司估值与同类公司相比有一定优势.....	17

1、积极进取的血制品标杆企业

1.1、公司积极主动谋发展

博雅生物于1993年成立于江西抚州，2007年深圳高特佳投资集团成为控股股东，2012年在创业板上市。2021年华润医药控股博雅生物，公司成为华润旗下血制品平台。过去二十多年，公司始终锐意进取，从抚州走出江西，从江西走向全国。白蛋白、静丙、纤原收得率行业领先，吨浆收入、吨浆利润等多项指标国内领先，成为国内血制品行业的标杆。公司是全国少数人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类产品齐全的企业之一。

图1：2021年成为华润集团血制品平台



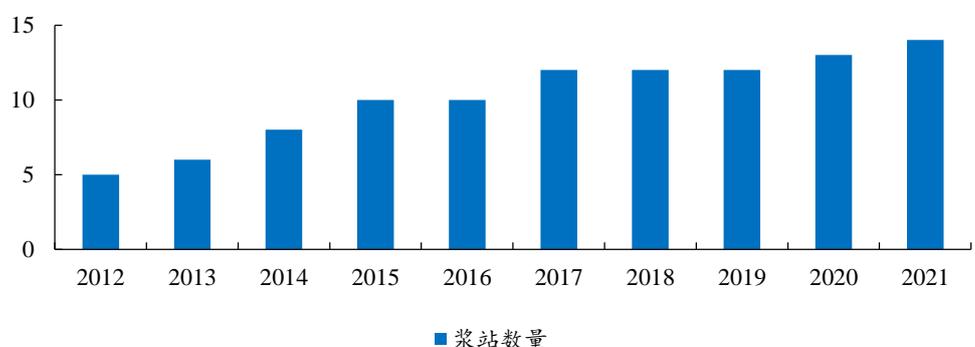
资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、公司血制品业务持续发展

1.2.1、公司浆站数量稳步增加

2012年，公司拥有5个血浆站；2020年以前，公司浆站主要集中在江西省内，在四川省拥有2个浆站。2020年，公司新增海南屯昌浆站；2021年，公司新增山西阳城浆站，浆站总数达到14个。公司浆站逐步向更多省份扩张，有望借助华润集团力量进一步打破浆站的地域限制。

图2：2012年以来公司浆站数量稳步增加



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图3： 公司浆站逐步向多个省份扩张

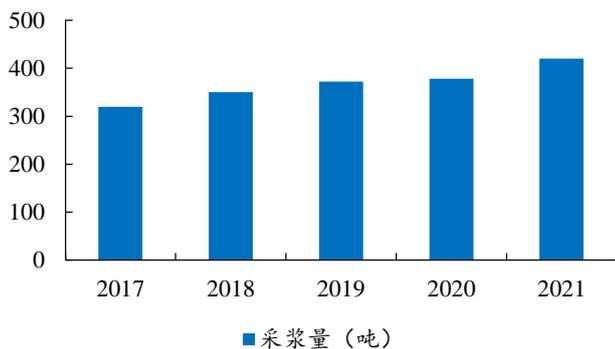


资料来源：公司年报、公司公告、山西省卫健委官网、标准地图服务网、开源证券研究所

1.2.2、公司血制品业务快速增长

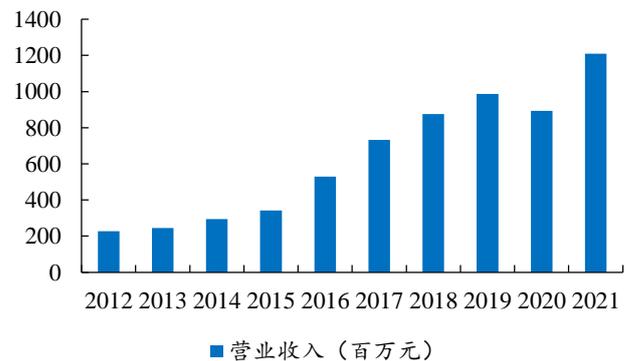
近年来，公司采浆规模稳健增长，2021年原料血浆采集约420吨。公司吨浆价值和毛利率水平处于行业前列。公司自2012年以来血制品业务快速增长，2012年血制品营业收入2.27亿元，2021年公司血制品营业收入达到12.10亿元，9年复合增长率为20.44%。公司未来将逐步剥离非血制品业务，全力聚焦血制品业务。

图4： 2017年以来采浆量稳步增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图5： 2012年以来血制品营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、纤维蛋白原国内市占率第一

公司核心产品纤维蛋白原的产品质量好，收得率高，通过积极有效的学术推广和市场营销，2015年以来纤维蛋白原收入持续增长，收入占比持续提高。受新冠疫情影响，2020年销售收入略有下降。2021年公司纤维蛋白原恢复增长，批签发数量564497瓶，同比增长107.54%。

图6：2015年以来公司纤维蛋白原收入稳步增长

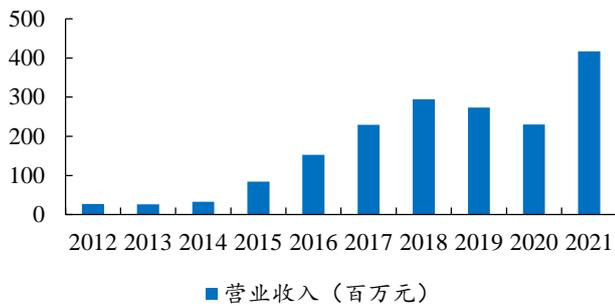
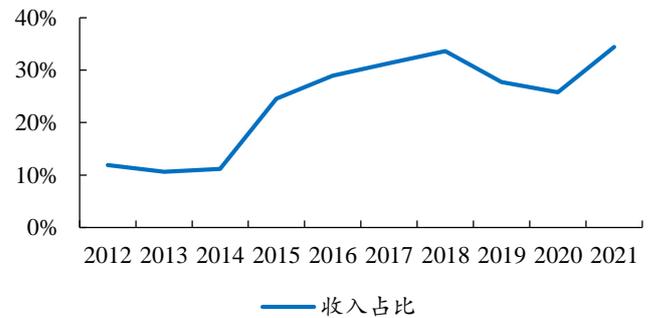


图7：2015年以来纤维蛋白原收入占比约 1/3

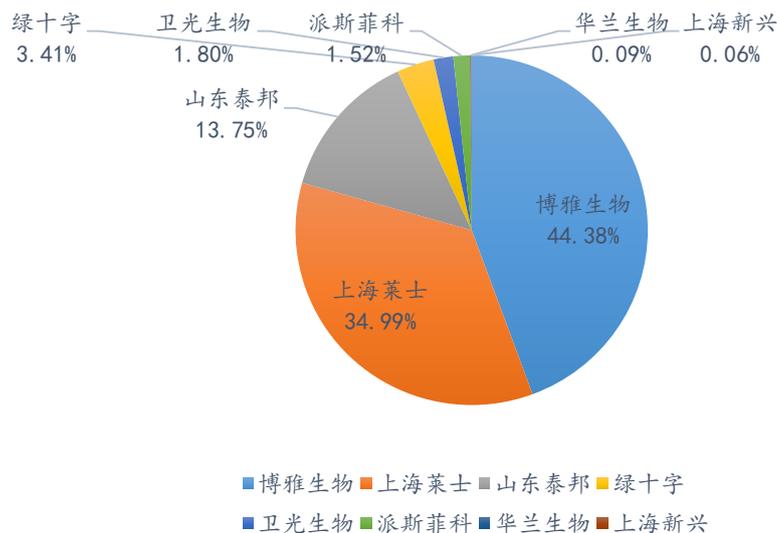


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

根据药智网数据显示，公司纤维蛋白原2021年国内市占率44.38%，排名第一；上海莱士市占率34.99%，排名第二；山东泰邦市占率13.75%，排名第三。纤维蛋白原的成功充分体现了公司的产品力和学术推广能力，同时也为公司其他产品的学术推广起到很好的借鉴作用。

图8：2021年公司纤维蛋白原市占率第一



数据来源：药智网、开源证券研究所

1.4、公司产品管线持续丰富

2021年，公司人凝血酶原复合物获批上市；2022年，公司人凝血因子VIII获批上市，有力补充了公司血制品产品梯队。公司目前在研项目为vWF因子、高浓度

(10%) 静注人免疫球蛋白等。公司不断加强研发人才队伍建设，并在提升研发能力的同时补强 BD 能力。公司制定“321”计划，力争每年 3 个品种获得立项、2 个品种申报临床、1 个品种获批上市。随着未来研发管线、产品结构的丰富，公司吨浆产值有望再创新高。

1.5、建设血制品行业标杆智能工厂，突破产能瓶颈

为满足公司未来采浆量快速增长的需要，公司计划建成亚洲规模最大，国内品种最全、技术水平最优的年投血浆 1800 吨血液制品智能工厂，并将在 2027 年投入使用。血液制品智能工厂（一期）建设项目位于江西省抚州市高新技术开发区，用地总面积 658.13 亩，工厂项目总投资 30.97 亿元，其中项目建设投资 20.47 亿元。项目将大幅提升公司未来的投浆能力，强化公司的生产能力，提高血浆的综合利用率。项目建成后将实现血液制品生产方式、物流仓储、生产装备、产品服务体系的智能化，对公司提升核心竞争力、扩大生产规模、完善产品结构、深耕战略转型、提高产品质量具有重要意义，有助于公司实现持续高质量跨越式发展

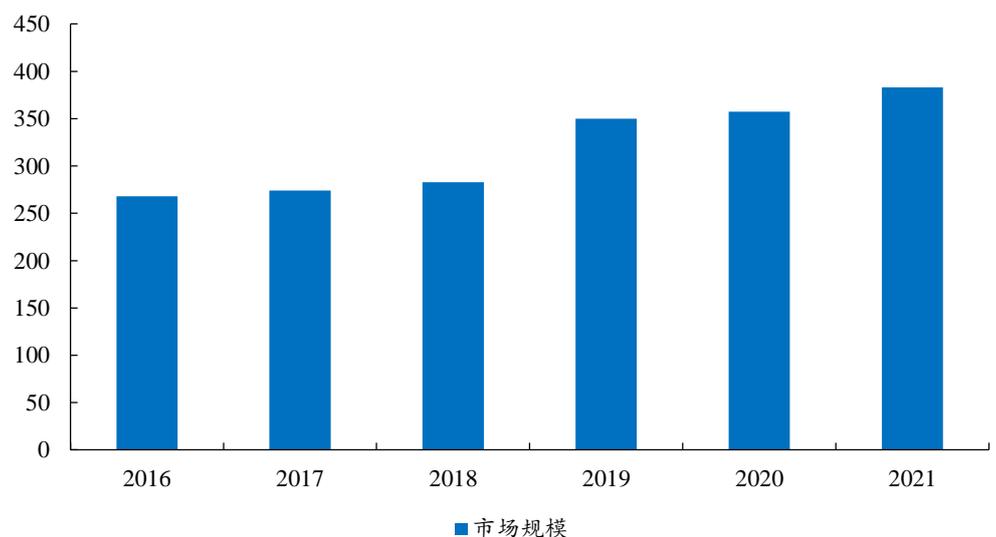
2、稳健发展的血制品行业

2.1、中国血制品行业未来有望保持稳健增长

血制品是由健康人血浆或经特异免疫的人血浆，经过分离、提纯或由重组 DNA 技术制备的血浆蛋白组分，以及血液细胞有形成分的统称，主要包括白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子、抗凝血蛋白和蛋白酶抑制剂等。血制品起源于 20 世纪 40 年代初期。由于第二次世界大战抢救伤员的需要，通过血浆提取白蛋白的技术应运而生。

中国血制品行业市场规模同样呈现出逐年攀升的状态。2016 年中国血制品市场规模为 268 亿元，2021 年中国血制品市场规模为 383 亿元。

图9：中国血制品市场规模逐年攀升

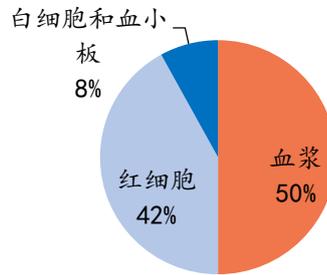


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

人体血液（全血）由 4 部分构成：血浆（50%）、红细胞（42%）、白细胞和血小板（8%），其中血浆由水（90%）、糖类电解质（3%）和蛋白质（7%）组成。而血液制品又是从 7% 的蛋白质中分离提纯制成的，主要包括白蛋白（60%）、免疫球

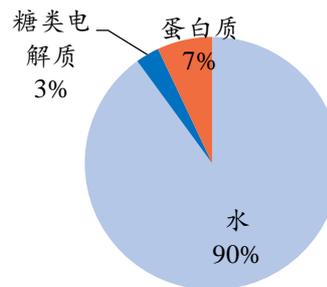
蛋白（15%）、凝血因子（1%）和其他蛋白质成分（24%）。

图10：全血中血浆占比达到 50%



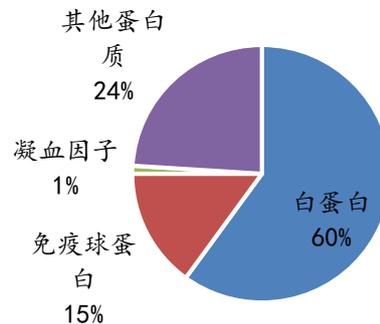
数据来源：《血液制品行业的并购战略》、开源证券研究所

图11：血浆中蛋白质占比仅有 7%



数据来源：《血液制品行业的并购战略》、开源证券研究所

图12：血制品构成中白蛋白占比超过一半



数据来源：《血液制品行业的并购战略》、开源证券研究所

人血白蛋白：临床上，白蛋白主要用于烧伤、失血性休克、水肿、新生儿溶血及低蛋白血症等疾病的治疗，此外，国内大众认为人血白蛋白有助于提高免疫力，因此人血白蛋白在我国应用较广泛。

免疫球蛋白：主要为受体补充抗体以增强机体的体液免疫，可细分为正常免疫

球蛋白和特异性免疫球蛋白，正常球蛋白根据注射方式不同可分为静脉注射免疫球蛋白（静丙）和肌肉注射免疫球蛋白（肌丙），特异性免疫球蛋白根据抗体的种类不同可分为乙免、破免、狂免等。临床运用较多的为静丙和特异性免疫球蛋白。

凝血因子：血浆与组织中直接参与血液凝固的物质，其功效主要是在血管出血时被激活，和血小板粘连在一起并且补塞血管上的漏口，较为常见的为纤维蛋白原、凝血酶原复合物、凝血七因子、八因子及九因子。凝血因子是目前唯一既可以从血浆中提取又可以通过基因重组方式获得的血液制品。

表1：主要血制品适应症众多

种类	生物学功能	产品名称	适应症
白蛋白	调节血浆渗透压、运输、解毒和营养供给	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。
免疫球蛋白	中和外毒素、阻断病毒、细菌粘附、清除病原微生物	人免疫球蛋白	预防麻疹和传染性疾病，若与抗菌药物合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效。
		静脉注射人免疫球蛋白	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。
		乙型肝炎人免疫球蛋白	主要用于乙肝的被动免疫、治疗，以及肝移植等。
		破伤风人免疫球蛋白	主要用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风杆菌有过敏反应者。
		狂犬病人免疫球蛋白	主要用于狂犬病被动免疫和治疗。
组织胺人免疫球蛋白	主要用于预防和治疗支气管哮喘、过敏性皮肤病、荨麻疹等过敏性疾病。		
凝血因子类	参与凝血过程	人凝血因子VIII	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、IV、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。

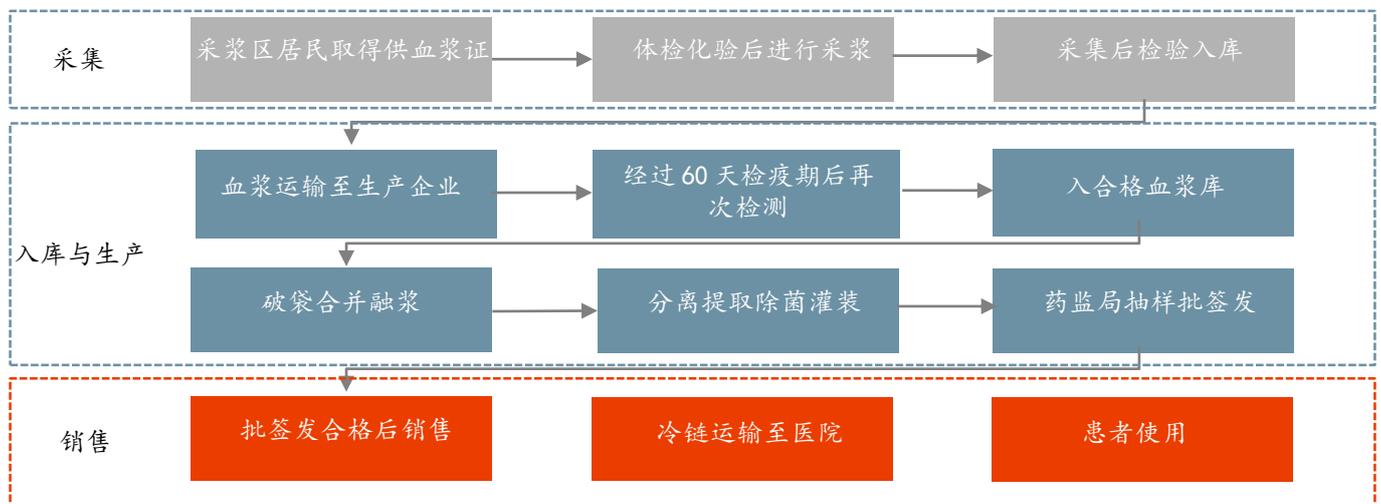
资料来源：《中国血液制品生产、使用现状及发展趋势分析》、开源证券研究所

2.2、血制品行业具有很高的进入壁垒

血制品企业运营涵盖采浆、投浆生产、批签发和销售等环节。在我国，用于生产血制品的原料血浆都是通过依法设立的单采血浆站进行采集，单采血浆站由省级卫计委审批开设，由血制品企业负责管理，是血液制品企业的独家资源。单采血浆站必须使用单采血浆机械采集，分离血浆后将红细胞、血小板、白细胞输回体内，采集的血浆经过三次病毒检疫后即可投产。血浆蛋白通过粗分离（低温乙醇法+离心/压滤工艺）和精纯化（层析技术）后，得到各种血液制品。国内血制品采用批签发制，每批产品在企业自检合格后，提交批签发申请，在药监局审批合格后才可上市销售，通过跟踪血制品的批签发量，可以了解血制品企业的产能情况。两票制前，血液制品的销售基本上是靠经销商，两票制后，血制品企业开始认识到自建销售

队伍的重要性，均开始着手建设销售队伍。

图13： 血制品各运营环节具有严格的标准



资料来源：公司官网、开源证券研究所

资源稀缺性和不可替代性造就了血制品行业的高壁垒

浆站资源难获取：

浆站的设立需要省级部门批准，并且，浆站仅能设置在县及县级市，不得与一般血站设置在同一县级行政区域内，每个单采血浆站都有自身独有的采浆区域，单采血浆站之间的采浆区域不能重合。

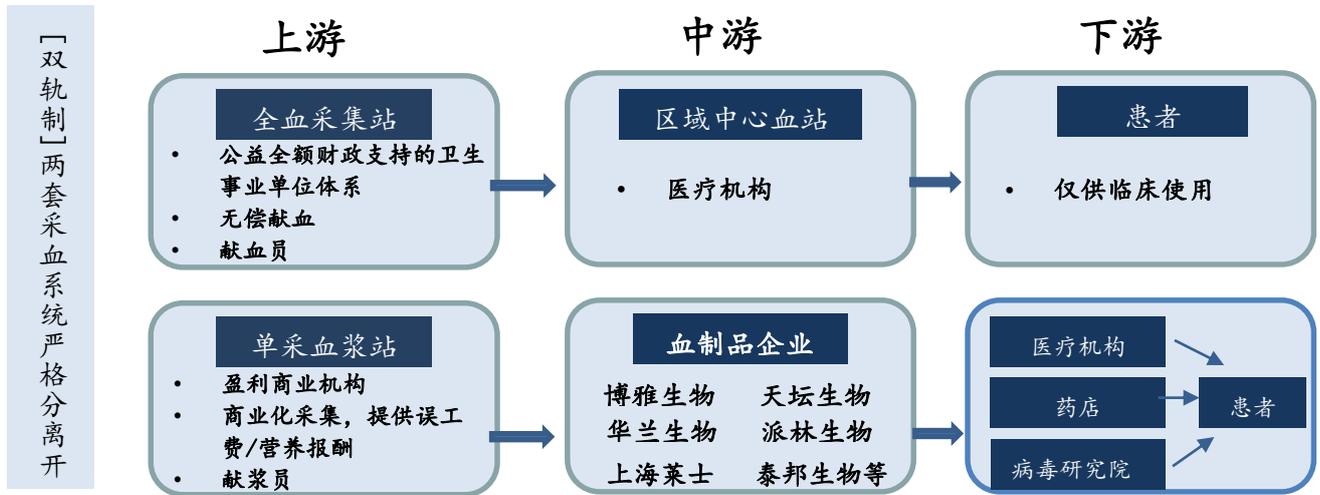
献浆人员、频次及单次献浆量均有严格限制：

单采血浆站采浆区域内的 18-55 周岁常住居民才能到对应的唯一单采血浆公司供浆，每人每年采浆频次不得超过 26 次，单次采浆量不得超过 580mL，即每人每年总采浆量最高为 15L。美国规定献浆量为 690mL 至 880mL，其中以 825mL 居多，且一周献血浆次数不超过 2 次即可，意味着献浆者一年最多献浆次数高达 104 次，即每人每年总采浆量最高为 86L。美国是全球极少数能够血液制品自给自足的国家之一。

我国血浆目前只能来源于单采血浆站：

我国血浆目前只能来自于单采血浆站，回收血浆不能使用。回收血浆（从血站采集的血液中分离而来）受限，美国 10% 的血浆来源于回收血浆，欧洲则达到 70%-80%。

图14：国内采浆系统独立于全血采集系统



资料来源：观研报告网、开源证券研究所

进口受限：

目前仅白蛋白和重组凝血因子可以进口，国内血制品企业供给端竞争压力较小。

不可替代：

除凝血因子可以通过基因重组获得外，其余血制品目前只能来源于血浆，且临床运用上难以找到其它药物替代（尤其是静丙和凝血因子类），重组凝血因子工艺复杂，目前国产仅神州细胞能生产重组八因子。

2.3、国内外血制品使用结构差异明显，渗透率有望进一步提高

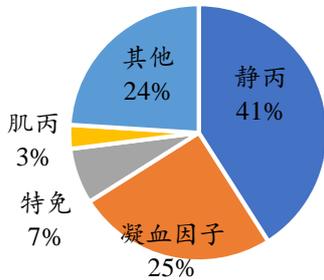
全球血制品市场 300 亿美金左右，杰特贝林（19.9%）、武田（19.8%）和基立福（17.6%）作为三大巨头，占据了全球近六成的市场。浆站数量和血浆采集量方面，全球有上千家单采血浆站，血浆采集量约 6 万吨，集中在美国、德国、中国、捷克等国家；其中近 70% 设置在美国（790 余家），10% 在欧洲。基立福（351 个）、杰特贝林（277 个）、奥克特珐玛（160 个）和武田（140 个）的浆站数量占到全球浆站数量的近 70%，采浆量达到 70% 以上。海外发达国家目前血制品销售以静丙为主，从全球范围看，血制品销售中静丙占比达到 41%。

2021 年中国拥有浆站数量 287 个，总采浆量 9390 吨，平均每千人采浆量为 6.6 升，主要使用的血制品品种是白蛋白，占比达 58%，其次是免疫球蛋白，占比达 38%，凝血因子使用量最少，仅占 4%。

临床推广有望逐步拓展血制品品类适应症，扩充市场容量。我国血液制品品种结构和国外差异较大，白蛋白占比最高（58%），而全球静脉注射用免疫球蛋白占比最高（41%）。导致这种差异的主要原因是临床上对白蛋白和静丙的认知偏差，国内普遍认为白蛋白能提高免疫力，因此，除了一些直接适应症外，对于免疫力低下的疾病国内主要使用白蛋白，而国外则更多使用静丙，因此静丙的增长除了看浆量外关键还看临床的推广，我们认为最终国内血制品市场也会像国外一样，依靠静丙推动。特免方面，近两年狂免、破免逐渐被市场认可，增长迅速。凝血因子方面，

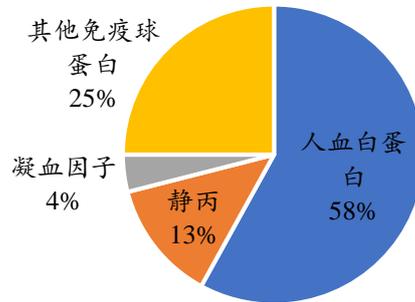
我国血友病的用药率非常低，而且多是发病后治疗，导致致残率高，而美国的血友病已能预防用药，因此市渗率的提升能促进凝血因子市场的发展。

图15：全球市场血制品销售静丙占比最高



数据来源：《工艺和研究实力决定未来血液制品竞争格局》、开源证券研究所

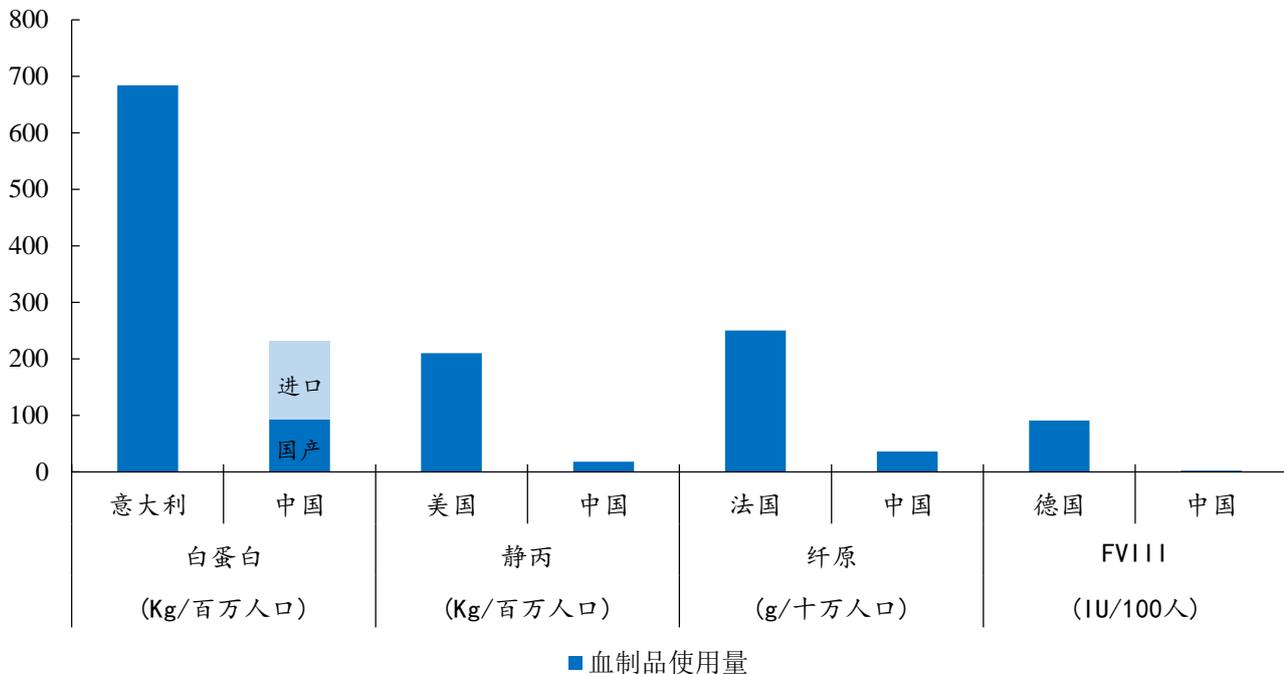
图16：中国血制品销售白蛋白占比最高



数据来源：《工艺和研究实力决定未来血液制品竞争格局》、开源证券研究所

我国血制品的供给量和人均使用量均远低于欧美国家。根据世界卫生组织的建议，若要实现白蛋白自给自足，千人采浆量需要达到 10L/1000 人，要实现静丙(IVIG)的自给自足，则千人采浆量需要达到 40L/1000 人，我国白蛋白大量依赖进口，对于不能进口的免疫球蛋白和凝血因子的缺口更大。我们预计未来几年血制品市场依然处于供不应求的状态。

图17：国内血制品人均用量与海外相比有较大差距



数据来源：博雅生物崇仁血浆站、开源证券研究所

2.4、国内血制品行业集中度高

目前血制品行业是存量竞争的局面。2001年后国家不再新批血液制品生产企业，且所有血制品企业必须通过GMP认证，进一步淘汰生产能力不达标的小企业，存量仅有31家血制品企业。近年来，大型血制品公司通过兼并、收购的方式，使我国血液制品行业集中度得到大幅提升。目前已形成以天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物等大型血制品公司为行业龙头的局面。2021年，上述四家公司采集血浆均在1000吨以上，合计采浆5600多吨，占国内血浆采集量的60%左右。

资源会不断向头部集中，马太效应明显。2012年，卫生部《关于单采血浆站管理有关事项的通知》。政策规定，有资格申请设置新的单采血浆站的企业，其血液制品生产单位注册的血液制品不得少于6个品种，且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品。按照该规定，目前具有新设单采血浆站资质的企业仅有9家：华兰生物、天坛生物、博雅生物、上海莱士、卫光生物、泰邦生物、绿十字及派斯菲科。

市场供不应求，浆站资源是血制品企业的核心。每个血浆站都有自己固定的采浆范围，只有采浆范围内的人群才能够献浆。单血采浆站的资源属性很强，一旦获取，其他企业很难再抢走。

表2：国内血制品行业集中度高

企业名称	2021年采浆量(吨)	2021年浆站数	2021年血制品营收(亿元)
天坛生物	1809	82	40.98
上海莱士	1280	41	42.85
华兰生物	1000	25	25.98
派林生物	900	38	19.66
博雅生物	420	14	12.10
卫光生物	447	8	8.89
博晖创新	253	12	--

数据来源：天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、博雅生物、卫光生物、博晖创新2021年报、全景网、开源证券研究所

2.5、国内血制品种类有望进一步扩充

整个行业的增长主要靠浆量的提升和品类的丰富。浆量是决定供给量的核心要素；品类丰富则能提高吨浆产值和利润。国内目前主要生产的大部分为较为常见的品种。高附加值品种的生产较少，随着未来高附加值品种逐步上市，国内血制品企业的吨浆收入和利润有望进一步提升。

表3：国内目前以常见的血制品生产为主

分类	品种
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(pH4)
	冻干静注人免疫球蛋白(pH4)
	人免疫球蛋白

	乙型肝炎人免疫球蛋白
	静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)
	狂犬病人免疫球蛋白
	破伤风人免疫球蛋白
	组织胺人免疫球蛋白
凝血因子类	人凝血因子 VIII
	人凝血酶原复合物
	人纤维蛋白原
	冻干人凝血酶
	人纤维蛋白粘合剂

资料来源：博雅生物、天坛生物、上海莱士、派林生物 2021 年报、开源证券研究所

表4：国内企业可进一步拓展的血制品种类众多

品种
α -1 蛋白酶抑制剂
抗血友病因子 (重组)
抗血友病因子 (人)
抗凝血酶 III 浓缩物 (人)
C1 酯酶抑制剂
C1 酯酶抑制剂皮下 (人)
人类凝血因子 IX 和 X
纤维蛋白密封剂
免疫球蛋白皮下(人)
RHO (D) 免疫球蛋白注射液

资料来源：杰特贝林官网、开源证券研究所

3、 华润赋能，进入新的发展阶段

3.1、 华润集团将为公司提供持续的战略支持

3.1.1、 华润集团拥有雄厚的产业基础

华润集团创立于 1938 年，2003 年归属国务院国资委直接监管，被列为国有重点骨干企业。2000 年以来，经历两次“再造华润”，奠定了业务格局和经营规模，目前业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域，下设 25 个业务单元，两家直属机构，实体企业 3077 家，在职员工约 37.5 万人。集团位列 2022 年《财富》世界五百强第 70 位。所属企业中有 8 家在香港上市，8 家在内地上市。目前，华润零售、啤酒、燃气、商业地产、制药和医疗等经营规模在全国位居前列。

表5：华润集团涉及领域众多

行业领域	品牌名称
大消费	华润啤酒、华润万家、华润怡宝、华润五丰
综合能源	华润电力、华润燃气
城市建设运营	华润置地、华润水泥、华润物业、
大健康	华润医药、华润三九、华润双鹤、华润江中、华润健康
产业金融	华润金融、华润银行、华润信托、华润资产、华润资本
科技及新兴产业	华润创业、华润微电子、华润化学材料、华润环保、华润数科

资料来源：华润集团官网、开源证券研究所

3.1.2、华润医药综合实力强，处于行业领先地位

华润医药集团是中国领先的综合医药公司，位列行业前三，主要从事医药研发、制造、分销及零售等业务。2021年，华润医药集团实现营业收入2368.06亿港元，净利润66.47亿港元。2022年在《财富》中国500强排行榜中位列第65位。公司旗下拥有华润医药商业、华润三九、华润双鹤、华润江中、东阿阿胶等知名企业。华润医药制造位列行业前五，生产615种药品，是国内第一大非处方药制造商。华润医药商业位列行业前三，业务网络覆盖全国，经营全国最大的零售药房网络之一。

表6：华润医药旗下驰名品牌众多

部分旗下公司	公司简介
华润医药商业	主要从事医药商品营销、物流配送以及提供医药供应链解决方案服务。
华润双鹤	涵盖新药研发、制剂生产、药品销售等方面，是国有大型化学药综合制剂企业。
华润江中	主要从事中成药、保健食品，“江中”品牌连续19年荣登“中国500最具价值品牌”榜单。
东阿阿胶	拥有中成药、保健品、生物药等产业门类，是全国最大的阿胶系列产品生产企业。
华润三九	主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，旗下“999”品牌市场占有率高。
华润紫竹	专注于女性健康领域，是国内女性健康用药领域的佼佼者。
华润博雅生物	华润旗下唯一血制品企业，是全国少数人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类产品齐全的企业。

资料来源：华润医药商业、华润双鹤、华润江中、东阿阿胶、华润三九、华润紫竹、博雅生物、华润医药官网、开源证券研究所

3.2、华润赋能，迈向“世界一流血液制品企业”

截止2022年三季度末，华润医药持有公司29.28%的股份，为公司的控股股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司的最终实际控制人。

公司是华润医药大健康板块唯一的血液制品平台，依托华润医药集团的强大资源优势，获得大量资金、渠道、技术等多方位支持和保障。华润医药入主前，公司浆站主要集中在江西省内。华润医药入主后，公司在浆站资源获取方面成长潜力巨大，与更多省份战略合作，提升了公司浆站建设速度。公司目标在十四五期间浆站数量达到30个以上，采浆规模达到1000吨以上，纤维蛋白原、PCC产品保持国内市场优势地位，跻身血液制品第一梯队，未来迈向“世界一流血液制品企业”。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

血制品业务：随着现有血浆站采浆量的持续提升；后续新浆站持续落地；PCC和凝血八因子的持续放量；高浓度静丙等新产品的获批。我们预计2022-2024年血制品业务收入端增速分别为9.06%、13.64%和20.00%。

复大医药经销业务：2022 年受到静丙销量增加，新产品业务开发影响，收入有所增加，受集采、国谈等政策影响，毛利率预计有所下滑。根据公司公告，华润医药控股承诺：本次发行完成后（2021 年 11 月 25 日已完成发行）24 个月内通过华润医药商受让复大医药股权等方式进行业务整合。预计 2023 年对复大医药进行剥离，我们预计 2022-2024 年复大医药收入端增速分别为 22.69%、-50.00%和-100.00%。

天安药业：2022 年受集采政策影响，盐酸二甲双胍片、肠溶片等主要产品销量下降导致收入下降。由于博雅生物后续聚焦血制品业务，根据公司公告，华润医药控股承诺：本次发行完成后（2021 年 11 月 25 日已完成发行），督促博雅生物在本次发行完成后 24 个月内通过股权转让、资产处置等方式退出 II 型糖尿病业务。预计 2023 对天安药业进行剥离，我们预计 2022-2024 年复大医药收入端增速分别为 -25.01%、-20.00%和-100.00%。

新百药业：2022 年受集采、退出地方医保等政策影响，缩宫素注射液、复方骨肽注射液等主要产品销量下降导致收入下降。由于博雅生物后续聚焦血制品业务，预计 2023 和 2024 年对新百药业进行部分剥离，我们预计 2022-2024 年新百药业收入端增速分别为-14.25%、-10.00%和-50.00%。

欣和制药：2022 年由于原料药品种生产尚未实现规模化，销售毛利不能完全消化固定资产折旧，仍处于亏损状态。由于博雅生物后续聚焦血制品业务，预计 2023 和 2024 年对欣和制药进行部分剥离，我们预计 2022-2024 年新百药业收入端增速分别为-51.59%、0.00%和-50.00%。

表7：2021 年起公司血制品业务稳定增长

业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
血制品业务					
收入（百万元）	893	1210	1320	1500	1800
yoy		35.48%	9.06%	13.64%	20.00%
毛利率	62.90%	67.77%	68.50%	69.00%	69.00%
复大医药					
收入（百万元）	640	664	814	407	0
Yoy		3.74%	22.69%	-50.00%	-100.00%
毛利率	17.26%	14.68%	13.00%	13.00%	0.00%
天安药业					
收入（百万元）	320	238	178	143	0
yoy		-25.72%	-25.01%	-20.00%	-100.00%
毛利率	78.72%	76.02%	73.00%	73.00%	0.00%
新百药业					
收入（百万元）	634	511	438	394	197
Yoy		-19.47%	-14.25%	-10.00%	-50.00%
毛利率	84.82%	81.41%	79.00%	79.00%	0.00%
欣和制药					
收入（百万元）	26	30	14	14	7
Yoy		14.84%	-51.59%	0.00%	-50%
毛利率	-48.38%	-7.18%	-10.00%	-10.00%	-10.00%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司后续将逐步剥离非血制品业务，聚焦血制品板块，力争成为世界一流的血制品企业。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.32、5.29、5.89 亿元，2022-2024 年对应 EPS 分别为 0.86/1.05/1.17 元，当前股价对应 PE 分别为 40.4/33.0/29.7 倍，我们选取了同为生物制品的天坛生物、欧林生物、派林生物和百克生物作为对比公司，预计 2023、2024 年公司估值与同类公司相比有一定优势。公司历史上优秀的经营能力叠加华润集团的赋能，我们预计公司未来会有较大的发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：预计 2023、2024 年公司估值与同类公司相比有一定优势

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600161.SH	天坛生物	24.27	18.94%	15.53%	12.17%	20.93%	52.3	44.5	40.6	33.6
688319.SH	欧林生物	21.67	198.82%	-75.39%	308.79%	68.18%	134.4	211.6	80.9	48.1
000403.SZ	派林生物	21.52	110.29%	32.08%	30.88%	18.57%	52.5	30.5	23.3	19.7
688276.SH	百克生物	58.01	-41.77%	-25.42%	212.13%	47.17%	116.3	157.1	42.2	28.7
	平均						88.9	110.9	46.8	32.5
300294.SZ	博雅生物	34.66	32.50%	25.40%	22.40%	11.30%	50.7	40.4	33.0	29.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（除了博雅生物外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期，股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价）

5、风险提示

- (1) 浆站拓展不及预期；
- (2) 产品降价风险；
- (3) 新品上市不及预期；
- (4) 产品销售不及预期等风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2927	5646	5983	6569	7403
现金	754	1584	1648	3211	3574
应收票据及应收账款	550	454	0	0	0
其他应收款	53	68	58	54	38
预付账款	733	13	764	0	568
存货	689	677	663	454	372
其他流动资产	147	2850	2850	2850	2850
非流动资产	2240	1976	1831	1542	1203
长期投资	136	0	-136	-272	-406
固定资产	729	716	694	550	365
无形资产	316	273	296	315	324
其他非流动资产	1060	987	978	949	919
资产总计	5167	7622	7814	8110	8605
流动负债	876	631	460	293	258
短期借款	220	0	120	0	0
应付票据及应付账款	286	278	0	0	0
其他流动负债	370	353	340	293	258
非流动负债	99	70	65	43	22
长期借款	55	22	17	-5	-26
其他非流动负债	44	48	48	48	48
负债合计	975	701	525	336	280
少数股东权益	85	91	105	127	152
股本	433	512	512	512	512
资本公积	1947	4258	4258	4258	4258
留存收益	1928	2259	2635	3098	3613
归属母公司股东权益	4108	6829	7185	7647	8173
负债和股东权益	5167	7622	7814	8110	8605

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	719	1345	-98	1490	80
净利润	275	358	446	551	614
折旧摊销	95	110	83	86	86
财务费用	9	-21	-44	-59	-94
投资损失	-10	-32	-14	-14	-18
营运资金变动	338	816	-566	930	-505
其他经营现金流	12	115	-3	-3	-4
投资活动现金流	-128	-2536	79	221	274
资本支出	143	68	75	-68	-119
长期投资	5	-2505	136	135	134
其他投资现金流	9	37	17	17	21
筹资活动现金流	-390	2032	-36	-28	9
短期借款	-37	-220	120	-120	0
长期借款	-214	-33	-6	-21	-22
普通股增加	0	78	0	0	0
资本公积增加	0	2311	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-104	-151	113	31
现金净增加额	200	841	-56	1683	363

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2513	2651	2759	2457	2016
营业成本	1054	1140	1118	932	689
营业税金及附加	20	20	22	19	16
营业费用	864	768	895	688	494
管理费用	176	204	183	170	142
研发费用	89	59	76	73	58
财务费用	9	-21	-44	-59	-94
资产减值损失	-0	-81	0	0	0
其他收益	11	7	8	9	9
公允价值变动收益	0	11	3	3	4
投资净收益	10	32	14	14	18
资产处置收益	-2	-1	-0	-0	-1
营业利润	331	443	532	660	741
营业外收入	15	3	3	8	7
营业外支出	18	3	3	7	8
利润总额	328	443	532	661	740
所得税	53	85	87	110	126
净利润	275	358	446	551	614
少数股东损益	15	14	13	22	25
归属母公司净利润	260	345	432	529	589
EBITDA	417	507	571	678	725
EPS(元)	0.52	0.68	0.86	1.05	1.17

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-9.0	5.5	4.1	-10.9	-17.9
营业利润(%)	-35.5	33.7	20.1	24.1	12.2
归属于母公司净利润(%)	-39.0	32.5	25.4	22.4	11.3
获利能力					
毛利率(%)	58.1	57.0	59.5	62.1	65.8
净利率(%)	10.3	13.0	15.7	21.5	29.2
ROE(%)	6.6	5.2	6.1	7.1	7.4
ROIC(%)	6.0	4.7	5.6	6.4	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	18.9	9.2	6.7	4.1	3.3
净负债比率(%)	-9.2	-22.1	-20.3	-40.9	-42.8
流动比率	3.3	8.9	13.0	22.4	28.7
速动比率	1.7	7.8	9.9	20.8	25.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2
应收账款周转率	4.9	5.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.4	5.1	9.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.68	0.86	1.05	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	2.67	-0.19	2.95	0.16
每股净资产(最新摊薄)	8.15	13.54	14.25	15.17	16.21
估值比率					
P/E	67.2	50.7	40.4	33.0	29.7
P/B	4.3	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	41.8	26.8	23.9	17.7	16.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn