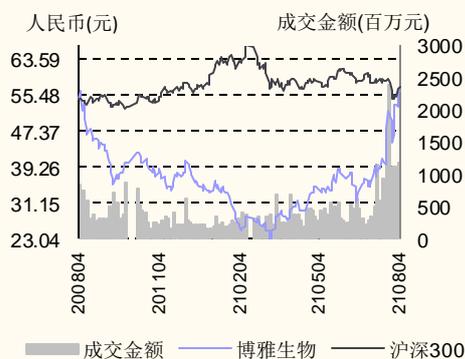


市场价格 (人民币): 56.59 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.33
已上市流通 A 股(亿股)	4.33
总市值(亿元)	245.22
年内股价最高最低(元)	56.59/23.04
沪深 300 指数	4979
创业板指	3563



## 华润入股央企赋能，成长潜力边际提升

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,761	2,513	3,019	3,403	3,857
营业收入增长率	15.64%	-8.98%	20.13%	12.71%	13.34%
归母净利润(百万元)	426	260	411	518	623
归母净利润增长率	-9.17%	-38.97%	58.01%	26.09%	20.15%
摊薄每股收益(元)	0.983	0.600	0.948	1.196	1.437
每股经营性现金流净额	-0.29	1.68	0.48	1.09	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.89%	6.33%	5.61%	6.67%	7.49%
P/E	31.76	55.89	56.03	44.43	36.98
P/B	3.46	3.54	3.14	2.96	2.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **血液制品为主的综合性医疗产业集团，业绩长期稳健增长。**博雅生物是以血液制品业务为主导，集生化药、化学药、原料药等为一体的综合性医疗产业集团。公司血液制品营收增速稳健，2012-2020 年复合增速为 18.67%。
- **血制品行业成长确定性较高，景气度持续回暖。**血制品行业监管严格，具备高准入壁垒，长期处于供不应求态势。我国实际血浆需求量超过 14,000 吨，受疫情影响，2020 年全行业实现约 8300 吨采浆量，下滑约 10%。公司是行业内极少数实现采浆量正增长的企业，2020 年度采浆量约 378 吨，同比增长 1.61%。随着疫情影响逐步消除，行业景气度将持续回暖。
- **吨浆效率处于行业头部水平，产品丰富度持续提升。**公司在血制品制备方法和工艺水平上具有先进优势，我们测算，2019 年公司单站采浆量约为 31 吨，吨浆收入为 278 万元，吨浆净利润为 76 万元，处于行业第二。未来 3 年，公司计划每年将有一个新品上市，血浆综合利用率有望持续提升。
- **华润入股提升拓浆能力，丹霞资产潜力突出。**国务院国资委已批复原则同意华润医药控股通过受让股份、接受表决权委托并全额认购公司向特定对象发行的股份等方式取得公司控制权，成为公司实控人。随着与华润医药控股的深入合作，公司有望进一步增加浆站数量，目前已取得 19 家新设浆站的县级批文，预计于 2022 年至 2023 年间逐步实现采浆，预计采浆总量 350-450 吨。此外，华润医药承诺将尽最大努力继续支持并统一推动丹霞生物下辖浆站的续证工作及血浆产供合作相关事项。丹霞生物拥有超过 20 个浆站，2019 年实现采浆 307 吨，截至 2021 年 3 月末，库存合格血浆约为 577 吨。若未来血浆产供合作顺利推进，将为公司贡献较大业绩增长点。

## 盈利预测与投资建议

- 暂不考虑公司新设浆站的扩张和丹霞生物的贡献，我们预测公司 2021-2023 年实现归母净利润 4.11、5.18、6.23 亿元，分别同比增长 58%、26%、20%，对应 EPS 为 0.95、1.20、1.44 元/股。
- 我们采用 PE 估值，给予目标市值为 284.90 亿元，给予“买入”评级。

## 风险

- 华润入股进度不及预期，采浆拓展不达预期，丹霞供浆合作及资产注入不达预期，产能落地不及预期，商誉减值风险，血液制品质量安全性风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

赵博宇

联系人  
zhaobuy@gjzq.com.cn

## 内容目录

博雅生物：血液制品为主的综合性医疗产业集团.....	4
血制品行业成长确定性较高，景气度持续回暖.....	5
行业供应稀缺性突出，成长确定性较高.....	5
疫情对供应端影响逐步减弱，行业景气度逐步回暖.....	8
公司血制品制备工艺先进，吨浆效率处于行业头部水平.....	10
产品丰富度持续提升，血浆综合利用率稳步提高.....	12
华润入股提升拓浆能力，丹霞资产潜力突出.....	14
盈利预测与投资建议.....	18
风险提示.....	20

## 图表目录

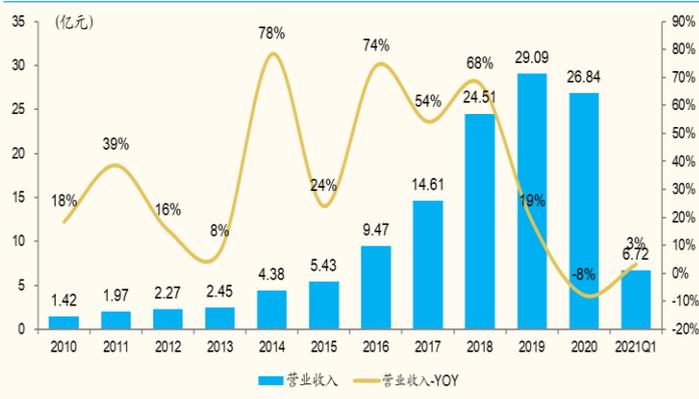
图表 1：2010-2021Q1 公司营业收入变化情况.....	4
图表 2：2010-2021Q1 公司净利润变化情况.....	4
图表 3：2020 年公司主营营业收入构成情况.....	4
图表 4：2020 年公司主营营业毛利构成情况.....	4
图表 5：公司历年多元化并购情况.....	5
图表 6：血液、血浆及血浆蛋白构成示意图.....	5
图表 7：2000-2017 年全球采浆增长情况.....	6
图表 8：2017 年全球采浆情况.....	6
图表 9：全球主要国家血浆采集政策主要差异.....	7
图表 10：2006-2019 年全国在营单采血浆站数量.....	7
图表 11：2006-2019 年全国新批单采血浆站数量.....	7
图表 12：2006-2020 年全国采浆量变化.....	8
图表 13：2008-2019 年美国采浆量变化.....	8
图表 14：2014-2025 中国血制品市场规模（十亿美元）.....	8
图表 15：2017 年全球血浆蛋白治疗市场结构.....	8
图表 16：2021 年 1-3 月国内血制品批签发量情况.....	8
图表 17：国内人血白蛋白批签发情况.....	9
图表 18：静丙批签发情况.....	10
图表 19：2019 年全国血制品行业竞争格局（按采浆量）.....	10
图表 20：公司核心竞争优势.....	10
图表 21：低温乙醇法结合层析工艺生产静注人免疫球蛋白的工艺升级对比... 11	11
图表 22：公司在建产能情况.....	11
图表 23：2019 年血制品行业主要公司采浆效率与吨浆效益对比.....	12
图表 24：主要血制品公司产品线对比.....	12
图表 25：2017-2021Q1 公司各血制品品种签发量.....	13
图表 26：国际血液制品利润分布示意图.....	13

图表 27: 公司血制品业务历年毛利率变化.....	13
图表 28: 公司部分在研产品.....	14
图表 29: 公司并购前后股权结构变化.....	14
图表 30: 华润医药控股近年营收变化.....	15
图表 31: 华润医药控股近年利润变化.....	15
图表 32: 公司血液制品业务历年收入变化.....	15
图表 33: 2015-2020 年公司采浆量变化.....	16
图表 34: 2015-2020 年公司浆站数变化.....	16
图表 35: 2020 年公司下属浆站详情.....	16
图表 36: 云南单采血浆站设置规划 (2020-2023) 拟新设浆站.....	16
图表 37: 公司预计 2021-2023 年新设浆站情况.....	17
图表 38: 丹霞生物部分下属浆站详情.....	17
图表 39: 2017-2020 年丹霞生物采浆量.....	18
图表 40: 2021 年 3 月末丹霞生物库存血浆浆龄分布.....	18
图表 41: 血制品行业历年调浆及改变供浆关系获得浆源的案例.....	18
图表 42: 2021-2023 年公司收入及毛利润预测.....	19
图表 43: 2010-2020 年公司利润率变化情况.....	20
图表 44: 2010-2020 年公司费用率变化情况.....	20
图表 45: 可比公司估值情况 (截止 2021/8/3).....	20

## 博雅生物：血液制品为主的综合性医疗产业集团

- 博雅生物始建于 1993 年，于 2012 年登陆深交所创业板，是以血液制品业务为主，集生化药、化学药、原料药等为一体的综合性医疗产业集团。公司总部位于江西省抚州市，2020 年集团拥有在职员工数量合计 1618 人。
- 2020 年业绩受疫情影响波动，长期表现良好。受疫情影响，2020 年，公司实现营业收入 26.84 亿元，同比下降 8%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比下降 39%。2010-2020 年期间，公司营收复合增长率达到 34.17%，净利润复合增长率为 17.92%，长期增长动力及盈利能力稳健。2021 年第一季度，公司实现收入 6.72 亿元，同比增长 3%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 5%，业绩逐步回暖。

图表 1：2010-2021Q1 公司营业收入变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

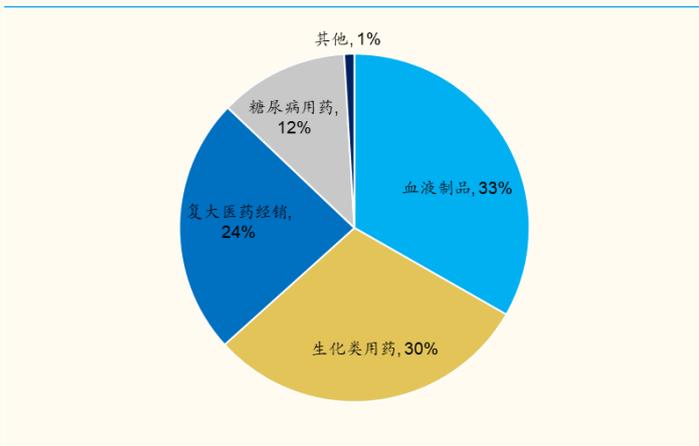
图表 2：2010-2021Q1 公司净利润变化情况



来源：Wind，国金证券研究所

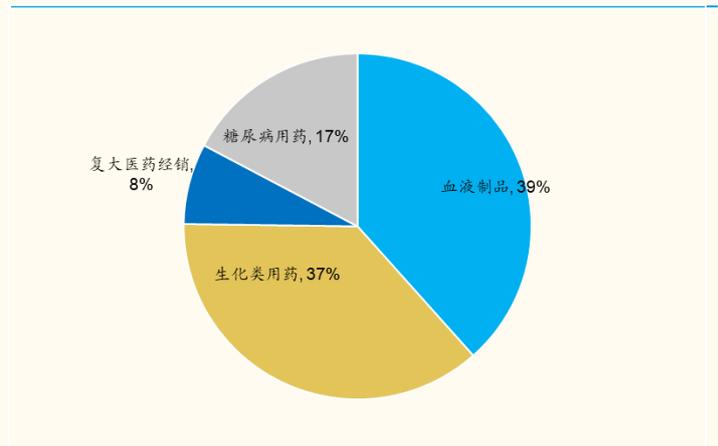
- 血制品（不含血液制品经销业务）为公司核心支柱业务，未来将进一步战略聚焦。公司构建了以“血液制品为核心、专注医药工业”的“1+N”大发展战略，致力实现血液制品业务、非血液制品业务协同发展。2020 年公司血液制品业务收入占比为 33.29%，毛利占比为 38.51%。2021 年 7 月 8 日，公司公告拟以 1.93 亿元的价格转让持有的罗益生物 11.68% 的股权，未来战略发展的重心将逐步聚焦于血液制品业务。

图表 3：2020 年公司主营营业收入构成情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2020 年公司主营营业毛利构成情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 公司历年多元化并购情况

时间	事件	收购/投资/转让价格	目的
2013.12	公司收购贵州天安药业股份有限公司 55.59% 股权	1.84 亿元	布局糖尿病系列药物业务
2014.5	公司投资成立江西博雅欣和制药有限公司	5000 万元	发展小分子化学原料药及制剂业务
2015.8	收购南京新百药业股份有限公司 83.87% 股权	5.2 亿元	发展生化类药物业务
2017.10	以自有资金人民币收购复大医药 82% 股权	2.18 亿元	强化集团产品的市场推广和营销网络建设
2019.12	拟以现金方式收购罗益生物 11.68% 股权, 以发行股份和可转换公司债券及支付现金的方式购买罗益生物 48.87% 股权, 2020.4, 公司终止购买罗益生物 48.87% 股权事项。	1.75 亿元 (对应 11.68% 股权) 7.78 亿元 (对应 48.87% 股权)	布局疫苗业务
2021.7	转让罗益生物 11.68% 的股权	1.93 亿元	未来战略发展重心逐步聚焦于血液制品业务

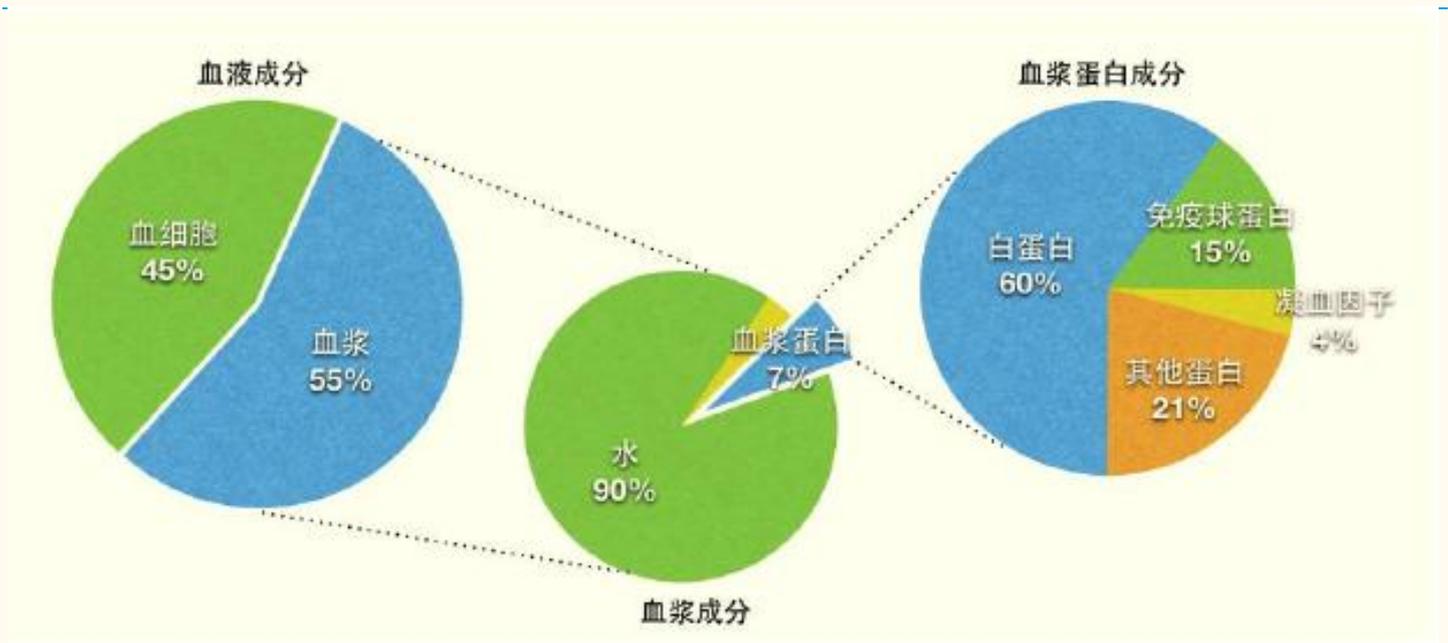
来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

## 血制品行业成长确定性较高, 景气度持续回暖

### 行业供应稀缺性突出, 成长确定性较高

- 血液制品是以健康人血液为原料, 采用生物学工艺或分离纯化技术制备的生物活性制剂。人体血液由血浆、红细胞、白细胞和血小板组成, 其中血浆约占血液体积的 55%。人血浆中约 90% 是水, 仅有约 7% 是蛋白质。在蛋白质中约 60% 为白蛋白、约 15% 为免疫球蛋白、约 4% 为凝血因子类、约 21% 为其他蛋白成分。

图表 6: 血液、血浆及血浆蛋白构成示意图

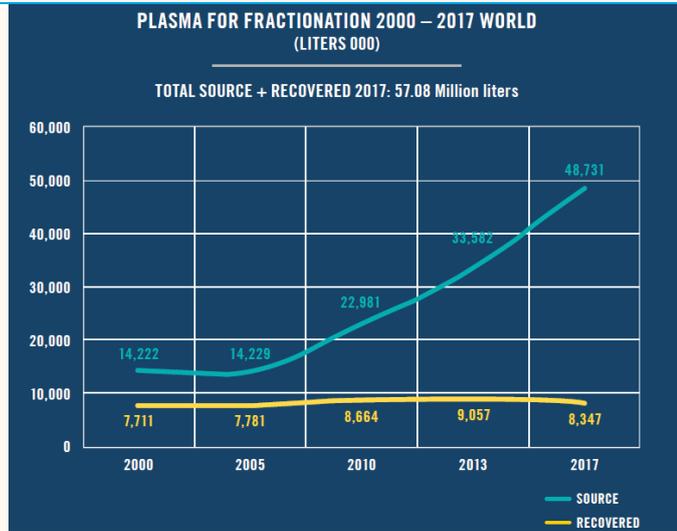


来源: 卫光生物招股书, 国金证券研究所

- 中游生产商主导血制品产业价值链, 生产销售存在一定周期。血制品产业链主要包括上游血浆采集、中游血液制品生产以及下游的终端销售等。从血浆采集看, 国际血液制品生产用的原料血浆通常分为回收血浆和单采血浆两种。回收血浆主要是医院将全血中的血细胞提取后剩余的血浆; 单采血浆则是通过单采血浆技术从人体内采集的血浆; 血制品生产流程和工艺复杂, 从采浆到终端供应需要较长的时间。这使得血制品生产不同于其他生物制品和化学药品, 直接材料和制造费用在总成本结构中占比较高。
- 采集血浆为全球主要原料供应来源, 美国是全球主要浆源供应国。2017 年, 全球采集血浆占据血浆供应的 85%。2000 年至 2017 年全球血浆产量增长约 3400 万升, 而回收血浆的供应量基本持平, 同期增幅不到 70 万升。

根据 MRB 统计资料，受益于有利的监管环境，美国在全球范围内提供了全球 71%的采集血浆。

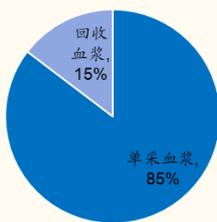
图表 7: 2000-2017 年全球采浆增长情况



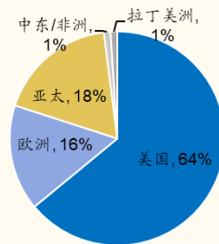
来源: MRB, 国金证券研究所

图表 8: 2017 年全球采浆情况

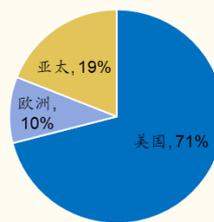
2017 年全球采浆来源占比



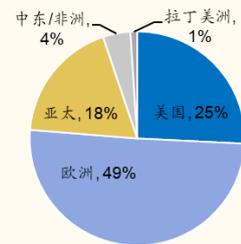
2017 年全球采浆区域贡献



2017 年全球单采血浆区域贡献



2017 年全球回收血浆区域贡献



来源: MRB, 国金证券研究所

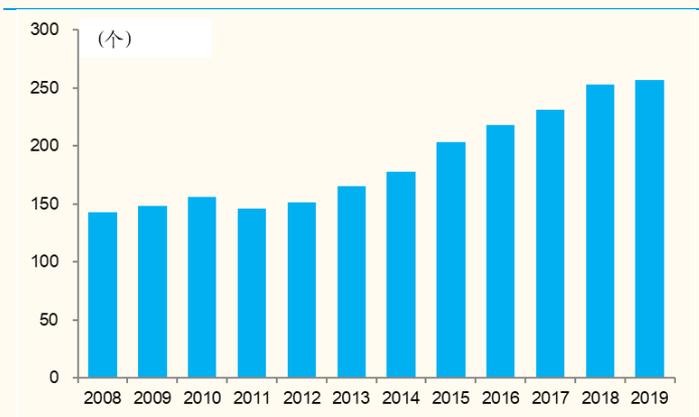
- **中国对原料血浆采集监管严格，近年来新批浆站放缓。**在中国，回收血浆不允许用于血液制品的生产，原料血浆只能通过单采血浆技术采集。原料血浆的采集和管理体系非常严格，必须由依法审批设立的单采血浆站进行，其他单位和个人不得从事单采血浆活动。同时我国的血浆采集管理较欧美国家也更为严格。美国捐赠指南 7 天之内两次捐赠，相隔两天，每年最多 104 次捐赠；根据捐赠者的体重，捐赠量从 690 毫升到 880 毫升不等。大多数国家/地区都采用了欧洲委员会的建议：每月两次捐款 (<33 /年) 至少间隔 48 小时，并且仅限于每年 28.5 升；对于 176 磅重的供体，固定在 850 毫升的容量。

图表 9: 全球主要国家血浆采集政策主要差异

	美国	欧洲部分国家	中国
频次	<2次/周 最低间隔72小时	≤2次/周 最低间隔48小时	≤2次/月 最低间隔14天
采集量	690-880ml	≤650ml	≤580ml (含抗凝剂)
回收血浆	可用于生产加工	可用于生产加工	不可用于生产加工

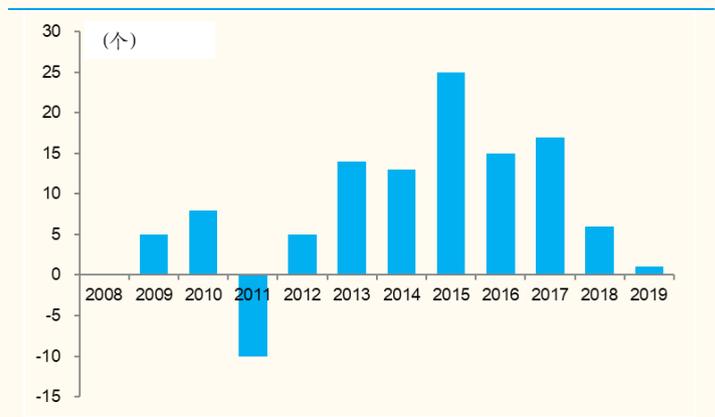
来源: 卫光生物招股书, 国金证券研究所

图表 10: 2006-2019 年全国在营单采血浆站数量



来源: 火石创造, 国金证券研究所

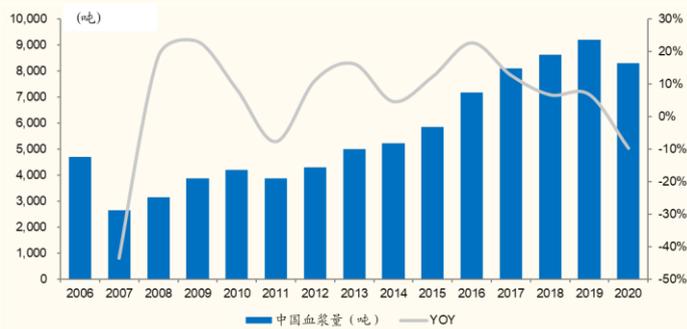
图表 11: 2006-2019 年全国新批单采血浆站数量



来源: 火石创造, 国金证券研究所

- **我国血制品行业长期供不应求, 市场规模将维持稳健性增长。**根据华兰生物 2020 年年报, 我国实际血浆需求量超过 14000 吨, 2019 年国内总体采浆量为 9201 吨, 2020 年受疫情影响, 全国采浆量有所下滑, 整体原料血浆供需仍存在较大的差距。受制于上游血浆资源供应不足, 我国人均血液制品用量远低于发达国家水平, 根据 PPTA (世界血浆蛋白治疗协会) 数据, 2019 年美国采浆量为 5353 万升, 我国采浆量仍有较大提升空间。随着国民经济发展、医疗水平的提高及医疗保障体系的完善, 血液制品临床使用量将不断增加, 市场容量将不断扩大, 血液制品行业未来仍将保持持续稳定增长。
- 根据 Grandview research 数据, 2017 年, 全球血浆蛋白治疗市场规模为 225 亿美元, 预计 2018-2025 年复合年均增长率为 4.8%。从区域看, 约 70% 的市场集中在北美和欧洲。美国以超过 40% 的市场份额全球领先。预计在 2018-2025 年内, 亚太地区将呈现最快的复合年均增长率。中国在全球白蛋白市场排名第一, 白蛋白需求量和用量都很高。2015 年, 中国血浆蛋白市场约为 27 亿美元。白蛋白销售额约占血浆蛋白市场总量的 64%。

图表 12: 2006-2020 年全国采浆量变化



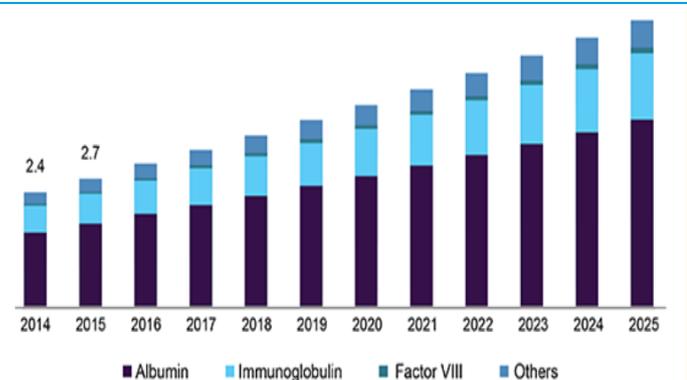
来源: 卫健委, 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 2008-2019 年美国采浆量变化



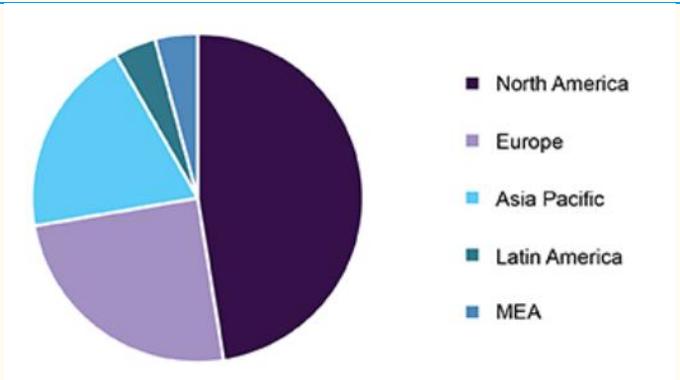
来源: PPTA, 国金证券研究所

图表 14: 2014-2025 中国血制品市场规模 (十亿美元)



来源: Grandview research, 国金证券研究所

图表 15: 2017 年全球血浆蛋白治疗市场结构



来源: Grandview research, 国金证券研究所

疫情对供应端影响逐步减弱, 行业景气度逐步回暖

- 2021 年一季度主要血制品品种批签发环比改善, 白蛋白国产企业恢复良好。2021 年一季度, 我国白蛋白合计批签发 938 万瓶, 同比下滑 42%。其中, 进口白蛋白合计批签发 487 万瓶, 同比下滑 55%; 国产白蛋白合计批签发 451 万瓶, 同比下滑 17%。2021 年 3 月, 白蛋白批签发 325 万瓶, 环比增长 23%。2021 年一季度, 静丙合计批签发 223 万瓶, 同比下滑 52%。2021 年 3 月, 静丙批签发 70 万瓶, 环比增长 13%。

图表 16: 2021 年 1-3 月国内血制品批签发量情况

	2020Y	2018 M1-M3	2019 M1-M3	2020 M1-M3	2021 M1-M3	YoY	占2020比重	2020M3	2021M2	2021M3	YoY	环比	占2020比重
人血白蛋白 (折算10g/瓶)	6037.97	993.14	948.34	1629.47	938.29	-42.4%	15.5%	456.44	264.39	324.83	-28.8%	22.9%	5.4%
静丙 (折算2.5g/瓶)	1305.52	242.48	252.35	463.59	225.27	-51.4%	17.3%	150.77	61.92	69.84	-53.7%	12.8%	5.3%
人免疫球蛋白 (折算150mg/瓶)	390.86	9.98	48.53	123.15	69.08	-43.9%	17.7%	25.88	29.14	18.16	-29.8%	-37.7%	4.6%
人凝血因子(VIII) (折算200IU/瓶)	210.97	29.87	36.81	60.16	29.63	-50.7%	14.0%	20.28	12.09	10.67	-47.4%	-11.7%	5.1%
人纤维蛋白原 (折算0.5g/瓶)	137.18	19.56	29.95	26.02	22.22	-14.6%	16.2%	8.47	7.92	4.12	-51.3%	-48.0%	3.0%
人凝血酶原复合物 (折算200IU/瓶)	151.69	20.28	13.34	36.01	15.63	-56.6%	10.3%	12.65	5.08	5.52	-56.4%	8.6%	3.6%
狂犬病免疫球蛋白 (折算200IU/瓶)	1194.37	106.73	216.34	247.07	263.18	6.5%	22.0%	44.28	169.30	53.08	19.9%	-68.6%	4.4%
破伤风免疫球蛋白 (折算250IU/瓶)	601.74	89.73	130.78	162.08	144.23	-11.0%	24.0%	41.25	45.68	33.64	-18.5%	-26.4%	5.6%
乙型肝炎免疫球蛋白 (折算200IU/瓶)	107.86	39.50	8.18	15.91	28.93	81.9%	26.8%	5.75	5.07	7.34	27.7%	44.7%	6.8%

来源: 中检院及各地方检验所, 因批签发数据披露机构较多, 不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

**图表 17: 国内人血白蛋白批签发情况**

	2020Y	2018	M1-M3	2019	M1-M3	2020	M1-M3	2021	M1-M3	YoY	占2020比重
<b>博雅生物</b>	<b>81.91</b>	<b>15.06</b>		<b>17.58</b>		<b>22.93</b>		<b>24.76</b>		<b>8.0%</b>	<b>30.2%</b>
博雅(广东)	52.86					12.87		10.54		-18.1%	19.9%
<b>华兰生物体系合计</b>	<b>253.20</b>	<b>44.01</b>		<b>83.71</b>		<b>62.57</b>		<b>40.67</b>		<b>-35.0%</b>	<b>16.1%</b>
华兰生物工程股份有限公司	122.78	38.71		34.64		26.07		35.32		35.5%	28.8%
华兰生物工程重庆有限公司	130.43	5.30		49.07		36.49		5.35		-85.3%	4.1%
<b>天坛生物体系合计</b>	<b>437.82</b>	<b>48.61</b>		<b>104.77</b>		<b>110.52</b>		<b>130.70</b>		<b>18.3%</b>	<b>29.9%</b>
成都蓉生药业有限责任公司	204.97	30.08		67.16		51.02		82.23		61.2%	40.1%
国药集团贵州血液制品有限公司	27.81	3.84		9.27		5.52		6.87		24.5%	24.7%
国药集团上海血液制品有限公司	77.39			6.73		14.90		14.94		0.3%	19.3%
国药集团武汉血液制品有限公司	67.32	8.24		9.58		21.10		15.73		-25.5%	23.4%
兰州兰生血液制品有限公司	60.34	6.44		12.04		17.99		10.94		-39.2%	18.1%
上海生物制品研究所有限责任公司											
<b>泰邦生物体系合计</b>	<b>308.67</b>	<b>74.48</b>		<b>109.68</b>		<b>84.52</b>		<b>12.62</b>		<b>-85.1%</b>	<b>4.1%</b>
山东泰邦生物制品有限公司	215.76	40.87		73.68		59.12					
贵州泰邦生物制品有限公司	92.91	30.45		23.81		25.39		12.62		-50.3%	13.6%
西安回天血液制品有限公司		3.17		12.19							
<b>上海莱士体系合计</b>	<b>312.91</b>	<b>42.01</b>		<b>45.56</b>		<b>81.34</b>		<b>64.92</b>		<b>-20.2%</b>	<b>20.7%</b>
上海莱士血液制品股份有限公司	176.94	27.91		20.11		48.84		15.55		-68.2%	8.8%
同路生物制药有限公司	121.13	14.10		25.45		30.04		45.66		52.0%	37.7%
浙江海康生物制品有限责任公司	14.84					2.45		3.71		51.3%	25.0%
郑州莱士血液制品有限公司											
<b>博晖创新体系合计</b>	<b>55.99</b>	<b>8.74</b>		<b>10.25</b>		<b>16.89</b>		<b>8.63</b>		<b>-48.9%</b>	<b>15.4%</b>
广东卫伦生物制药有限公司	32.38	7.43		8.06		9.81		5.77		-41.2%	17.8%
河北大安制药有限公司	23.60	1.31		2.19		7.09		2.86		-59.7%	12.1%
<b>双林生物</b>	<b>118.07</b>	<b>24.06</b>		<b>25.74</b>		<b>33.98</b>		<b>37.15</b>		<b>9.3%</b>	<b>31.5%</b>
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	51.33	0.71		12.57		6.33		8.22		30.0%	16.0%
南岳生物制药有限公司	59.73	11.86		21.19		7.60		27.28		258.7%	45.7%
山西康宝生物制品股份有限公司	52.05	22.76		26.62		18.72		12.12		-35.2%	23.3%
卫光生物	119.27	21.19		29.59		34.66		9.02		-74.0%	7.6%
上海新兴医药股份有限公司		1.51		2.33							
绿十字(中国)生物制品有限公司	20.94	1.64		3.30		4.61		12.34		167.7%	58.9%
四川远大蜀阳药业有限责任公司	184.57	41.35		17.13		43.04		49.81		15.7%	27.0%
武汉中原瑞德生物制品有限责任公司		6.89		3.38							
新疆德源生物工程有限责任公司	11.15			9.77		2.64		2.63		-0.3%	23.6%
<b>国产总计</b>	<b>2,120.46</b>	<b>364.88</b>		<b>523.16</b>		<b>543.20</b>		<b>451.44</b>		<b>-16.9%</b>	<b>21.3%</b>
<b>Baxter</b>	<b>738.90</b>	<b>54.75</b>		<b>123.75</b>		<b>257.59</b>		<b>110.22</b>		<b>-57.2%</b>	<b>14.9%</b>
Baxter AG	357.98	54.75		68.16		189.92		27.35		-85.6%	7.6%
Baxalta US Inc.	279.82			55.60		42.56		82.87		94.7%	29.6%
Baxter Manufacturing S.p.A.	101.11					25.11					
Baxter Healthcare Corporation											
Baxter Healthcare Corporation Drug Delivery I											
<b>CSL Behring</b>	<b>1,394.71</b>	<b>332.51</b>		<b>243.94</b>		<b>351.69</b>		<b>139.50</b>		<b>-60.3%</b>	<b>10.0%</b>
CSL Behring AG	1,033.47	203.94		134.41		291.09		67.09		-77.0%	6.5%
CSL Behring GmbH	264.31	51.73		27.69		60.60		50.72		-16.3%	19.2%
CSL Behring L.L.C	96.93	76.84		81.84				21.68			22.4%
<b>Grifols</b>	<b>772.89</b>	<b>185.64</b>		<b>49.32</b>		<b>256.52</b>		<b>210.41</b>		<b>-18.0%</b>	<b>27.2%</b>
Grifols Biologicals Inc.	414.22	113.94				136.58		125.10		-8.4%	30.2%
Instituto Grifols, S.A.	358.67	71.69		49.32		119.94		85.31		-28.9%	23.8%
<b>Octapharma</b>	<b>949.55</b>	<b>51.25</b>				<b>188.05</b>		<b>8.11</b>		<b>-95.7%</b>	<b>0.9%</b>
Octapharma AB	433.57	29.63				78.21					
Octapharma Pharmazeutika Produktionsges.n	298.34	21.62				42.24		1.48		-96.5%	0.5%
Octapharma Produktionsgesellschaft Deutschl	217.64	67.60				67.60		6.63		-90.2%	3.0%
<b>SK Plasma Co., Ltd.</b>											
<b>Biotest Pharma GmbH</b>	<b>21.87</b>					<b>16.94</b>					
绿十字韩国	39.59	4.11		8.17		15.48		18.61		20.2%	47.0%
<b>进口总计</b>	<b>3,917.51</b>	<b>628.26</b>		<b>425.18</b>		<b>1,086.27</b>		<b>486.85</b>		<b>-55.2%</b>	<b>12.4%</b>
<b>总计</b>	<b>6,037.97</b>	<b>993.14</b>		<b>948.34</b>		<b>1,629.47</b>		<b>938.29</b>		<b>-42.4%</b>	<b>15.5%</b>

来源: 中检院及各地方检验所, 因批签发数据披露机构较多, 不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考;

注: 按上市公司体系整理, 10g/瓶折合, 单位为万瓶。

图表 18: 静丙批签发情况

	2020Y	2018	M1-M3	2019	M1-M3	2020	M1-M3	2021	M1-M3	YoY	占2020比重
<b>天坛生物体系合计</b>	<b>310.29</b>	<b>43.45</b>		<b>46.09</b>		<b>88.02</b>		<b>74.97</b>		<b>-14.8%</b>	<b>24.2%</b>
成都蓉生药业有限责任公司	148.55		30.87	27.60		30.96		44.37		43.3%	0.30
国药集团贵州血液制品有限公司	21.08			4.03		3.67		4.16		13.5%	19.7%
国药集团上海血液制品有限公司	46.58			1.05		14.85		7.35		-50.5%	15.8%
国药集团武汉血液制品有限公司	46.29		10.69	7.47		19.79		7.83		-60.5%	16.9%
兰州兰生血液制品有限公司	47.80		1.88	5.95		18.77		11.27		-39.9%	23.6%
<b>泰邦生物体系合计</b>	<b>171.19</b>	<b>50.33</b>		<b>46.20</b>		<b>74.34</b>		<b>15.02</b>		<b>-79.8%</b>	<b>8.8%</b>
贵州泰邦生物制品有限公司	60.73		25.47			23.96		15.02		-37.3%	24.7%
山东泰邦生物制品有限公司	110.46		22.24	46.20		50.38					
西安回天血液制品有限公司			2.61								
<b>华兰生物体系合计</b>	<b>131.14</b>	<b>18.04</b>		<b>51.07</b>		<b>54.84</b>		<b>10.19</b>		<b>-81.4%</b>	<b>7.8%</b>
华兰生物工程股份有限公司	65.86		9.66	26.12		30.17		7.53		-75.0%	11.4%
华兰生物工程重庆有限公司	65.27		8.38	24.96		24.67		2.66		-89.2%	4.1%
<b>上海莱士体系合计</b>	<b>219.87</b>	<b>27.32</b>		<b>10.66</b>		<b>83.88</b>		<b>17.06</b>		<b>-79.7%</b>	<b>7.8%</b>
上海莱士血液制品股份有限公司	133.14		17.29	4.44		47.46					
同路生物制药有限公司	75.29		9.17	6.23		32.09		15.28		-52.4%	20.3%
浙江海康生物制品有限公司	11.43		0.85			4.34		1.78		-58.9%	15.6%
郑州莱士血液制品有限公司											
<b>博雅生物</b>	<b>58.48</b>	<b>12.56</b>		<b>10.39</b>		<b>22.60</b>		<b>13.75</b>		<b>-39.2%</b>	<b>23.5%</b>
<b>双林生物</b>	<b>68.83</b>	<b>14.21</b>		<b>9.50</b>		<b>23.87</b>		<b>26.18</b>		<b>9.7%</b>	<b>38.0%</b>
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	42.22			13.75		14.48		6.07		-58.1%	14.4%
绿十字(中国)生物制品有限公司	9.02		1.36	1.71		3.05		3.43		12.5%	38.1%
南岳生物制药有限公司	48.73		8.97	13.72		19.40		13.41		-30.9%	27.5%
山西康宝生物制品股份有限公司	44.42		14.69	12.51		21.76		2.28		-89.5%	5.1%
上海新兴医药股份有限公司			2.95								
卫光生物	77.70		11.70	15.42		22.17		6.15		-72.3%	7.9%
四川远大蜀阳药业有限责任公司	95.40		23.68	19.56		26.32		25.43		-3.4%	26.7%
武汉中原瑞德生物制品有限责任公司			7.66	1.74							
<b>博晖创新</b>	<b>21.32</b>		<b>5.57</b>			<b>8.86</b>		<b>1.93</b>		<b>-78.2%</b>	<b>9.1%</b>
广东卫伦生物制药有限公司	21.32		5.57			8.86		1.93		-78.2%	9.1%
<b>新疆德源生物工程有限公司</b>	<b>6.91</b>							<b>9.37</b>			<b>135.6%</b>
<b>国产总计</b>	<b>1305.52</b>	<b>242.48</b>		<b>252.35</b>		<b>463.59</b>		<b>225.27</b>		<b>-51.4%</b>	<b>17.3%</b>

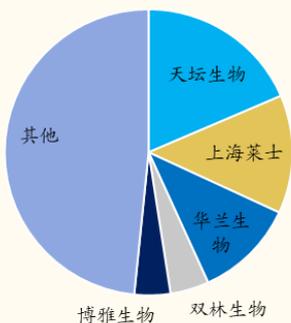
来源: 中检院及各地方检验所, 因批签发数据披露机构较多, 不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考;

注: 按上市公司体系整理, 2.5g/瓶折合, 单位为万瓶。

### 公司血制品制备工艺先进, 吨浆效率处于行业头部水平

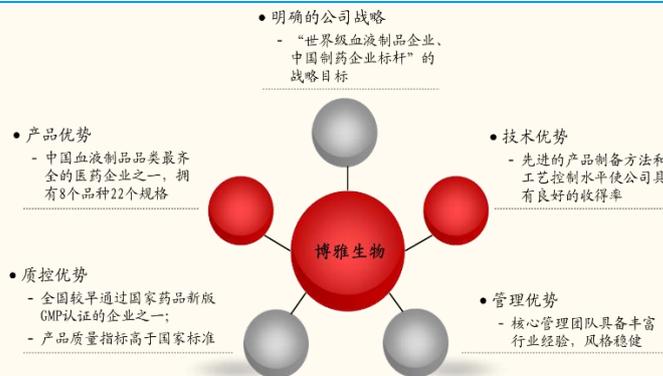
- 公司具备技术和产品等核心竞争优势。按 2019 年全国血制品行业采浆量口径, 公司处于全国血制品行业第二梯队。公司核心竞争优势包括明确的公司战略、先进的技术优势、齐全的产品优势、优异的质控优势以及稳健的团队管理优势。

图表 19: 2019 年全国血制品行业竞争格局 (按采浆量)



来源: 卫健委, 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 公司核心竞争优势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司血制品制备工艺先进。公司在制备方法和工艺水平上具有先进优势, 收得率高于行业平均水平。公司采用低温乙醇法结合层析工艺生产静注人

免疫球蛋白 (pH4)，相比传统低温乙醇法的收率更高；在制备纤维蛋白原上公司亦拥有自有专利技术，产品收得率位居行业前列。

图表 21：低温乙醇法结合层析工艺生产静注人免疫球蛋白的工艺升级对比

	低温乙醇法	低温乙醇+层析法
蛋白浓度	低于5%	5%-11%
分离方法	离心法	压滤法
保护剂	糖	麦芽糖或甘氨酸 (按需求使用)
改进之处	浓度低导致输入剂量相对较大，输注时间相对较长，稳定性较差，不利于忌糖患者	产品得率进一步提高，缩短输注时间，增强稳定性，适用人群更加广泛

来源：《一种静注人免疫球蛋白的制备工艺》专利说明书，国金证券研究所

- **产能建设护航投浆能力。**公司现有产能每年可处理原料血浆约 600 吨，2020 年采集原料血浆约 379 吨，短期内，公司现有产能仍能够满足自采原料血浆的投产需求。2020 年 8 月，由于抚州市政府对于高新技术产业开发区的规划调整，以及公司向博雅（广东）采购原料血浆尚未获得批复，公司原料血浆规模不足，拟申请扩大“千吨级血液制品智能工厂建设项目”建设用地规模，公司决定调整 2018 年非公开发行股份募集资金建设的“千吨级血液制品智能工厂建设项目”的实施进度，项目将再次延期不超过 24 个月，预计于 2023 年 6 月建成并完成 GMP 认证。

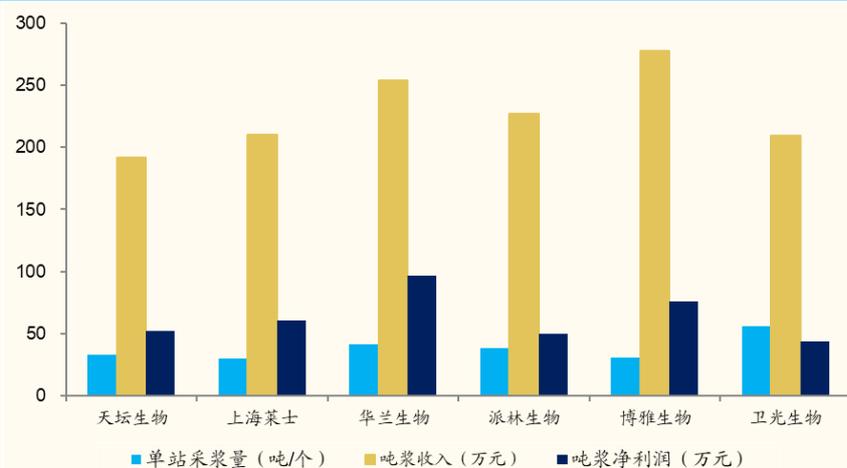
图表 22：公司在建产能情况

投资项目	1000吨血液制品智能工厂建设项目
拟投资金额	9.89亿元
资金来源	募集资金
投资方式	自建
实际投资金额	2873万元
2018年投资金额	1,752万元
2019年投资金额	1,121万元
预计开工时间	拟于2021年9月22日前正式开工建设
预期进度	2023年6月建成并完成GMP认证

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司吨浆效率处于行业领先水平。**我们测算，2019 年公司单站采浆量约为 31 吨，吨浆收入为 278 万元，吨浆净利润为 76 万元，处于行业第二。随着未来华润入股带来公司浆站拓展能力的增强，公司产品丰富度的持续提升以及公司先进制备工艺和产能建设的保障，公司吨浆效率有望维持在行业较高水平。

图表 23: 2019 年血制品行业主要公司采浆效率与吨浆效益对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所, 部分数据为测算数据

### 产品丰富度持续提升, 血浆综合利用率稳步提高

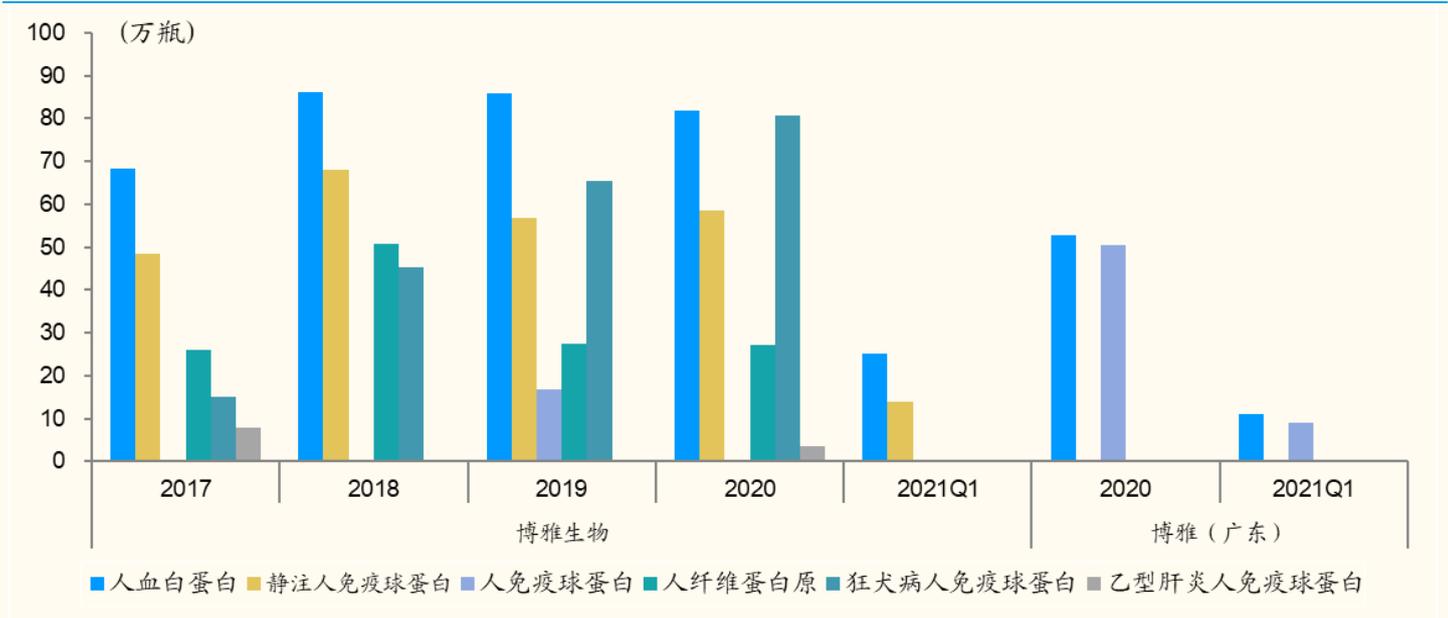
- 公司血制品产品线较全, 处于行业前列。血液制品厂商的产品线丰富程度意味着每类血液制品分摊的血浆成本高低, 同时也代表了企业产品的差异性强弱, 因此丰富的产品线是衡量当前我国血制品行业原料血浆供应紧张的局面下公司竞争优势强弱的重要指标。公司是国内血制品产品规格最全的生产企业之一, 产品涵盖人血白蛋白、静注人免疫球蛋白 (pH4) 和凝血因子等 8 个品种 22 个规格的产品, 全面的产品线赋予公司更强的成本管控和差异化竞争优势。
- 2020 年, 公司主要品种人血白蛋白批签发 135 万支, 同比增长 56.86%; 静注人免疫球蛋白批签发 58 万支, 同比增加 3.01%; 人免疫球蛋白批签发 77 万支, 同比增加 201.60%; 人纤维蛋白原批签发 77 万支, 同比持平; 狂犬病人免疫球蛋白批签发 77 万支, 同比增长 22.93%。

图表 24: 主要血制品公司产品线对比

分类	白蛋白类		免疫球蛋白类						凝血因子类					上市产品数	
	人血白蛋白	人免疫球蛋白	乙型肝炎人免疫球蛋白	狂犬病人免疫球蛋白	破伤风人免疫球蛋白	静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)	静注人免疫球蛋白 (Ph4) (含冻干)	组织胺人免疫球蛋白	抗人T细胞猪免疫球蛋白	人凝血因子 VIII	冻干人凝血酶	人纤维蛋白粘合剂	人纤维蛋白原		人凝血酶原复合物
博雅生物	Y	Y	Y	Y	在研	Y	Y			准备提交上市申请		在研	Y	Y	8
卫光生物	Y	Y	Y	Y	Y		Y	Y		III期在研		在研	Y	完成上市技术审批	8
上海莱士	上海莱士	Y					Y			Y	Y	Y	Y	Y	7
	同路生物	Y	Y	Y	Y	Y	申报中	Y		Y				申报中	7
	浙江海康	Y	Y	Y			审批中	Y							4
华兰生物	郑州莱士	Y	Y	Y			Y								4
	华兰股份	Y	Y	Y	Y	Y	Y			Y	Y		Y	Y	11
泰邦生物	华兰重庆	Y	Y	申报中	申报中	Y	Y			Y				Y	6
	贵州泰邦	Y	Y	Y	Y	Y	Y							Y	7
天坛生物	山东泰邦	Y	Y	Y	Y	Y	Y			Y			Y	Y	9
	武汉所	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y						8
	上海所	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y		Y			Y	Y	9
	兰州所	Y	Y	Y			Y							临床III期试验	4
	成都蓉生	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y			Y	Y	11
双林生物	贵州中泰	Y	Y	Y	Y	Y	Y								5
	广东双林	Y	Y	Y	Y	Y	Y			Y		在研	Y	在研	8
博晖创新	广东卫伦	Y	Y	Y	Y	Y	Y			在研				Y	7
	河北大安	Y	Y	Y	Y	Y	Y			在研			在研	Y	7
人福医药	武汉中原瑞德	Y	Y	Y	Y	Y	Y								6

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: 2017-2021Q1 公司各血制品品种签发量

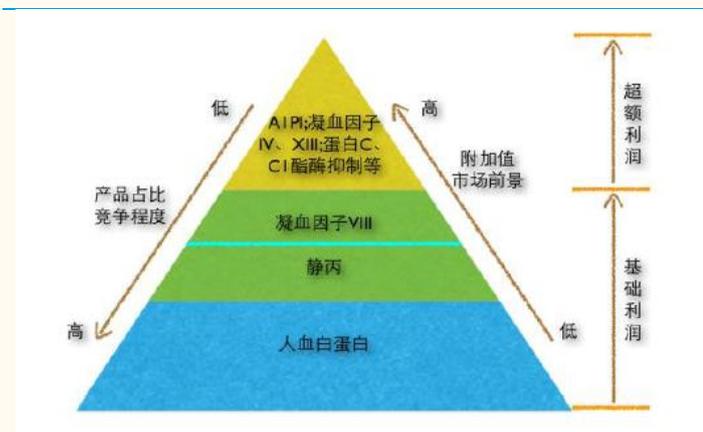


来源: 中检院及各地方检验所, 国金证券研究所

- 产品丰富度持续丰富, 血浆综合利用率和毛利率稳步提高。公司血液制品业务在研产品主要包括人凝血因子VIII、vWF 因子、高浓度(10%)静注人免疫球蛋白、人纤维蛋白粘合剂、人纤维蛋白原微球、C1 脂酶抑制剂、巨细胞病毒特异性免疫球蛋白、呼吸道合胞病毒特异性免疫球蛋白等。未来 3 年, 公司按研发计划每年将会会有一个新品上市, 血浆综合利用率和毛利率有望持续提升。

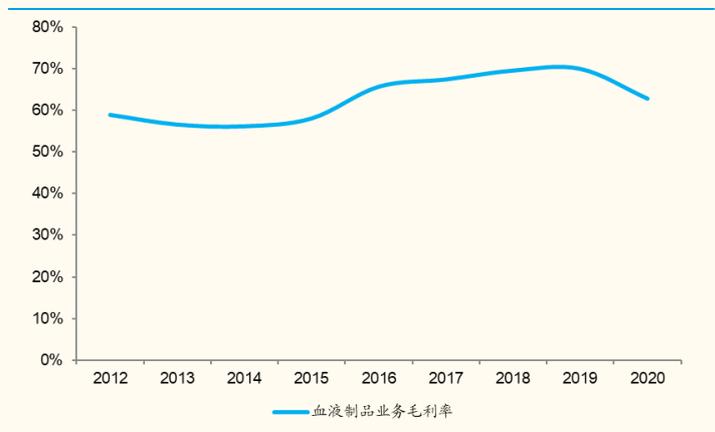
  - 2020 年 12 月, 公司人凝血酶原复合物获批药品注册证书, 目前已实现稳定生产, 21 年 3 月份可对外销售。人凝血酶原复合物属因子类产品, 因子类产品具备更高的附加值, 将带动公司吨浆产值进一步提高。
  - 人纤维蛋白原(1g/瓶)预计今年获批;
  - 人凝血因子 VIII 已完成补充病例研究, 准备提交上市申请。
  - 静注人免疫球蛋白(10%)、血管性血友病因子(vWF)等在研产品均按计划推进。

图表 26: 国际血液制品利润分布示意图



来源: 卫光生物招股书, 国金证券研究所

图表 27: 公司血制品业务历年毛利率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 公司部分在研产品

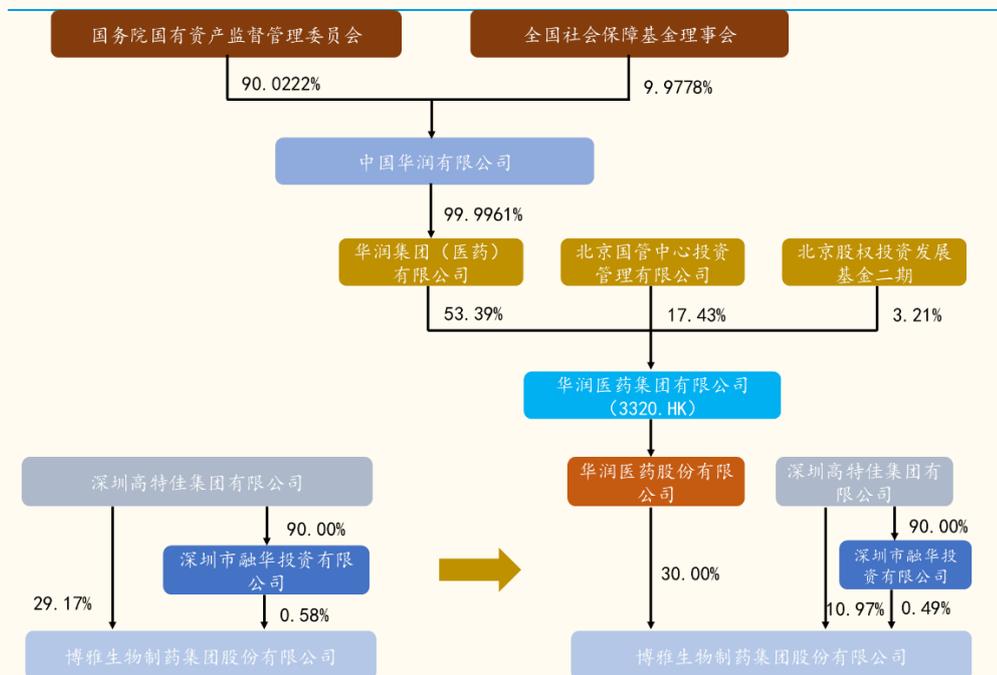
序号	研发产品	进度
1	人凝血因子VIII	完成补充病例研究, 准备提交上市申请
2	vWF因子	完成药学研究, 准备申报临床试验
3	高浓度(10%)静注人免疫球蛋白	完成药学研究, 准备申报临床试验
4	人纤维蛋白粘合剂	立项在研
5	人纤维蛋白原微球	立项在研
6	巨细胞病毒特异性免疫球蛋白	立项在研
7	呼吸道合胞病毒特异性免疫球蛋白	立项在研

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 华润入股提升拓浆能力, 丹霞资产潜力突出

- 华润收购公司股权获国资委批复, 原则同意收购方案。**2020年9月28日, 公司公告控股股东高特佳集团拟将其持有的上市公司不低于69,331,978股(占上市公司总股数的16%)股份协议转让给华润医药控股。同时, 华润医药控股拟以现金方式认购公司86,664,972股股份。本次发行完成后, 华润医药控股将持有公司155,996,950股股份, 占发行后公司总股本的30.00%, 持有40.97%的表决权, 将成为公司控股股东和实际控制人, 国务院国资委将成为公司最终实际控制人。2021年7月6日, 国务院国资委出具批复文件显示, 原则同意华润医药控股的受让方案。2021年7月15日, 高特佳集团以协议转让方式, 将持有的69,331,978股无限售流通股以33.33元/股的价格转让给华润医药控股过户已完成, 转让总价为23.11亿元。未来央企入股将带来资源优势, 在政府事务能力、浆站开拓等方面提升公司优势, 同时也将进一步提升公司经营质量和效率。

图表 29: 公司并购前后股权结构变化

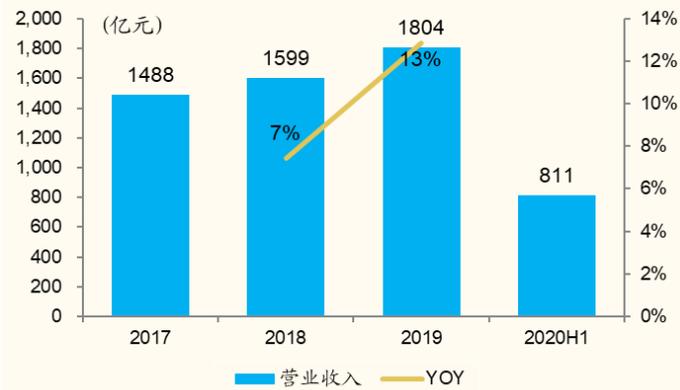


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 华润是国内最大的医药企业集团之一, 将与公司相互形成有效协同。**华润医药控股成立于2007年, 生产经营涵盖医药制造、医药流通、医药研发和医疗设备制造等多个领域, 其中在心血管、大输液、生殖健康、天然药物、中成药、医疗器械等领域居于中国领先地位。公司成为华润医药控股子公司之后, 对华润集团, 有利于补全其在血液制品领域的短板, 完善生

物医药版图布局；另一方面，依托华润集团的资金、技术和渠道优势，公司未来发展也将步入快车道。

图表 30: 华润医药控股近年营收变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 华润医药控股近年利润变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **公司血液制品业务收入增速稳健高增长。**2020 年公司血液制品业务实现收入 8.93 亿元，同比下降 10%，主要受疫情带来一次性影响。长周期看，2012-2020 年，公司血液制品营收增速稳健，2012-2020 年复合增速为 18.67%。

图表 32: 公司血液制品业务历年收入变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

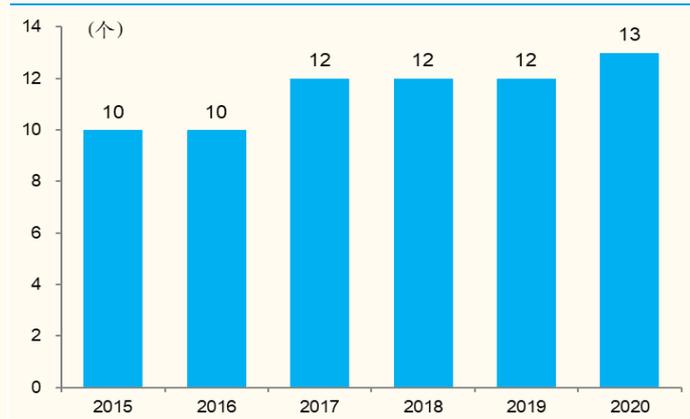
- **疫情带来短期影响，公司在行业内极少数实现采浆量正增长。**2020 年度，受新冠疫情影响，根据公司投资者交流公告，国内血制品全行业停采 40-50 天，导致行业原料血浆采集量下降 9% 左右。公司是行业内极少数实现采浆量正增长的企业，2020 年度采浆量约 378 吨，同比增长 1.61%。2020 年 5 月 24 日，公司海南屯昌浆站获得单采血浆许可证，自发证之日起可正式采浆，浆站数量增至 13 个，血浆采集能力得到提高。

图表 33: 2015-2020 年公司采浆量变化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 2015-2020 年公司浆站数变化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 2020 年公司下属浆站详情

序号	浆站名称	注册资本	持股比例	所在省	所在县
1	南城金山单采血浆有限公司	700万元	100%	江西省	南城县
2	南城金山单采血浆有限公司广昌单采血浆站	南城浆站分公司		江西省	广昌县
3	崇仁县博雅单采血浆有限公司	50万元	100%	江西省	崇仁县
4	崇仁县博雅单采血浆有限公司乐安县单采血浆站	崇仁浆站分公司		江西省	乐安县
5	金溪县博雅单采血浆有限公司	445万元	100%	江西省	金溪县
6	赣州市南康博雅单采血浆有限公司	383万元	100%	江西省	赣州市
7	岳池博雅单采血浆有限公司	500万元	100%	四川省	岳池县
8	邻水博雅单采血浆有限公司	1,000万元	100%	四川省	邻水县
9	信丰博雅单采血浆有限公司	1,000万元	100%	江西省	信丰县
10	丰城博雅单采血浆有限公司	1,000万元	100%	江西省	丰城县
11	于都博雅单采血浆有限公司	1,000万元	100%	江西省	于都县
12	都昌县博雅单采血浆有限公司	1,000万元	100%	江西省	都昌县
13	屯昌博雅单采血浆有限公司	1,000万元	80%	海南省	屯昌县

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- “十四五”期间血制品行业浆站规划可能进一步放开。2021 年作为“十四五”开局之年, 全国各省浆站设置具有进一步扩张的可能性, 以云南省为例, 2020 年 12 月, 云南省卫健委公开发布云南省单采血浆站设置规划(2020-2023)(征求意见稿), 拟在前期规划 4 个县试点的基础上, 在全省规划新增设置 20 个单采血浆站, 累计设置 24 个。云南自 2017 年 8 月开展单采血浆站设置试点工作, 在 4 个州市设置单采血浆站进行试点。

图表 36: 云南单采血浆站设置规划(2020-2023)拟新设浆站

序号	所在市(州)	数量	所在县(市、区)
1	昆明市	5	禄劝县、寻甸县、宜良县、嵩明县、石林县
2	曲靖市	4	富源县、会泽县、沾益区、罗平县
3	昭通市	6	巧家县、永善县、彝良县、威信县、镇雄县、大关县
4	楚雄州	3	牟定县、姚安县、大姚县
5	普洱市	2	景东县、宁洱县
6	临沧市	2	凤庆县、永德县
7	保山市	2	昌宁县、龙陵县

来源: 云南省卫健委, 国金证券研究所

- 公司现有浆站有望持续突破。根据公司公告, 目前公司在内蒙古、山东省、湖北省、河北省、河南省等多个省份均积极推进新设浆站建设, 公司预计 2021-2023 年新设 19 家浆站, 预计于 2022 年至 2023 年间逐步实现采浆, 随着公司阶梯化新设浆站, 未来原料血浆供应规模将稳步提升。公司新浆站开采后计划目标为前 3 年每年 10 吨、20 吨和 30 吨, 新设浆站全部建成后预计实现采浆总量 350-450 吨。

**图表 37: 公司预计 2021-2023 年新设浆站情况**

序号	所属省份	预计建设数量	审批情况
1	内蒙古	5家	已获取县级批文
2	山东省	3家	已获取县级批文
3	湖北省	1家	已获取县级批文
4	河北省	1家	已获取县级批文
5	河南省	1家	已获取县级批文
6	黑龙江省	5家	已获取县级批文
7	山西省	3家	已获取县级批文

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **丹霞生物血浆产供合作有望进一步贡献采浆弹性。**2021年5月7日, 公司控股股东高特佳集团与华润医药签署了《投资框架协议的补充协议》, 华润医药承诺将尽最大努力继续支持并统一推动丹霞生物下辖浆站的续证工作; 同时尽最大努力继续支持、推动丹霞生物与博雅生物血浆产供合作相关事项的政府审批和具体实施。
- 根据天眼查数据显示, 博雅(广东)(原丹霞生物)拥有超过 20 个浆站。目前由博雅生物进行委托经营管理, 2020 年实现销售收入 1.7 亿元。2017-2020 年博雅(广东)采浆量分别为 224 吨、278 吨、307 吨及 73 吨。2020 年有所下降主要为避免血浆资源浪费。截至 2021 年 3 月末, 博雅(广东)库存合格血浆约为 577 吨。

**图表 38: 丹霞生物部分下属浆站详情**

序号	浆站名称	成立时间	注册资本	所在地区
1	荔浦市丹霞单采血浆站有限公司	2009/9/4	1000万	广西荔浦市
2	连南瑶族自治县丹霞单采血浆站有限公司	2010/6/9	1000万	广西连南瑶族自治县
3	始兴县丹霞单采血浆有限公司	2012/9/24	1000万	广东始兴县
4	东莞市塘厦丹霞单采血浆站有限公司	2014/1/28	100万	广东东莞市
5	东莞市长安丹霞单采血浆站有限公司	2014/1/28	100万	广东东莞市
6	汕头市潮阳区丹霞单采血浆站有限公司	2014/9/15	100万	广东汕头市
7	普宁市丹霞单采血浆站有限公司	2014/9/17	100万	广东普宁市
8	韶关市武江区丹霞单采血浆有限公司	2014/9/30	100万	广东韶关市
9	佛山市顺德区丹霞单采血浆站有限公司	2014/12/4	100万	广东佛山市
10	惠东县丹霞采血浆站有限公司	2015/1/9	1000万	广东惠东县
11	佛山市南海区丹霞单采血浆站有限公司	2015/3/12	100万	广东佛山市
12	和平县丹霞单采血浆站有限公司	2015/8/10	100万	广东和平县
13	中山市小榄镇丹霞单采血浆有限公司	2015/9/15	100万	广东中山市
14	汕头市潮南区丹霞单采血浆站有限公司	2015/9/17	100万	广东汕头市
15	揭西县丹霞单采血浆站有限公司	2016/1/11	100万	广东揭西县
16	龙川县丹霞单采血浆站有限公司	2016/1/18	1000万	广东龙川县
17	海丰县丹霞单采血浆有限公司	2016/1/19	100万	广东海丰县
18	珠海市斗门区丹霞单采血浆站有限公司	2016/1/28	100万	广东珠海市
19	佛冈县丹霞采血浆有限公司	2016/2/1	1000万	广东佛冈县
20	陆丰市丹霞单采血浆有限公司	2016/4/18	100万	广东陆丰市
21	潮州市枫溪区丹霞单采血浆有限公司	2017/7/25	100万	广东潮州市

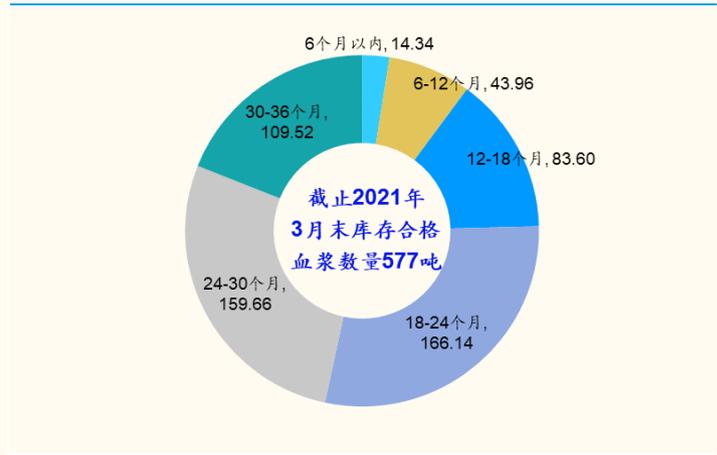
来源: 天眼查, 企查查, 国金证券研究所

图表 39: 2017-2020 年丹霖生物采浆量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 40: 2021 年 3 月末丹霖生物库存血浆浆龄分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 华润积极协调帮助公司通过改变供浆关系获得浆源, 未来博雅(广东)注入上市公司体系可期。2020 年以来, 博雅生物与博雅(广东)就申请变更浆站设置关系(改变供浆关系方式)事项与广东省卫健委进行了多次沟通, 希望尽快实现博雅(广东)向上市公司供浆。目前, 公司已协同华润医药控股积极推进供浆申请工作。2020 年 12 月, 华润集团与广东省政府签署战略合作协议, 双方将推进包括血液制品的生物医药领域内深度合作, 将依法依规地推进变更浆站设置关系的申请工作。
- 除向博雅(广东)获取原料血浆外, 公司也可选择通过其他第三方获取原料血浆。此前, 行业中天坛生物、泰邦生物、派林生物等企业也具有通过调拨申请和改变供浆关系的方式获得血浆供应的先例。

图表 41: 血制品行业历年调浆及改变供浆关系获得浆源的案例

时间	供应方	采购方	血浆/组分	备注	批复机构
2020.5	新疆德源生物工程有限公司	派林生物	血浆(改变供浆关系)	缓解血液制品供应紧缺	新疆维吾尔自治区卫生健康委员会
2018.11	成都蓉生药业有限责任公司	国药集团武汉血液制品有限公司、兰州兰生血液制品有限公司	血浆	缓解血液制品供应紧缺	国家食品药品监督管理局
2016.11	河北大安制药有限公司	广东卫伦生物制药有限公司	组分	生产静丙	国家食品药品监督管理局
2016.11	河北大安制药有限公司	绿十字(中国)生物制品有限公司	冷沉淀	生产VIII	国家食品药品监督管理局
2015.4	新疆德源生物工程有限公司	贵州泰邦生物制品有限公司	血浆/组分(改变供浆关系)	缓解血液制品供应紧缺状况	原新疆卫生和计划生育委员会, 现为新疆卫生健康委员会
2012.5	华兰生物工程重庆有限公司	华兰生物	血浆/组分	生产人凝血酶原复合物和人凝血因子VIII, 分离后的血浆蛋白组分调回重庆华兰	国家食品药品监督管理局
2007.12	上海生物制品研究所	上海莱士	冷沉淀	生产VIII(缓解VIII因子短缺)	国家食品药品监督管理局
2007.12	泰邦生物集团公司	绿十字(中国)生物制品有限公司	冷沉淀	生产VIII(缓解VIII因子短缺)	国家食品药品监督管理局
2007.12	河南中泰药业有限公司、贵阳黔峰生物制品有限责任公司	华兰生物	冷沉淀	生产VIII(缓解VIII因子短缺)	国家食品药品监督管理局

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 30.19 亿元、34.03 亿元、38.57 亿元, 分别同比增长 12.49%、12.71%、13.34%, 综合毛利率维持较高水平。具体假设为:

- 暂不考虑公司新设浆站的扩张和丹霞生物带来的弹性，我们认为公司血液制品业务 20 年受疫情因素影响采浆及销售，随着国内疫情得到有效防控，新冠疫苗接种不断推进，21 年起恢复正常增长，我们预计公司 21-23 年实现收入 11.26、13.73、16.62 亿元；20 年公司新产品人凝血酶原复合物获批注册，21 年可对外销售，将进一步提升公司血浆综合利用率，带动公司毛利率逐步上升；
- 新百药业生化类业务 20 年受医院就诊患者及手术量大幅下降的影响，主要产品销量下滑，21 年起逐步恢复；
- 复大医药经销业务 2020 年受疫情影响，预计未来经营平稳。21 年起逐步恢复增长，21-23 年收入维持历史增速；同时随着营销渠道持续开拓与成本费用继续管控，毛利率维持在 16% 左右。
- 天安药业医药制药业务核心品种盐酸二甲双胍、格列美脲片 20 年受“集采”政策影响退出医院终端市场，未来随着 OTC 市场拓展，影响逐步缓和。

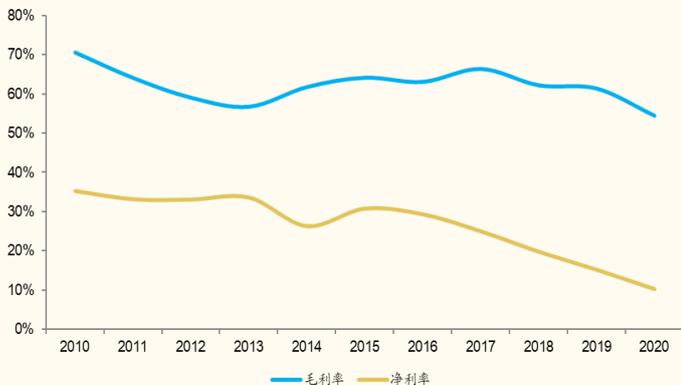
图表 42：2021-2023 年公司收入及毛利润预测

(百万元)		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入		2,451	2,909	2,684	3,019	3,403	3,857
	YoY		19%	-8%	12%	13%	13%
营业成本		927	1,124	1,224	1,286	1,437	1,613
毛利		1,524	1,784	1,459	1,479	1,727	2,011
毛利率		62%	61%	54%	57%	58%	58%
血液制品	收入 %	36%	34%	33%	37%	40%	43%
收入		875	988	893	1,126	1,373	1,662
	YoY		13%	-10%	26%	22%	21%
成本		266	296	331	338	385	432
毛利		610	692	562	788	989	1,230
毛利率		70%	70%	63%	70%	72%	74%
生化类药物 (新百药业)	收入 %	29%	31%	30%	28%	26%	24%
收入		701	902	805	845	888	932
	YoY		29%	-11%	5%	5%	5%
成本		139	226	267	279	302	326
毛利		562	676	538	566	586	606
毛利率		80%	75%	67%	67%	66%	65%
复大医药经销业务	收入 %	36%	36%	44%	50%	49%	48%
收入		555	642	640	736	846	973
	YoY		16%	0%	15%	15%	15%
成本		471	533	529	611	694	798
毛利		84	110	110	125	152	175
毛利率		15%	17%	17%	17%	18%	18%
医药制药 (天安药业)	收入 %	52%	53%	57%	36%	26%	20%
收入		320	364	320	282	259	246
	YoY		14%	-12%	-12%	-8%	-5%
成本		51	58	68	59	57	57
毛利		269	306	252	223	202	190
毛利率		84%	84%	79%	79%	78%	77%
其他业务	收入 %	0%	2%	5%	5%	6%	7%
收入		1	12	25	30	36	44
	YoY		1109%	102%	20%	20%	20%

来源：Wind，国金证券研究所

- **销售费用企稳，管理费用下降明显。**2017年“两票制”改革，公司加大市场推广和服务力度，带来销售费用率增加较多，近年来逐步平稳。同时随着销售规模扩大以及成本管控推进，管理费用率下降明显。研发费用率总体稳定，我们预计疫情影响淡化、公司收入规模不断扩大以及华润集团入股带来经营效率有望提升，销售费用率和管理费用率长期将稳中有降。

图表 43: 2010-2020 年公司利润率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 2010-2020 年公司费用率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

- 我们选用相对估值法对公司进行估值，选取血液制品行业天坛生物、华兰生物、派林生物、卫光生物作为可比公司，2021-2023 年市盈率行业平均分别为 51 倍、40 倍、33 倍。考虑华润入股确定性增强，公司拓浆能力将进一步提升，对标行业龙头央企天坛生物，给予公司 2022 年预测归母净利润 55 倍市盈率，对应上市公司 12 个月内目标市值 284.90 亿元，给予“买入”评级。

图表 45: 可比公司估值情况 (截止 2021/8/4)

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	2020年归母净利润 (亿元)	对应2020年归母净利润市盈率	2020年扣非归母净利润 (亿元)	对应2020年扣非归母净利润市盈率	Wind一致预期PE		
							2021E	2022E	2023E
600161.SH	天坛生物	517.41	6.39	80.97	6.24	82.88	65.62	52.96	43.79
002007.SZ	华兰生物	705.30	16.13	43.72	14.78	47.74	35.68	29.04	24.61
000403.SZ	派林生物	247.74	1.86	133.22	1.61	154.06	52.00	37.18	30.88
算术平均				85.97		94.89	51.10	39.72	33.09
中值				80.97		82.88	52.00	37.18	30.88
300294.SZ	博雅生物	243.96	2.60	93.81	2.49	98.09	59.94	47.06	38.29

来源: Wind, 国金证券研究所

### 风险提示

- 华润入股落地进度不及预期: 公司定增方案需经过交易所审核, 相关审批时间存在一定不确定性;
- 采浆拓展不达预期: “十四五”期间的浆站拓展受省级政府的规划指导, 浆站获批存在不确定性;
- 丹霞供浆合作及资产注入不达预期: 丹霞供浆合作需通过政府相关部门批准, 同时未来注入上市公司体系的时间存在不确定性;
- 产能落地不及预期: 公司产能建设项目备案、审批进度存在不确定性, 带来开工建设及生产进度不及预期;
- 商誉减值风险: 截至 2021 年一季度, 公司商誉余额为 6.64 亿元, 如公司子公司天安药业、新百药业、复大医药等未来经营恶化, 可能需计提商誉减值;
- 血液制品安全性风险: 血浆受病毒污染出现安全性事故导致企业面临整顿、停产的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,388	2,761	2,513	3,019	3,403	3,857	货币资金	1,193	569	754	3,430	3,031	2,872
增长率		15.6%	-9.0%	20.1%	12.7%	13.3%	应收款项	907	1,009	734	1,075	1,097	1,152
主营业务成本	-863	-977	-1,054	-1,286	-1,437	-1,613	存货	604	621	689	775	847	928
%销售收入	36.2%	35.4%	41.9%	42.6%	42.2%	41.8%	其他流动资产	342	853	750	708	776	855
毛利	1,524	1,784	1,459	1,732	1,966	2,244	流动资产	3,047	3,053	2,928	5,988	5,750	5,807
%销售收入	63.8%	64.6%	58.1%	57.4%	57.8%	58.2%	%总资产	60.1%	58.1%	56.8%	71.7%	65.1%	61.6%
营业税金及附加	-23	-21	-20	-15	-17	-19	长期投资	144	133	312	312	312	312
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	855	815	810	1,016	1,705	2,210
销售费用	-754	-963	-864	-972	-1,075	-1,211	%总资产	16.9%	15.5%	15.7%	12.2%	19.3%	23.5%
%销售收入	31.6%	34.9%	34.4%	32.2%	31.6%	31.4%	无形资产	956	1,000	1,029	1,041	1,069	1,096
管理费用	-129	-177	-176	-187	-204	-208	非流动资产	2,026	2,204	2,231	2,369	3,086	3,618
%销售收入	5.4%	6.4%	7.0%	6.2%	6.0%	5.4%	%总资产	39.9%	41.9%	43.2%	28.3%	34.9%	38.4%
研发费用	-45	-93	-89	-91	-102	-116	<b>资产总计</b>	<b>5,073</b>	<b>5,257</b>	<b>5,159</b>	<b>8,357</b>	<b>8,836</b>	<b>9,425</b>
%销售收入	1.9%	3.4%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	157	354	275	170	126	82
息税前利润 (EBIT)	572	530	311	467	567	690	应付款项	487	466	475	533	575	622
%销售收入	24.0%	19.2%	12.4%	15.5%	16.7%	17.9%	其他流动负债	164	136	122	142	167	193
财务费用	-8	-17	-9	27	53	50	流动负债	807	957	872	845	868	898
%销售收入	0.3%	0.6%	0.4%	-0.9%	-1.6%	-1.3%	长期贷款	450	269	55	57	58	59
资产减值损失	-18	9	-11	0	0	0	其他长期负债	46	43	39	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,303	1,268	966	932	956	987
投资收益	14	0	10	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,705</b>	<b>3,912</b>	<b>4,108</b>	<b>7,325</b>	<b>7,765</b>	<b>8,310</b>
%税前利润	2.5%	0.0%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	433	433	433	520	520	520
营业利润	565	514	331	494	620	740	未分配利润	1,230	1,555	1,735	2,067	2,508	3,052
营业利润率	23.6%	18.6%	13.2%	16.4%	18.2%	19.2%	少数股东权益	66	77	85	100	115	129
营业外收支	8	6	-3	7	7	9	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,073</b>	<b>5,257</b>	<b>5,159</b>	<b>8,357</b>	<b>8,836</b>	<b>9,425</b>
税前利润	572	520	328	501	627	749	<b>比率分析</b>						
利润率	24.0%	18.8%	13.1%	16.6%	18.4%	19.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-87	-78	-53	-75	-94	-112	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.2%	15.0%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.083	0.983	0.600	0.948	1.196	1.437
净利润	485	442	275	426	533	637	每股净资产	8.549	9.027	9.480	16.904	17.920	19.177
少数股东损益	16	16	15	15	15	14	每股经营现金净流	0.081	-0.290	1.682	0.478	1.092	1.257
归属于母公司的净利润	469	426	260	411	518	623	每股股利	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	19.7%	15.4%	10.3%	13.6%	15.2%	16.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.66%	10.89%	6.33%	5.61%	6.67%	7.49%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	9.25%	8.11%	5.04%	4.92%	5.86%	6.61%
净利润	485	442	275	426	533	637	投入资本收益率	11.07%	9.76%	5.75%	5.19%	5.98%	6.83%
少数股东损益	16	16	15	15	15	14	<b>增长率</b>						
非现金支出	85	92	94	104	123	157	主营业务收入增长率	63.47%	15.64%	-8.98%	20.13%	12.71%	13.34%
非经营收益	8	18	22	24	7	2	EBIT增长率	38.73%	-7.32%	-41.42%	50.44%	21.29%	21.63%
营运资金变动	-543	-678	338	-305	-95	-142	净利润增长率	31.57%	-9.17%	-38.97%	58.01%	26.09%	20.15%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>35</b>	<b>-126</b>	<b>729</b>	<b>249</b>	<b>568</b>	<b>654</b>	总资产增长率	38.25%	3.62%	-1.87%	62.00%	5.73%	6.67%
资本开支	-114	-85	-141	-256	-833	-681	<b>资产管理能力</b>						
投资	-115	-192	5	0	0	0	应收账款周转天数	60.4	70.6	74.0	80.0	75.0	70.0
其他	19	4	8	0	0	0	存货周转天数	237.2	229.1	227.1	220.0	215.0	210.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-210</b>	<b>-273</b>	<b>-128</b>	<b>-256</b>	<b>-833</b>	<b>-681</b>	应付账款周转天数	74.6	68.5	67.8	70.0	65.0	60.0
股权募资	1,014	0	0	2,884	0	0	固定资产周转天数	118.6	95.2	105.8	88.9	88.4	97.4
债权募资	79	16	-293	-106	-43	-42	<b>偿债能力</b>						
其他	-246	-254	-98	-95	-92	-89	净负债/股东权益	-15.57%	1.37%	-10.10%	-43.15%	-36.13%	-32.36%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>847</b>	<b>-238</b>	<b>-390</b>	<b>2,683</b>	<b>-135</b>	<b>-131</b>	EBIT利息保障倍数	74.9	30.5	34.3	-17.6	-10.7	-13.7
<b>现金净流量</b>	<b>672</b>	<b>-636</b>	<b>210</b>	<b>2,676</b>	<b>-399</b>	<b>-159</b>	资产负债率	25.68%	24.12%	18.73%	11.16%	10.82%	10.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	3	4	10
增持	0	2	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.40</b>	<b>1.50</b>	<b>1.60</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402