

2023年11月23日

买入（首次覆盖）

博雅生物（300294）：央企赋能发展，成长空间广阔

——公司深度报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

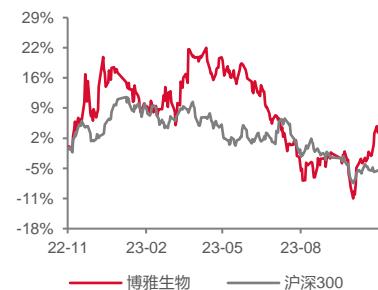
dyh@longone.com.cn

证券分析师

陈成 S0630522080001

chencheng@longone.com.cn

数据日期	2023/11/22
收盘价	32.30
总股本(万股)	50,425
流通A股/B股(万股)	42,594/0
资产负债率(%)	7.46%
市净率(倍)	2.15
净资产收益率(加权)	6.30
12个月内最高/最低价	39.21/27.80



相关研究

《高壁垒，新征程——血液制品行业深度报告》-2023.04.26

投资要点：

- 华润入主资源赋能，血制品行业优质企业。**1) 股东实力雄厚，浆站资源可期。**2021年华润医药正式控股，博雅生物成为华润大健康版图下的血制品业务平台，通过集团内外资源整合，公司已陆续剥离复大医药和天安药业，聚焦血制品发展。华润集团具备丰富的产业资源和强大的资金实力，在央企的支持赋能下，博雅的浆站拓展能力得到显著提升。公司有望通过集团支持、战略合作等多种方式力争在十四五末实现30个以上浆站、1000吨以上采浆量。**2) 公司质地优秀，盈利能力居于行业前列。**公司共有3大类9个品种血制品，2022年血制品业务毛利率和净利率分别达到71%和39%，白蛋白、静丙和纤原三大品种营收结构均衡。丰富的产品种类、较高的产品收得率、平衡的产销结构使得公司具备优秀的盈利能力，吨浆收入和利润位于行业前列。
- 国内血制品行业迎来发展新阶段。**1) 供给侧恢复良好增长。**2022年以来，随着采浆活动的逐步恢复以及十四五新增浆站的陆续建成，血制品供给端将实现良好增长，2022年全国采浆量突破万吨，7家上市公司合计采浆量占比高达66%。**2) 临床价值认知提升，产品需求旺盛。**新冠疫情后医生和患者对于静丙等血制品临床价值的认知得到大幅提升，产品需求持续旺盛，应用领域不断拓展，人均使用量较欧美具备很大提升空间。**3) 行业集中度持续提升。**随着国资的陆续入主和资源赋能，企业的拓浆、生产、销售等综合实力不断增强，竞争优势进一步凸显，行业集中度持续提升。供给和需求共同驱动下，我国血制品行业迎来发展新阶段，市场规模持续稳定增长，行业集中度进一步提升。
- 内生外延共发展，具备龙头成长潜力。**2022年公司在营浆站13家、采浆量439吨，血制品实现收入13.15亿元。**展望未来我们认为：**1) 供给端有望大幅提升：**2023下半年公司1个浆站开采、2个浆站获批，2025年现有16个浆站合计采浆量预计近600吨；其他多数已获县、市级批文浆站有望逐步落地贡献增量。同时，公司有望通过外延并购大幅提升采浆量。**内生外延共发力，公司十四五末千吨采浆水平仍可期。****2) 产品陆续丰富，产能规划充分：**近三年PCC和凝八因子陆续上市并贡献增量，在研产品中血管性血友病因子（国内首家）和高浓度静丙（国内领先）已经进入临床后期阶段，C1酯酶抑制剂于2023年6月获批临床（国内首家），公司产品种类持续丰富。智能工厂处于在建阶段，预计2027年正式投产，具备1800吨血浆和13个品种的生产能力，保障未来原料和产品生产需求的持续增长。**3) 终端市场持续拓展，销售能力优秀：**持续多年的市场深耕下，公司纤原市占率稳居第一，纤原营收占比较高使得公司吨浆收入和净利润居于行业前列。优秀的市场拓展能力支持新产品的良好放量和未来的长期增长。
- 盈利预测与投资建议：血制品业务：公司现有浆站陆续建成开采，采浆量稳定增长，暂不考虑外延并购对公司血制品业务的影响。其他业务：复大经销业务和天安糖尿病业务分别于2023年9月和11月出表，剥离后公司2024年总收入有所下降，但由于经销业务毛利较低，对整体净利润影响较小。综合以上，我们预计公司2023-2025年实现营收27.66亿元、21.08亿元、23.87亿元，实现归母净利润5.38亿元、6.61亿元、7.81亿元，对应EPS分别为1.07/1.31/1.55元，对应PE分别为30.3倍/24.7倍/20.9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：浆站获批进度不及预期风险；外延并购不确定性风险；医药行业政策风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	2,513	2,651	2,759	2,766	2,108	2,387
同比增速(%)	-9.0%	5.5%	4.1%	0.3%	-23.8%	13.2%
归母净利润(百万元)	260	345	432	538	661	781
同比增速(%)	-39.0%	32.5%	25.4%	24.48%	22.80%	18.26%
EPS(元)	0.61	0.79	0.86	1.07	1.31	1.55
PE(倍)	54.98	48.54	42.51	30.27	24.65	20.85
PB(倍)	3.54	2.87	2.57	2.11	1.97	1.83

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 11 月 22 日收盘）

正文目录

1. 华润控股赋能，博雅逐步迈入快速发展期.....	6
1.1. 央企入主，股东背景强大	6
1.2. 聚焦血制品，其他业务逐步剥离	8
2. 血制品行业迎来发展新阶段，集中度有望持续提升	9
2.1. 血制品具备重要临床价值，全球市场维持良好增长	9
2.2. 国内血制品行业在供需双振下迎来新发展周期	10
3. 盈利能力优秀，成长前景广阔	14
3.1. 华润助力浆站拓展，内生外延共成长	14
3.2. 产能规划充分，1800 吨智能工厂在建.....	16
3.3. 产品种类丰富，营收结构均衡，盈利能力优秀	17
4. 盈利预测与估值分析	24
4.1. 盈利预测	24
4.2. 可比公司分析	25
5. 投资建议	25
6. 风险提示	25

图表目录

图 1 公司发展历程.....	6
图 2 公司股权结构.....	7
图 3 华润集团股权结构	7
图 4 华润集团业务版图	7
图 5 公司营收构成 (单位: 亿元)	8
图 6 公司毛利构成 (单位: 亿元)	8
图 7 血制品来源及血浆蛋白构成	9
图 8 全球血制品市场规模	9
图 9 美国浆站数和采浆量	10
图 10 全球血制品产品结构	10
图 11 我国血制品全流程严监管	11
图 12 2010-2022 年间我国采浆量 (吨)	11
图 13 2013-2020 我国血制品批签发量	12
图 14 2017-2021 年我国血制品市场规模 (亿元)	12
图 15 2021 年我国血制品产品结构 (按医院终端销售金额统计)	12
图 16 2022 全国血制品采浆量	14
图 17 丹霞生物股权结构	16
图 18 智能工厂预期建设时间	17
图 19 公司血制品营业收入及增长率	20
图 20 近五年博雅生物产品收入构成 (%)	21
图 21 血制品公司毛利率对比 (%)	22
图 22 公司血制品业务毛利率和净利率水平	23
图 23 公司血制品业务费用支出情况	23
图 24 公司血制品业务净利润	23
图 25 可比公司一览.....	25
表 1 我国主要血制品价格一览 (单位: 元)	13
表 2 十四五期间部分省份浆站建设相关文件及内容	13
表 3 近五年公司浆站数和采浆量变化	14
表 4 公司现有浆站地区分布	15
表 5 公司浆站规划情况	15
表 6 智能工厂建设规划	16
表 7 智能工厂产品规划方案	17
表 8 公司血制品产品种类	18
表 9 上市公司下属血制品公司产品种类对比	18
表 10 公司血制品批签发情况 (单位: 万瓶)	19
表 11 公司血制品批签发批次	19
表 12 公司在研产品	20
表 13 血制品公司收入构成	21
表 14 博雅生物吨浆收入	21
表 15 上市公司吨浆收入对比	22
表 16 公司产品毛利及毛利率 (2022 年)	22
表 17 上市公司各类产品毛利率 (%)	23
表 18 公司现有获批浆站采浆量估算	24
表 19 公司产品盈利预测	25

附录：三大报表预测值 错误!未定义书签。

1. 华润控股赋能，博雅逐步迈入快速发展期

1.1. 央企入主，股东背景强大

华润博雅生物制药集团股份有限公司成立于 1993 年，2012 年在深交所创业板上市（300294.SZ, 博雅生物）。公司主营业务为血制品，2013 年后陆续并购其他医药相关业务。2021 年，华润医药控股博雅生物，公司成为华润大健康版图下血制品业务平台。

图1 公司发展历程

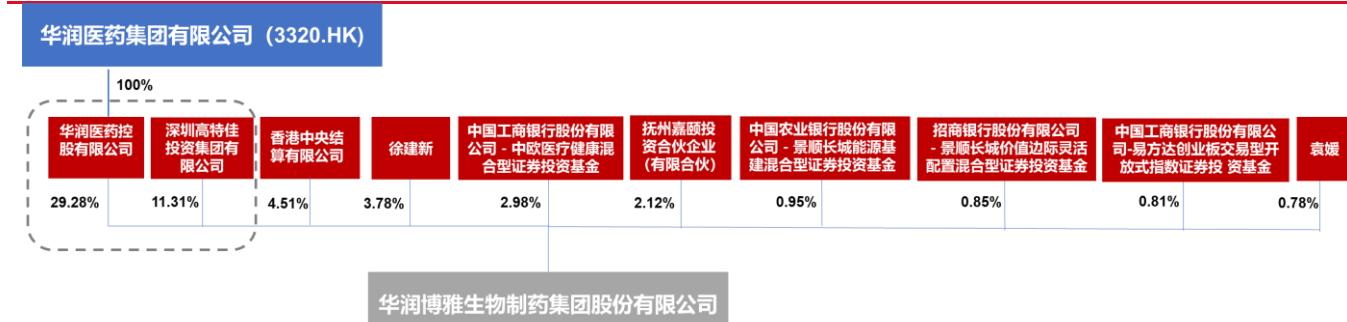


资料来源：公司官网，东海证券研究所

华润医药为公司控股股东，持有公司 29.28% 股份，高特佳将其所持 11.31% 股份的表决权委托给华润医药，华润医药合计拥有公司 40.59% 股份表决权。华润医药集团有限公司（华润医药，3320.HK）为国内领先的大型医药集团公司，从事医药研发、制造、分销及零售等众多业务，现已发展成为国内前五大医药制造商和前三大医药产品分销商。2022 年，华润医药集团实现营业收入 2541 亿港元，净利润 78 亿港元。

华润医药旗下拥有华润医药商业集团有限公司、华润三九医药股份有限公司（000999.SZ）、华润双鹤药业股份有限公司（600062.SH）、华润江中制药集团有限责任公司（600750.SH）、东阿阿胶股份有限公司（000423.SZ）、华润博雅生物制药集团股份有限公司（300294.SZ）、华润紫竹药业有限公司、华润生物医药有限公司、中国医药研究开发中心有限公司、华润堂有限公司等企业。

图2 公司股权结构



资料来源：公司公告（2023年三季报），东海证券研究所

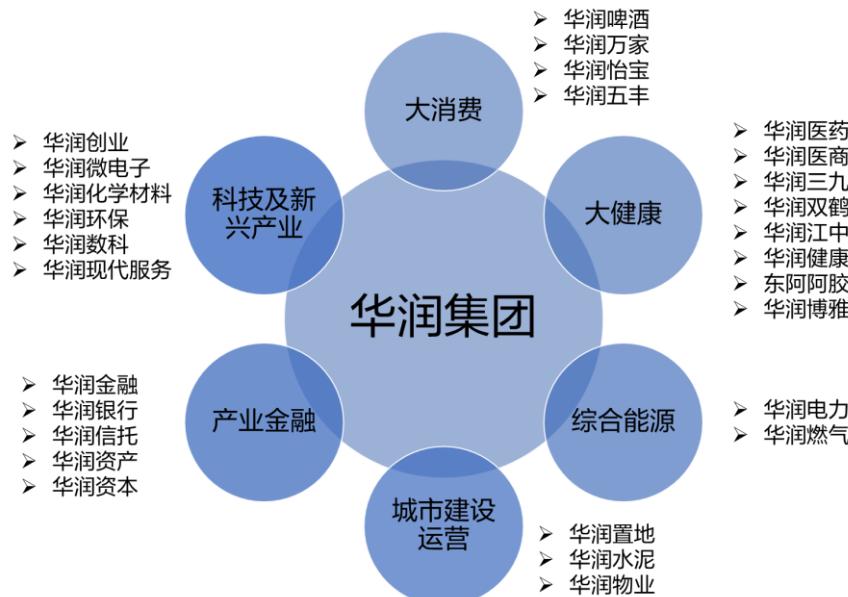
公司实际控制人华润集团是国务院国资委批准的国有资本投资公司，业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业六大领域。2022年，华润集团总资产突破2.3万亿元，实现营业收入8187亿元，净利润642亿元，位列2022年《财富》世界五百强第70位。

图3 华润集团股权结构



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 华润集团业务版图



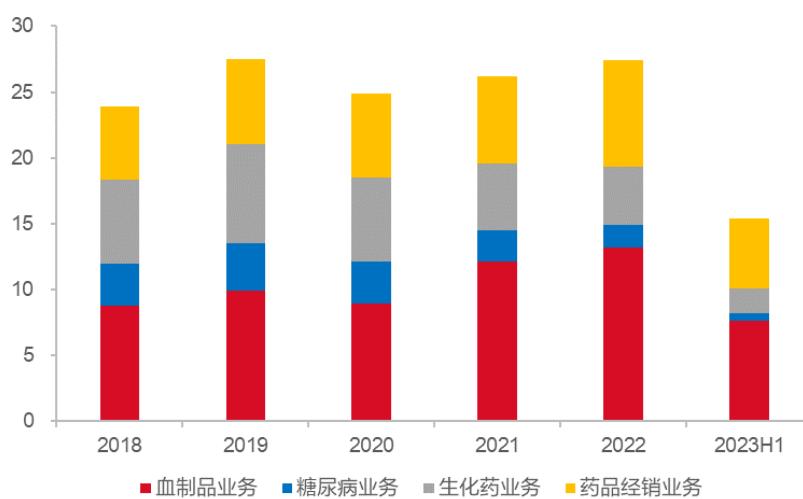
资料来源：华润集团官网，东海证券研究所

2021 年华润医药控股后，公司在战略管理、组织优化、人才引进、风险管理及政府资源等多方面得到支持与赋能。公司坚持以血制品为核心业务的原则，向世界一流血制品企业迈进。华润集团和华润医药的强大股东资源将成为公司的独特优势，帮助公司实现快速发展，尤其是在浆站资源获取方面有望得到明显的进步和提升。十四五期间，公司表示将通过集团支持、战略合作等多种方式，力争在十四五末浆站总数量达 30 个以上，采浆规模 1000 吨以上。

1.2. 聚焦血制品，其他业务逐步剥离

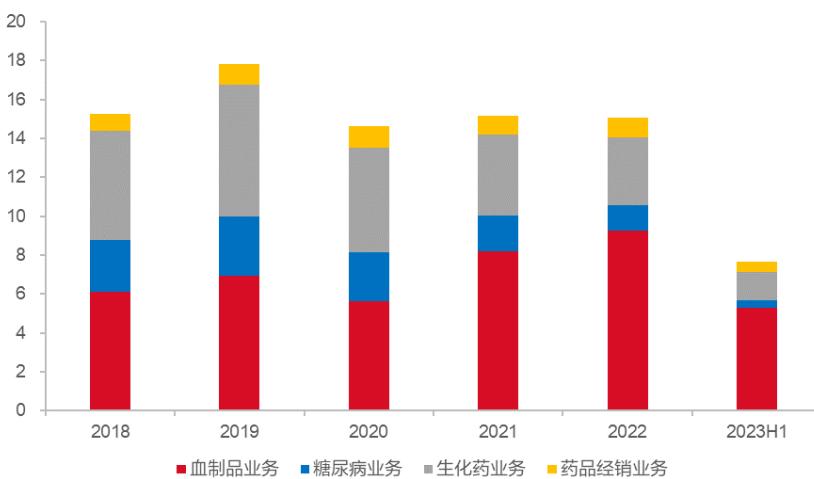
公司主营业务为血制品，其他业务还包括天安药业的糖尿病、新百药业的生化药、博雅欣和的化学药和复大医药的经销业务。从收入和毛利构成上看，2023H1，血制品业务收入和毛利分别为 7.62 亿和 5.27 亿，占公司总收入和总毛利比重分别为 49.39% 和 68.62%。

图5 公司营收构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 公司毛利构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司计划在近两年逐步剥离天安药业（糖尿病业务）、新百药业（生化药业务）、博雅欣和（化学药业务）、复大医药（经销业务），解决与控股股东同业竞争问题。2023 年 9 月，公司完成复大医药股权转让（3.65 亿元将 75% 股权转让给华润医商）；2023 年 11 月，公司

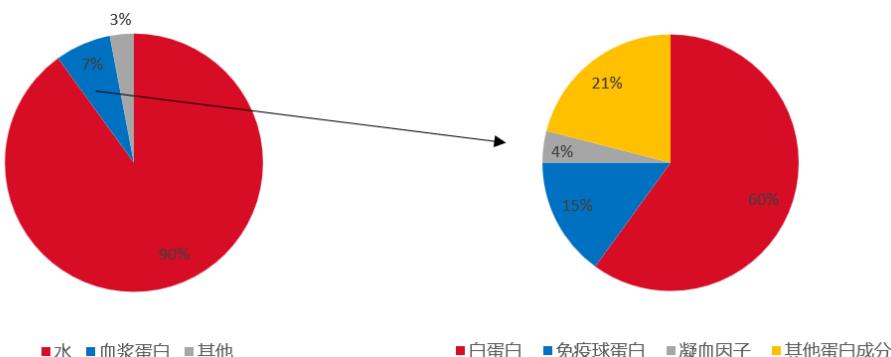
完成天安药业股权转让（2.60亿元将89.68%股权转让给华润双鹤）。待其他业务逐步剥离后，公司将进一步聚焦于血制品业务，盈利能力得以提升。

2. 血制品行业迎来发展新阶段，集中度有望持续提升

2.1. 血制品具备重要临床价值，全球市场维持良好增长

血制品是由健康人血浆或经特异免疫的人血浆，经分离、提纯或由基因工程技术制备的血浆蛋白制品。血浆约占全血体积的55%，血浆中包括90%水分、7%血浆蛋白及3%其他无机盐成分及糖类电解质。血浆蛋白由60%的白蛋白、15%的免疫球蛋白、4%的凝血因子和其他蛋白成分组成。血制品的出现起源于上世纪40年代二战期间，目前血浆中已明确分子结构的血浆蛋白有100余种，已经分离并使用于临床的有20余种。

图7 血制品来源及血浆蛋白构成



资料来源：华经产业研究院，东海证券研究所

血制品在某些重大疾病的预防和治疗及医疗急救等方面有着其它药品无法替代的重要作用，全球血制品市场规模呈现良好增长趋势。2021年，全球血制品市场规模约417亿美元，预计未来以9.33%的复合增速增长至2030年的931亿美元。全球血制品行业呈现寡头垄断市场格局，龙头企业通过多年并购发展，在浆站数量、血浆资源等方面具备优势，业务遍布全球。CSL、Octapharma、Grifols等前五大血制品公司约占据全球80-85%市场份额。

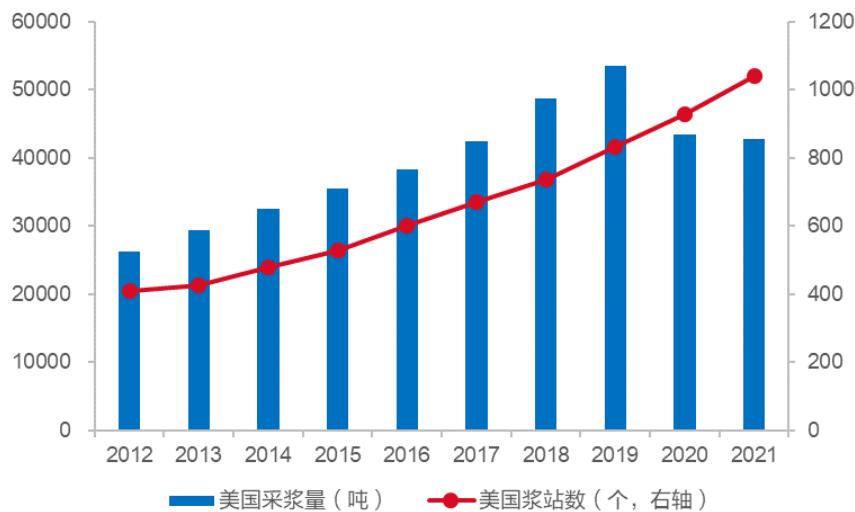
图8 全球血制品市场规模



资料来源：PRECEDENCE RESEARCH，东海证券研究所

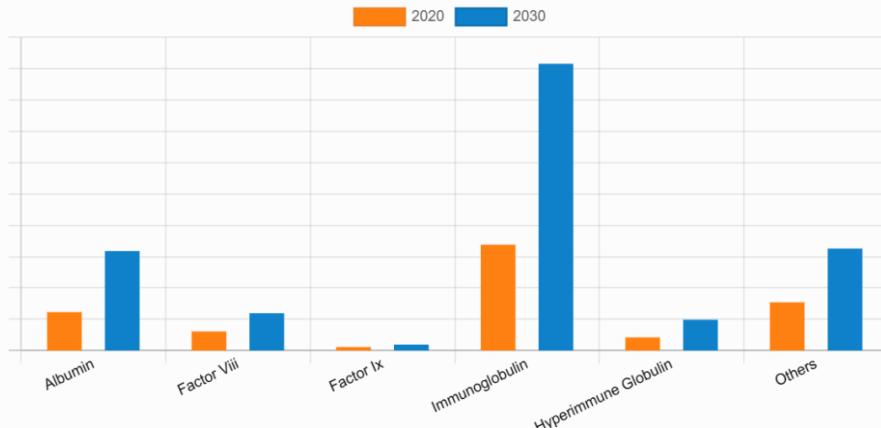
全球采浆量在 6 万吨左右水平，从区域分布上看，美国采浆量居全球首位，采浆量占比在 60%以上。美国浆站数呈现逐年增加趋势，2021 年浆站达到 1041 个；采浆量受新冠疫情影响短期下降，2021 年为 42801 吨。从产品结构上看，全球共计有 20 余种血制品用于临床。从种类上看，免疫球蛋白市场份额最大，其次是白蛋白；预计到 2030 年，免疫球蛋白的全球使用量和市场份额占比将进一步提升。

图9 美国浆站数和采浆量



资料来源：PPTA，东海证券研究所

图10 全球血制品产品结构

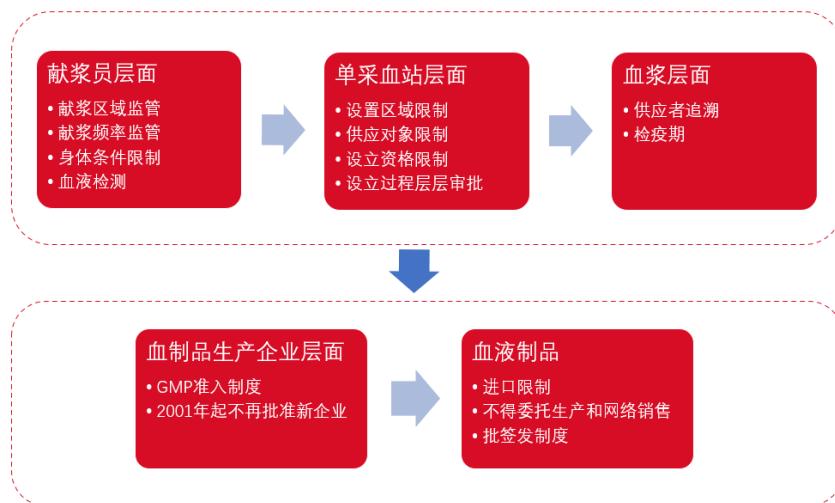


资料来源：Allied Market Research，东海证券研究所

2.2. 国内血制品行业在供需双振下迎来新发展周期

我国对血制品实行全流程的严格监管，对献浆员、献浆频次、浆站和生产企业等各个环节均做出严格规定，并且在血制品生产过程中，对原料血浆设置检疫期，对血制品实行批签发。从 2001 年起，我国不再批准新的血制品生产企业，目前血制品生产企业不到 30 家，竞争格局相对稳定。

图11 我国血制品全流程严监管

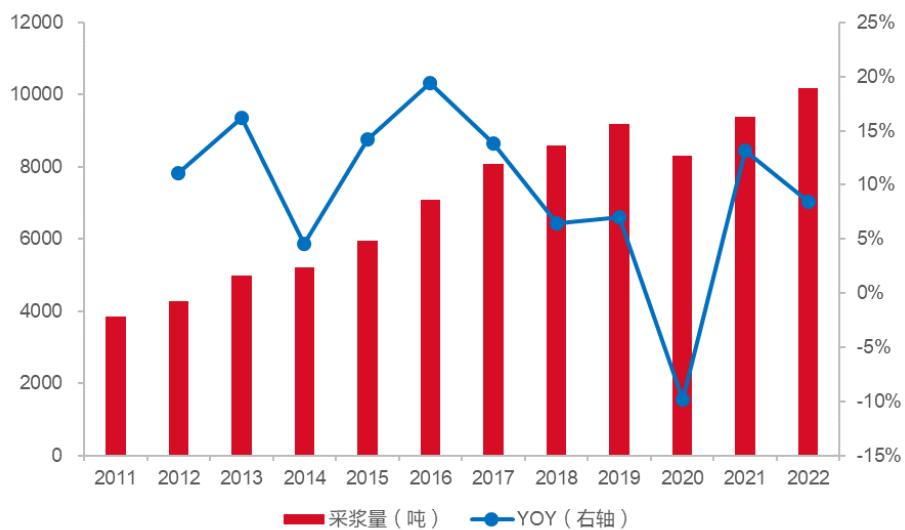


资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

从浆站上看，浆站由血制品生产企业设置和管理，并且一个单采浆站只能向一个与其签订质量责任书的血制品生产单位供应原料血浆，严禁向其他任何单位供应原料血浆。2008年，卫生部发布《单采血浆站管理办法》，规定血制品生产单位注册的血制品少于6个品种的不得申请设置新浆站，具备多品种的血制品企业将能获得更多的血浆资源。

浆站设置需经过层层审批、难度大、周期长。浆站需由设置单采血浆站的血制品生产单位向单采血浆站设置地的县级人民政府卫生计生行政部门提交申请，县级部门经过初审后经过市级部门审查同意后报省级部门审批。2021年我国浆站数量达到287家。2010-2022年间，我国采浆量从4180吨增长至10181吨，复合增速为9.22%。

图12 2010-2022年间我国采浆量（吨）

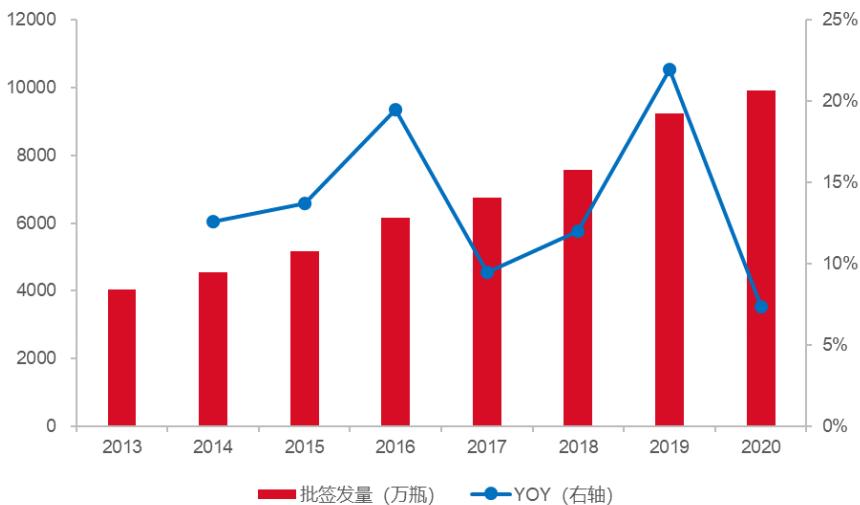


资料来源：中检所，公司公告，公司公告整理，东海证券研究所

从批签发量上看，2013-2020年间，我国血制品批签发量4033万瓶增长至9907万瓶，复合增速为13.7%。从终端销售市场上看，2017-2021年间，医院端和药店零售端合计销售额从295亿元增长至501亿元，复合增速为14.16%。从我国医院端血制品使用结构上看，白蛋白为第一大品种，销售额占比高达62%，其次为免疫球蛋白和凝血因子类，占比分别为

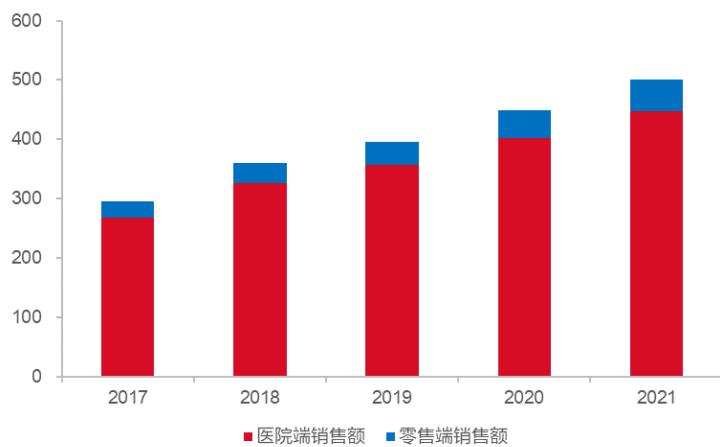
28%和11%。从价格上看，国内血制品整体价格较为稳定，由于供给较为紧张，前期联盟集采并未出现价格大幅下降。

图13 2013-2020 我国血制品批签发量



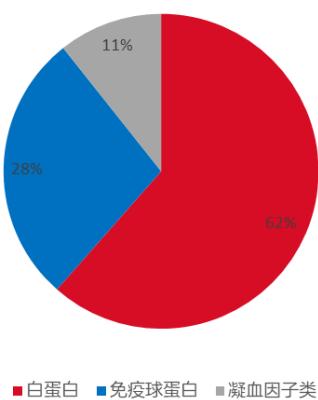
资料来源：中检所，火石研究院，华经产业研究院，东海证券研究所

图14 2017-2021 年我国血制品市场规模（亿元）



资料来源：中康开思，药融云，东海证券研究所

图15 2021 年我国血制品产品结构（按医院终端销售金额统计）



资料来源：药融云，东海证券研究所

表1 我国主要血制品价格一览（单位：元）

2022 年挂网招标价格				广东集采中选价格			
	规格	均价	最高价	最低价	均价	最高价	最低价
人血白蛋白	50ml:10g	396	550	222	401	550	350
静丙	2.5g	636	650	619	574	650	538
人免疫球蛋白	0.3g	158	158	158	166	260	103
人凝血因子VIII	200IU	413	458	392	395	411	370
人纤维蛋白原	0.5g	876	940	867	858	940	699

资料来源：中检所，通联资讯，广东省药品交易中心，东海证券研究所

十四五期间，多个省份陆续推出浆站建设计划，随着浆站的陆续建设和运营，我国血浆供给侧有望实现良好增长。新冠疫情后，人们对于血制品的临床认知有所提高，血制品治疗用途广泛，需求端有望持续增长。在供给和需求共同推动下，我国血制品行业有望迎来新的发展阶段。

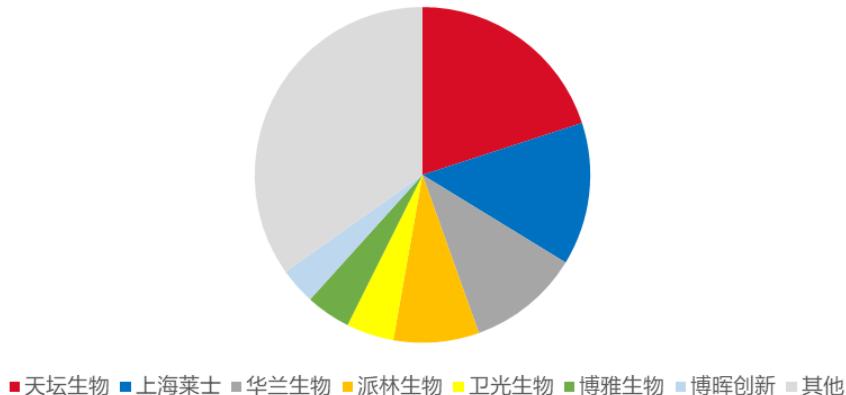
表2 十四五期间部分省份浆站建设相关文件及内容

省份	文件名	主要内容
云南	云南省单采血浆站设置规划（2021-2023年）	在前期开展试点的基础上，全省共设置单采血浆站 19 个（含 2 个试点单采血浆站）
内蒙古	内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022—2025年）	2022-2025 年在全区规划设置不超过 6 个单采血浆站
河南	华兰生物 2022 年半年度报告	十四五期间规划 7 家单采血浆站
四川	四川省单采血浆站设置规划（2021-2023）	将试点采浆点（4 家）按照相关规定和程序设置为单采血浆站
江西	江西省“十四五”医疗卫生服务体系规划	按照统筹无偿献血和单采血浆工作协调发展、兼顾无偿献血和原料血浆采集、以及采浆量与血制品需求量达到基本平衡的原则，结合实际适当调整全省单采血浆站数量
广东	关于全面加强全省单采血浆站管理工作的通知	所属单采血浆站在 3 年内未能达到年采集量不少于 30 吨要求的血制品生产单位，不得新增设置单采血浆站，强调采集、生产过程的规范性

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

从供给端看，2022 年全国采浆量达到 10181 吨，七家上市公司合计采浆量达到 6637 吨，占比达到 66%。今年以来，血制品行业上市公司发生部分股权变动，陕西国资入主派林生物，卫光生物实控人拟由光明国资局变更为国药集团，上海莱士声称第一大股东正在筹划股权变动事项。国资控股后，公司在股东或集团协同助力下有望实现拓浆、生产、销售等多方面综合能力的提升，相较于其他血制品企业竞争优势更加突出，我国血制品行业集中度有望持续提升。

图16 2022全国血制品采浆量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

从需求上看，我国血制品仅有 10 余个品种，相较于欧美发达国家，在产品种类、产品适应症、人均使用量等多方面均处于较低水平，具备广阔发展空间。新冠疫情发生后，医生和患者对于静丙等血制品的临床价值认知得到大幅提升，静丙需求持续旺盛。未来血制品需求量和人均使用量有望随着终端学术推广的加强逐步提升。

3.盈利能力优秀，成长前景广阔

3.1. 华润助力浆站拓展，内生外延共成长

2022 年，公司在营的 13 个浆站合计采浆量为 439 吨，平均单站采浆量为 31.4 吨。从公司平均单站采浆量上看，2018 年至 2022 年间整体呈现提升趋势。2023 上半年，公司在营的 13 个浆站合计实现采浆量 215 吨，与去年同期基本持平。

表3 近五年公司浆站数和采浆量变化

年份	采浆量 (吨)	总浆站数 (家)	在营浆站	单站采浆量 (吨)
2018	350	12	12	29.2
2019	371	12	12	30.9
2020	378	13	12	29.1
2021	420	14	13	30.0
2022	439	14	13	31.4

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司目前有 14 个在营浆站，其中阳城浆站于 2023 年 6 月获证正式开采，其他 13 个浆站均为成熟浆站。从区域分布上看，公司 14 个在营浆站分布在江西省（10 个）、四川省（2 个）、海南省（1 个）、山西省（1 个）。2023 年 9 月，公司收到江西省卫生健康委员会下发的《关于同意泰和县设置单采血浆站的批复》《关于同意乐平市设置单采血浆站的批复》，同意公司在泰和县、乐平市设置单采血浆站，公司采取先租后建、构建标准化建设等措施以缩短建设周期，预计于明年年中获证开采，届时公司在营浆站总数将达到 16 个。

表4 公司现有浆站地区分布

名称	省份	运营情况	覆盖区域
1 南城浆站	江西	在营	南城县、南丰县、黎川县、临川区(罗针镇、罗湖镇、孝桥镇、崇岗镇、青泥镇、东馆镇、腾桥镇、鹏田乡、崇湖乡、荣山镇、河埠乡、茅排乡、湖南乡、太阳镇、七里岗乡)、钟岭街道办事处
2 崇仁浆站	江西	在营	崇仁县、宜黄县、临川区(上顿渡镇、温泉镇、高坪镇、秋溪镇、龙溪镇、大岗镇、抚北镇、展坪镇、连城乡、桐源乡)
3 金溪浆站	江西	在营	金溪县、资溪县、东乡区、临川区云山及唱凯镇
4 乐安浆站	江西	在营	乐安县
5 广昌浆站	江西	在营	广昌县
6 南康浆站	江西	在营	赣州市南康区、章贡区潭口镇和潭东镇、上犹县、大余县、崇义县和赣县(王母渡镇、阳埠乡、大埠乡、韩坊乡)
7 信丰浆站	江西	在营	信丰县、安远县、寻乌县、龙南县、定南县、全南县
8 于都浆站	江西	在营	于都县、赣县(除王母渡镇、阳埠乡、大埠乡、韩坊乡)
9 丰城浆站	江西	在营	丰城市、樟树市
10 都昌浆站	江西	在营	都昌县
11 岳池浆站	四川	在营	岳池县、武胜县
12 邻水浆站	四川	在营	邻水县
13 屯昌浆站	海南	在营	屯昌县
14 阳城浆站	山西	在营	阳城县
15 泰和	江西	获批	
16 乐平	江西	获批	

资料来源：公司公告，公司官网，公开资料整理，东海证券研究所

在现有浆站之外，公司借助华润集团与各省战略合作关系，布局多个省份拟设浆站实地调研与选址工作，积极申请新设浆站。浆站设置需要向县、市、省三级政府部门提交申请材料，据前期公司披露，目前已有 19 个浆站已获得县级批文。公司力争至十四五期末，公司新增浆站数量不低于 16 个。

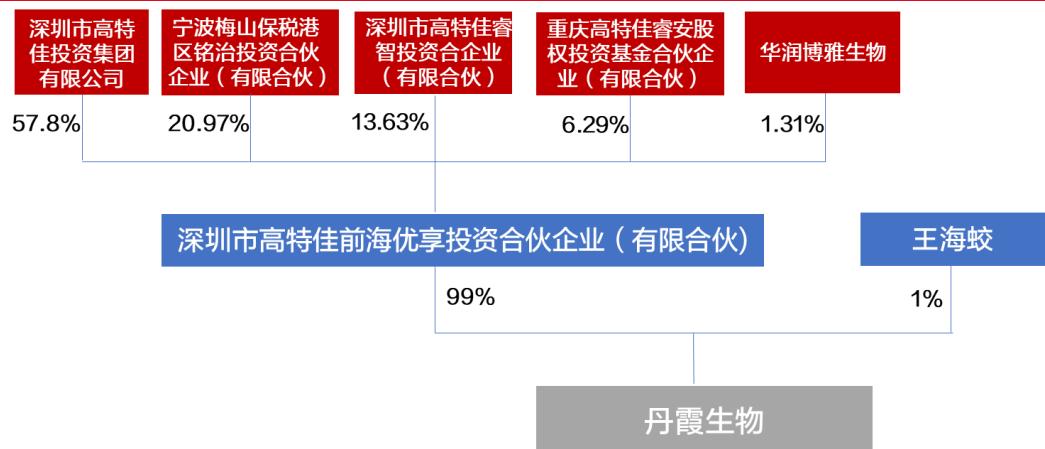
表5 公司浆站规划情况

序号	所属省份	预计建设数量	审批情况	尚需履行的审批程序
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	尚需获取属地市级批文、属地省级批文、属地省级卫健委颁发的单采血浆许可证
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	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

在内生浆站拓展持续之外，公司外延并购预期较强。公司二股东高特佳集团作为前海优享执行事务合伙人，通过持有前海优享份额间接控股丹霞生物；华润博雅生物作为前海优享有限合伙人（持有 1.31% 的份额）间接持有丹霞生物少数股份。

图17 丹霞生物股权结构



资料来源：Wind，东海证券研究所

丹霞生物创建于 2008 年，位于广东韶关，在广东省设有多个单采血站。根据近两年批签发数据显示，公司生产销售人血白蛋白和人免疫球蛋白两种血制品。根据博雅披露的公开信息显示：浆站方面，丹霞生物目前已有 9 个浆站在采，其他 8 个浆站的恢复采集工作也在积极推进中；产品方面，公司已于 2022 年 12 月申报静丙的临床并获得受理，并计划 2023 年下半年申报纤维蛋白原临床；经营方面，2022 年度丹霞生物剔除财务费用利息支出影响外，日常生产经营已达到盈亏平衡状态。

2023 年 4 月，公司发布关于签署战略合作框架协议暨关联交易的公告。博雅生物与高特佳集团、丹霞生物签署《战略合作框架协议》以加强各方在医药大健康领域的深入合作。具体内容包括以下几项：一、博雅将对丹霞派出经营管理团队及业务骨干协助且运营管理，高特佳将协调丹霞现有股东各方关系，改善优化股权结构，为丹霞运营及发展协调资金支持。二、高特佳同意在改善优化丹霞的股权结构过程中，将同步促成博雅通过前海优享基金间接持有丹霞的份额调整成为丹霞的直接股东；若前海优享基金或丹霞股权结构变动，高特佳将促成博雅享有优先合作权。

以上合作协议优先保障了博雅未来在启动对丹霞并购时的优先控股权，同时博雅与丹霞的合作已具备良好的基础，自 2020 年 10 月华润博雅生物托管丹霞生物以来，丹霞生物在博雅的助力下经营状况逐步趋于良好。按照 9+8 个浆站、每个浆站 30 吨献浆量计算，待丹霞生物下属浆站血浆陆续全部恢复采浆后，现有 17 个浆站有望贡献超 500 吨原料血浆。并且伴随着丹霞生物在研产品陆续进入临床并获批上市，丹霞生物盈利能力也有望逐步提升。

3.2. 产能规划充分，1800 吨智能工厂在建

公司现有生产车间于 2009 年建成，最大生产能力为年投浆 600 吨。为满足未来的采浆和生产需求，进一步扩大生产规模和扩充产品种类，公司正在进行智能工厂建设，其中生产基地产能规模为年投浆 1800 吨（一期），可同时满足人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子和微量蛋白共四大类 13 个品种 28 个规格产品的生产需求，并预留了 1800 吨产能规模的二期生产车间和三期远期规划用地。

表6 智能工厂建设规划

地块	建设分期	规划分区	主要建设内容
西地块		集团职能区	办公楼、学习与创新中心、餐厅综合楼、倒班宿舍及门卫
东地块	一期	生产仓储区	主制品生产车间、小制品生产车间、仓储中心、包装车间、质检研发楼

	辅助生产区	动物房、动力中心、化学品库、固废库、乙醇回收站、门卫及污水处理站、污水处理池、消防水池、雨水收集池、事故池等构筑物
二期	预留生产区	主制品生产车间（预留）、小制品生产车间（预留）、乙醇回收站（预留）、污水处理站及污水处理池（预留）
三期	预留生产区	预留远期规划用地

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表7 智能工厂产品规划方案

产品名称	单位	数量	上市及在研情况
人血白蛋白	万瓶	468	已上市
静注人免疫球蛋白（pH4）	万瓶	270.6	已上市
静注人免疫球蛋白（pH 冻干）	万瓶	/	已上市
人免疫球蛋白	万瓶	/	已上市
狂犬病人免疫球蛋白	万瓶	240	已上市
人凝血酶原复合物（PCC）	万瓶	162	已上市
乙型肝炎人免疫球蛋白	万瓶	/	已上市
人纤维蛋白原（0.5g/1.0g）	万瓶	252	已上市
人凝血因子 VIII	万瓶	36	已上市
血管性血友病因子（vWF）	万瓶	13.5	临床研究
静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）	万瓶	39.6	临床研究
C1 酯酶抑制剂	万瓶	10.8	临床研究
BYSW006 项目	万瓶	180	临床前研究

资料来源：公司公告，东海证券研究所

智能工厂项目总投资额 30.97 亿（项目建设投资 20.47 亿元，项目铺底流动资金 10.50 亿元），预计建设期 58 个月（2022.3-2026.12），生产基地预计 2025 年 9 月完成试生产，2027 年 1 月正式投产。

图18 智能工厂预期建设时间



资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.3.产品种类丰富，营收结构均衡，盈利能力优秀

公司目前共有人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类 9 个品种 23 个规格的血制品。国内血制品行业中，按照血制品生产企业的产品种类计算，博雅生物产品种类达到 9 个，数量位于行业前列，天坛生物和华兰生物旗下仅有部分血制品企业产品数量超过 10 个。博雅旗下仅有一家血制品企业，供浆和生产较为集中。

表8 公司血制品产品种类

种类	产品	适应症	医保
白蛋白	人血白蛋白	具有调节血浆渗透压、运输、解毒和营养供给功能适用于癌症化疗或放疗患者、低蛋白血症、烧伤、失血创伤引起的休克，肝病、糖尿病患者，可用于心肺分流术、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症	乙类
	人免疫球蛋白	预防麻疹和传染性肝炎，若与抗生素合并使用，可提高对某些细菌和病毒感染的疗效	乙类
	静注人免疫球蛋白	适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等	乙类
免疫球蛋白	冻干静注人免疫球蛋白	适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等	乙类
	乙肝人免疫球蛋白	主要用于乙肝的被动免疫、治疗和肝移植等	—
	狂犬病人免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒的动物咬伤、抓伤患者的被动免疫和治疗	乙类
	人纤维蛋白原	主要用于先天性或获得性纤维蛋白原缺乏症、弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍	乙类
凝血因子	人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子Ⅱ、Ⅶ、Ⅸ、X缺乏症（单独或联合缺乏）	乙类
	人凝血因子Ⅷ	对缺乏人凝血因子Ⅷ所致的凝血机能障碍具有纠正作用，主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子Ⅷ缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗	甲类

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表9 上市公司下属血制品公司产品种类对比

上市公司	血制品企业	产品种类（个）
博雅生物	华润博雅	9
	成都蓉生	14
	贵州血制	2
天坛生物	兰州血制	7
	上海血制	10
	武汉血制	8
	西安血制	4
派林生物	广东双林	8
	派斯菲科	9
卫光生物	卫光生物	9
	上海莱士	7
上海莱士	同路生物	9
	浙江海康	4

	郑州莱士	4
华兰生物	华兰股份	11
	华兰重庆	8
	广东卫伦	7
博晖创新	博晖生物	7

资料来源：公司公告，东海证券研究所

从公司产品近三年批签发量上看，人血白蛋白、静丙和纤维蛋白原为公司三大主要品种。其他品种方面，凝血酶原复合物于2020年上市、2021年获批签发，凝血八因子于2022年上市、2023年获批签发。从近三年中检所批签发统计批次上看，公司人血白蛋白签发批次市占率为1-2%；静丙签发批次市占率为5-7%；纤维蛋白原签发批次市占率为15-30%；凝血酶原复合物签发批次市占率为15-30%。

表10 公司血制品批签发情况（单位：万瓶）

产品	规格	2020年	2021年	2022年	2023H1
人血白蛋白	折合10g/瓶	865663	1056907	1142242	618,123
静注人免疫球蛋白	折合2.5g/瓶	648416	774506	812408	452,872
人纤维蛋白原	0.5g/瓶	271991	564497	586826	312,348
人凝血酶原复合物	2.5g/瓶		111830	196423	86,677
狂犬病人免疫球蛋白	200IU/2ml/瓶	806009	374681	1090878	331,923
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU/2ml/瓶		36731		
人凝血因子VIII	200IU/10ml/瓶				44,806

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表11 公司血制品批签发批次

	博雅生物产品签发批次				签发批次占比			
	2020	2021	2022	2023H1	2020	2021	2022	2023H1
人血白蛋白	56	67	71	28	1.4%	1.6%	1.7%	1.3%
静注人免疫球蛋白	51	58	64	36	6.1%	5.9%	5.9%	5.4%
人纤维蛋白原	34	67	67	31	17.0%	28.0%	22.3%	22.3%
人凝血酶原复合物		42	72	33		17.8%	27.9%	21.7%
人凝血因子VIII				6				2.9%

资料来源：中检所，医药魔方，东海证券研究所

除了目前现有的9个品种之外，公司在研产品中还包括血管性血友病因子(vWF)、静注人免疫球蛋白(IVIG)(10%)、C1酯酶抑制剂(C1-INH)等多个品种，其中静注人免疫球蛋白(10%)进展最快，下一步计划进行临床总结。随着在研管线的不断推进，公司产品种类将不断丰富。

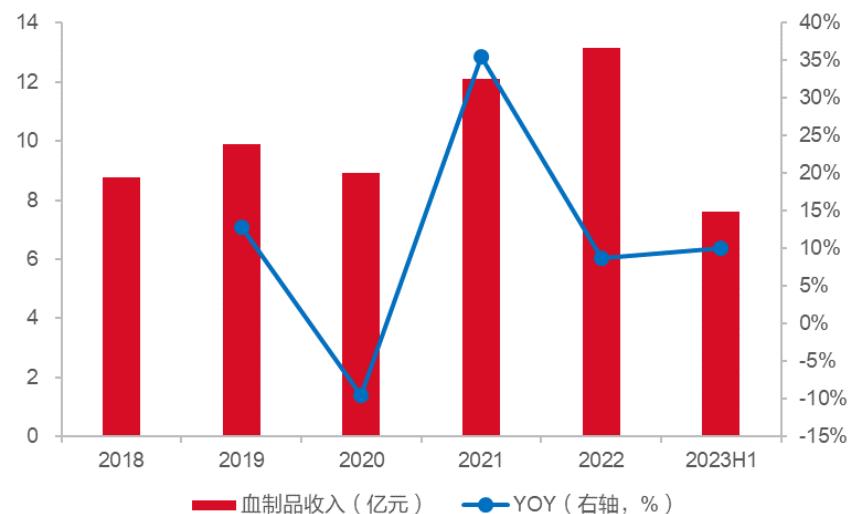
表12 公司在研产品

	在研产品	研发进展	临床时间节点	研发规划
1	血管性血友病因子 (vWF)	临床试验阶段	2021 年获批临床	进行临床总结，申请获批《药品注册证书》
2	静注人免疫球蛋白 (IVIG) (10%)	临床试验阶段	2021 年获批临床	完成临床病例入组后进行临床总结，申请获批《药品注册证书》
3	C1 酯酶抑制剂	获批开展临床试验	2023 年获批临床	开展临床试验
4	BYSW006	完成中试研究和 3 批工艺验证批生产		持续开展免疫程序研究以及临床前研究工作

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2018-2022 年公司血制品业务营业收入从 8.75 亿元增长至 13.15 亿元，复合增长率为 10.71%，2023H1 公司血制品共计实现收入 7.62 亿元 (+10.03%)。2020 年新冠疫情爆发使得公司收入短期下滑，其他年份收入均维持良好增长态势。

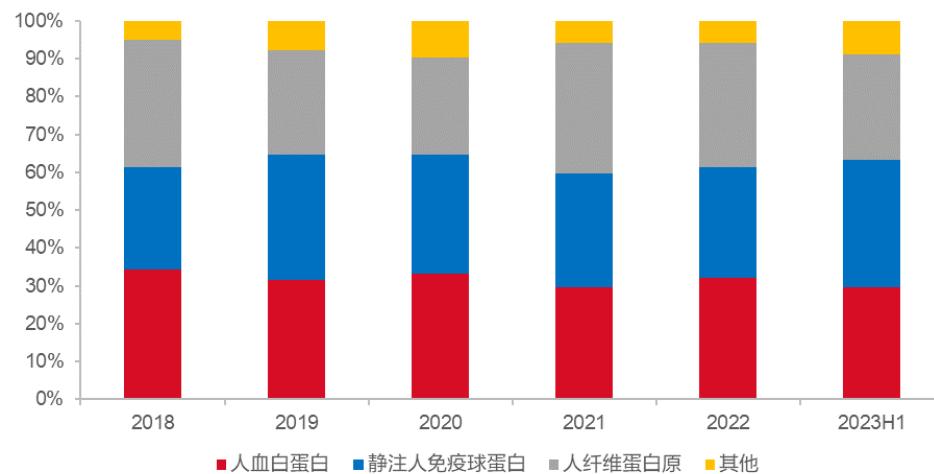
图19 公司血制品营业收入及增长率



资料来源：Wind，东海证券研究所

从收入构成上看，公司白蛋白、静丙和纤原三大产品营收占比相对均衡，2023H1 占比分别为 30%、34% 和 28%，白蛋白稳定增长，静丙在疫情放开后需求增加，纤原为术中产品，预计受到手术量下降影响增速有所下滑。从血制品行业上市公司产品收入构成上看，其他公司产品中白蛋白营收占比相对较高，博雅生物白蛋白、静丙和纤原三大产品占比较为均衡。

图20 近五年博雅生物产品收入构成（%）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表13 血制品公司收入构成

	2022 年收入	人血白蛋白		静丙		其他血制品	
	(亿元)	收入(亿元)	占比	收入(亿元)	占比	收入(亿元)	占比
天坛生物	42.44	—	—	—	—	—	—
上海莱士	37.71	14.9	39.5%	13.13	34.8%	9.68	25.7%
华兰生物	26.79	9.88	36.9%	7.75	28.9%	9.16	34.2%
派林生物	23.96	—	—	—	—	—	—
卫光生物	6.54	2.57	39.3%	2.39	36.5%	1.58	24.2%
博晖创新	5.03	2.24	44.5%	2.27	45.1%	0.52	10.3%
博雅生物	13.15	4.20	32.0%	3.85	29.3%	5.10	38.8%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

产品结构差异使得公司吨浆收入处于行业中最高水平。从吨浆收入上看，除了2020年疫情短期负面影响之外，2018-2022年间公司吨浆收入维持上升趋势，2022年吨浆收入达到300万/吨。除去公司纤原营收占比较高的贡献，近两年新上市的凝血酶原复合物和凝血八因子也在逐步贡献业绩增量。

表14 博雅生物吨浆收入

年份	采浆量(吨)	血制品收入(亿元)	吨浆收入(万/吨)
2018	350	8.8	250
2019	371	9.9	266
2020	378	8.9	236
2021	420	12.1	288
2022	439	13.1	300

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表15 上市公司吨浆收入对比

2022年	采浆量(吨)	血制品收入(亿元)	吨浆收入(万吨)
天坛生物	2035	42.4	209
上海莱士	1400	37.7	269
华兰生物	1100	26.8	244
派林生物	840	24.0	285
卫光生物	467	6.5	140
博晖创新	356	5.0	141
博雅生物	439	13.1	300

资料来源：公司公告，东海证券研究所

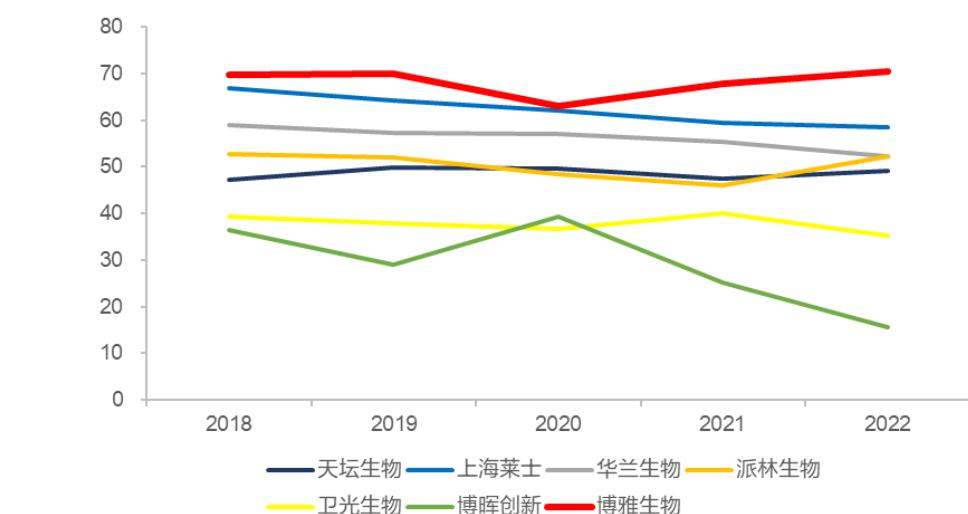
从公司毛利构成上看，2022 年公司人血白蛋白、静丙和人纤维蛋白分别贡献毛利 2.7 亿、2.58 亿和 3.38 亿元，三大产品毛利率分别为 64.29%、66.93% 和 78.19%，整体销售毛利率为 70.53%。从近五年变化上看，公司血制品业务毛利率较为稳定，维持在 70% 左右的高水平。从血制品行业上市公司各产品的毛利率对比情况上看，公司通过优化工艺技术以提升产品收得率，三大类产品的毛利率均处于行业前列水平。得益于丰富的产品种类、均衡的产品结构、优化的工艺技术，公司血制品毛利率水平在国内血制品行业中处于最高水平，盈利能力优秀。

表16 公司产品毛利及毛利率(2022年)

	毛利(亿元)	毛利率
人血白蛋白	2.70	64.29%
静注人免疫球蛋白	2.58	66.93%
人纤维蛋白原	3.38	78.19%
血制品合计	9.27	70.53%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

图21 血制品公司毛利率对比(%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

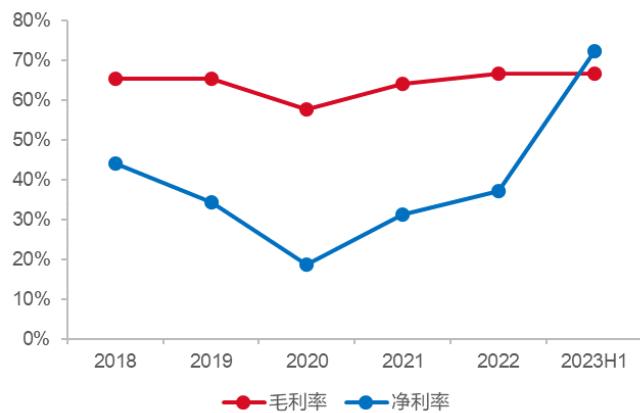
表17 上市公司各类产品毛利率(%)

2022年	整体毛利率	人血白蛋白	静丙	其他
天坛生物	49.0	—	—	—
上海莱士	58.4	41.3	57.9	85.2
华兰生物	52.3	49.8	52.0	55.2
派林生物	52.1	—	—	—
卫光生物	35.2	31.6	24.7	57.1
博晖创新	15.7	25.0	4.6	24.0
博雅生物	70.5	64.3	66.9	78.2

资料来源：公司公告，东海证券研究所

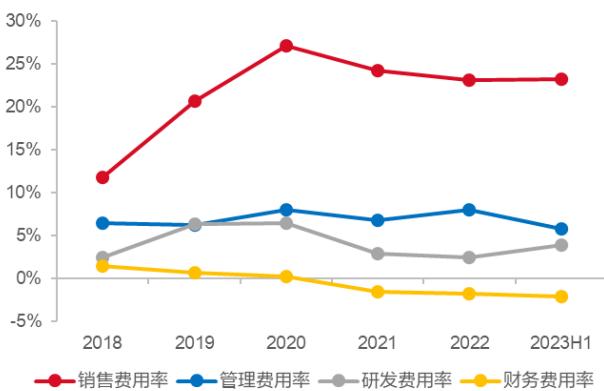
2022 年公司血制品业务净利润达到 4.98 亿元 (+29.45%)，盈利能力逐步恢复，净利率达到 37.1%。2023H1 血制品业务净利润达 5.52 亿元 (+124.50%)，主要因为母公司收到控股子公司分红 2.52 亿元。从四项费用上看，2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 23.1%、8%、2.4% 和 -1.8%。公司销售费用率从 2018 年开始增加并逐步稳定在 20-25%，两票制之后公司进行营销体系改革，采取自建队伍或与第三方合作的方式进行相关产品学术推广，以提升产品在终端市场的覆盖率和品牌知名度。

图22 公司血制品业务毛利率和净利率水平



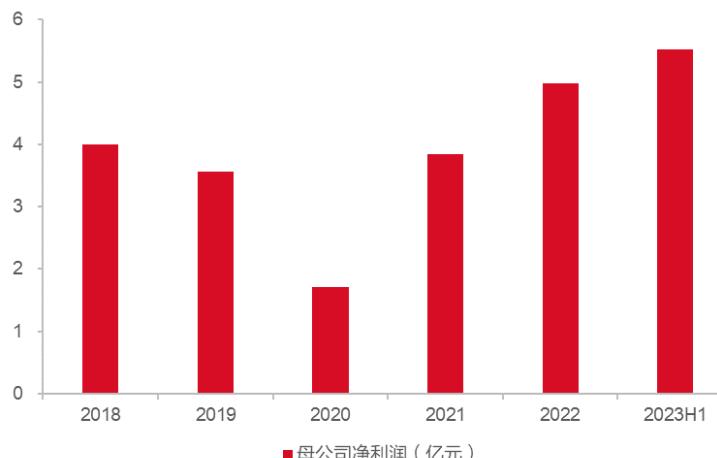
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图23 公司血制品业务费用支出情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图24 公司血制品业务净利润



资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.盈利预测与估值分析

4.1.盈利预测

公司目前有 14 个在营浆站，其中阳城浆站于 2023 年 6 月获证开采。另外公司于 2023 年 9 月新获批两个浆站，预计于 2024 年年中完成验收正式开采。按照目前已有浆站估算，公司 2023、2024 和 2025 年在采浆站数量分别为 14 家(13 家成熟浆站+1 家一年新浆站)、16 家 (13 家成熟浆站+1 家两年新浆站+2 家一年新浆站) 和 16 家(14 家成熟浆站+2 家两年新浆站)。

新浆站按照三年时间完成采浆量逐步爬坡，三年后转为成熟浆站。结合公司过去三年采浆量，同时根据成熟浆站和新浆站 (一年和两年新浆站) 贡献采浆量进行简单估算，我们预计目前获批浆站 2023-2025 年分别实现采浆量 473 吨、511 吨和 572 吨。

除了目前已获批浆站，19 家已获县级批文浆站有望在未来逐步落地，为内生持续增长奠定良好基础。在内生增长之外，公司未来或将通过外延并购方式提升公司整体采浆量。在内生和外延共同发力下，公司采浆量有望突破千吨规模，逐步跻身国内血制品第一梯队。

表18 公司现有获批浆站采浆量估算

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成熟浆站数量 (家)	12	12	12	13	13	14
单站平均采集量 (吨)	31.5	34.5	34.9	36	37	38
成熟浆站采浆量 (吨)	378	414	419	468	481	532
新浆站数量 (家)	0	1	1	1	3	2
新浆站采浆量 (吨)	0	6	20	5	30	40
在采浆站总数 (家)	12	13	13	14	16	16
合计采浆量 (吨)	378	420	439	473	511	572
<i>yoy</i>	1.89%	11.11%	4.52%	7.74%	8.03%	11.94%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

从产品收入构成上看，公司产品可分为白蛋白、静丙、纤原和其他血制品四大类。

一、白蛋白：白蛋白主要用于急救领域，产品需求良好。目前国内白蛋白市场上国产占比约四成，随着国内采浆量的提升，有望逐步对进口白蛋白形成替代。我们预计公司白蛋白收入增长与原料血浆增速趋同，未来三年白蛋白营收同比增速分别为 7.74%/8.03%/11.94%。

二、静丙：静丙在疫情放开后需求大增，广泛的适应症和突出的临床价值受到更多医生和患者的认可，预计随着静丙终端学术推广力度的不断加大和应用领域的持续拓宽，静丙需求端有望持续向好，我们预计 2023-2025 年静丙营收同比增速分别为 22.90%/16.68%/19.19%。

三、纤原：纤原为术中产品，使用量与医疗机构手术量密切相关。经过多年的市场推广，公司纤原市占率处于前列，为公司优势产品。我们预计随着疫情负面因素的减弱，2023-2025 年纤原营收同比增速分别为 1.62%/10.36%/14.29%。

四、其他：除了以上三大产品，公司还有狂免、PCC(2021 年起获批签发) 和凝八(2023 年起获批签发) 等其他血制品。随着新产品市场的逐步开发和拓展，我们预计 2023-2025 年其他血制品营收同比增速分别为 90.87%/56.82%/36.81%。

表19 公司产品盈利预测

收入 (亿元)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一、白蛋白	2.96	3.58	4.20	4.53	4.89	5.48
yoy		21.05%	17.28%	7.74%	8.03%	11.94%
二、静丙	2.81	3.64	3.85	4.73	5.52	6.58
yoy		29.16%	5.88%	22.90%	16.68%	19.19%
三、纤原	2.30	4.17	4.33	4.40	4.85	5.55
yoy		80.99%	3.87%	1.62%	10.36%	14.29%
四、其他血制品	0.86	0.72	0.77	1.47	2.30	3.15
yoy		-16.21%	7.10%	90.87%	56.82%	36.81%
血制品合计	8.93	12.10	13.15	15.12	17.57	20.75
yoy		35.48%	8.63%	15.02%	16.14%	18.12%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.2. 可比公司分析

公司属于血制品行业，我们选取 A 股 5 家同行业上市公司进行比较分析，从估值比较来看，公司的市盈率（2023E 30.3 倍），略低于行业平均水平（2023E 34.3 倍）。

图25 可比公司一览

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	2022 年血 制品收入 (亿元)	2022 年 采浆量 (吨)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E
600161.SH	天坛生物	504	30.57	42.4	2,035	0.67	0.80	0.98	45.9	38.1	31.3
002252.SZ	上海莱士	499	7.40	37.7	1,400	0.33	0.38	0.44	22.6	19.6	16.9
002007.SZ	华兰生物	422	23.06	26.8	1,100	0.79	0.93	1.09	29.3	24.7	21.1
000403.SZ	派林生物	196	26.69	24.0	800	0.74	0.94	1.13	36.2	28.3	23.6
002880.SZ	卫光生物	83	36.44	6.7	467	0.98	1.13	1.33	37.3	32.2	27.4
行业均值									34.3	28.6	24.1
300294.SZ	博雅生物	163	32.30	13.1	439	1.07	1.31	1.55	30.3	24.7	20.8

资料来源：Wind，东海证券研究所（截至至 2023 年 11 月 22 日收盘，除博雅生物外其他 EPS 均为 Wind 一致预期）

5. 投资建议

血制品业务：公司现有浆站陆续建成开采，采浆量稳定增长，暂不考虑外延并购对公司血制品业务的影响。其他业务：复大经销业务和天安糖尿病业务分别于 2023 年 9 月和 11 月出表，剥离后公司 2024 年总收入有所下降，但由于经销业务毛利较低，对整体净利润影响较小。综合以上，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 27.66 亿元、21.08 亿元、23.87 亿元，实现归母净利润 5.38 亿元、6.61 亿元、7.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.07/1.31/1.55 元，对应 PE 分别为 30.3 倍/24.7 倍/20.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

浆站获批进度不及预期风险：浆站设置需要经过县、市、省层层审批，具备较大难度和不确定性；

外延并购不确定性风险：国内血制品企业较少，公司通过外延并购实现扩张存在一定不确定性风险；

医药行业政策风险：随着医改的不断深化，医保控费等行业政策可能影响血制品产品价格，公司产品价格可能面临下降风险。

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,759	2,766	2,108	2,387	货币资金	1,532	2,400	2,959	3,253
%同比增速	4%	0%	-24%	13%	交易性金融资产	3,194	3,194	3,194	3,194
营业成本	1,251	1,260	599	676	应收账款及应收票据	462	264	283	297
毛利	1,508	1,506	1,510	1,711	存货	667	557	421	432
%营业收入	55%	54%	72%	72%	预付账款	10	4	4	4
税金及附加	22	21	16	18	其他流动资产	209	151	162	179
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	6,073	6,571	7,022	7,359
销售费用	695	622	527	573	长期股权投资	0	0	0	0
%营业收入	25%	23%	25%	24%	投资性房地产	1	1	1	1
管理费用	230	213	190	212	固定资产合计	640	664	703	756
%营业收入	8%	8%	9%	9%	无形资产	312	307	302	297
研发费用	50	58	57	62	商誉	664	371	371	371
%营业收入	2%	2%	3%	3%	递延所得税资产	45	43	43	43
财务费用	-25	-38	-60	-74	其他非流动资产	298	343	448	753
%营业收入	-1%	-1%	-3%	-3%	资产总计	8,033	8,300	8,889	9,579
资产减值损失	-53	-30	-35	-40	短期借款	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-5	-5	-5	应付票据及应付账款	303	161	178	191
其他收益	8	8	6	7	预收账款	0	0	0	0
投资收益	39	41	32	36	应付职工薪酬	101	94	102	108
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	52	47	51	55
公允价值变动收益	5	0	0	0	其他流动负债	250	229	244	255
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	705	531	574	610
营业利润	532	645	778	918	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	19%	23%	37%	38%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	0	1	3	5	递延所得税负债	6	5	5	5
利润总额	532	646	781	923	其他非流动负债	37	27	25	25
%营业收入	19%	23%	37%	39%	负债合计	748	564	605	640
所得税费用	87	97	117	138	归属于母公司的所有者权益	7,186	7,716	8,261	8,913
净利润	445	549	664	784	少数股东权益	99	20	23	27
%营业收入	16%	20%	31%	33%	股东权益	7,285	7,736	8,285	8,939
归属于母公司的净利	432	538	661	781	负债及股东权益	8,033	8,300	8,889	9,579
%同比增速	25%	24%	23%	18%					
少数股东损益	13	11	3	3					
EPS（元/股）	0.86	1.07	1.31	1.55					

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.86	1.07	1.31	1.55
BVPS	14.25	15.30	16.38	17.67
PE	42.51	30.27	24.65	20.85
PEG	1.67	1.24	1.08	1.14
PB	2.57	2.11	1.97	1.83
EV/EBITDA	27.02	20.14	16.72	14.00
ROE	6%	7%	8%	9%
ROIC	6%	7%	7%	8%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2023 年 11 月 22 日收盘）

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	596	822	866	829
投资	-500	0	0	0
资本性支出	-138	147	-217	-435
其他	78	32	27	31
投资活动现金流净额	-560	179	-190	-404
债权融资	0	-32	-2	0
股权融资	2	3	0	0
支付股利及利息	-83	-101	-115	-130
其他	-4	-2	0	0
筹资活动现金流净额	-85	-132	-117	-130
现金净流量	-49	869	558	295

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089