

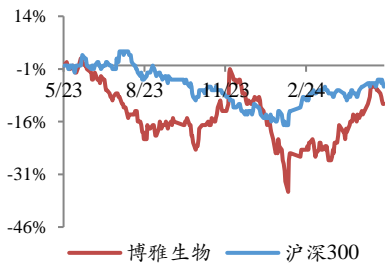
## 聚焦主业轻装上阵，浆站扩张未来可期

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-26

收盘价(元)	32.61
近12个月最高/最低(元)	38.10/22.91
总股本(百万股)	504
流通股本(百万股)	426
流通股比例(%)	84.47
总市值(亿元)	164
流通市值(亿元)	139

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 血液制品老牌企业，不断优化业务结构

博雅生物是华润大健康板块的血液制品平台，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。公司坚持以血液制品为主导的原则，持续推进血液制品业务健康、快速发展。在做优主业方面，不断优化业务布局，逐步完成了复大医药和天安药业等非血业务的剥离处置，解决了与控股股东同业竞争事项。2023年公司实现营收26.52亿元，同比减少3.88%，归母净利润2.37亿元，同比减少45.06%，业绩下滑主要是受计提资产减值准备的影响。

#### ● 聚焦主业实现突破，持续丰富在研管线

公司血液制品业务2023年收入约为14.52亿元，同比增长10.41%，且占总营收比逐年增加；板块毛利率69.74%，同比-0.80pct。三大产品纤原、静丙、白蛋白业绩稳健，分别实现营收4.19、4.45、4.38亿元，同比-3.20%、+15.55%、+4.26%；分别实现毛利率75.94%、66.61%、65.39%，同比-2.25pct、-0.32pct、+1.10pct。未来血液制品板块业绩有望保持稳健增长，总体业绩有望企稳回升。

2023年公司实现多个新品立项。C1酯酶抑制剂取得发明专利，成为国内首家获得临床批件企业；vWF因子等产品进展顺利；高浓度静丙被定位为升级产品，临床价值上尤其是安全性方面表现出较普通静丙更为显著的优势，拥有强劲的潜在市场需求。此外，公司与中国医学科学院输血研究所建立战略合作伙伴关系，共同规划小核酸、基因治疗、免疫治疗等前沿研究，为打造国内领先、国际先进的血液制品企业打下坚实基础。

#### ● 华润赋能助浆站拓展，吨浆效率行业领先

在央企华润集团丰富的产业资源和强大的资金实力的支持赋能下，公司的浆站拓展能力得到显著提升。公司正向着在十四五期末浆站总数达30家的目标不断迈进，全面梳理全国范围内可设置浆站区域，明晰拓展规划，找准主攻方向和匹配策略，聚焦重点省份，借助华润平台持续整合内外部资源，完成多省实地调研、选址及申请材料递交等工作，待采的泰和、乐平浆站预计在今年下半年可以开采。

公司持续提高浆站运营管理水平与效率，促进浆量提升，2023年采浆467.3吨，同比增长6.47%，且在2024年一季度保持了强劲的浆量增长。预计2024全年采浆量增速在两位数。得益于优质的原料供应、丰富的产品种类、平衡的产销结构，公司的吨浆效率和吨浆毛利均位于行列前列，保持良好的竞争力和盈利能力。

#### ● 投资建议

我们预计公司2024-2026年营收分别为19.71/21.36/22.89亿元，分别

同比增长-25.7%/8.3%/7.2%，归母净利润分别为 5.57/6.18/6.80 亿元，分别同比增长 134.7%/11.0%/10.0%，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

新产品研发风险；产品质量控制风险；行业竞争加剧风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2652	1971	2136	2289
收入同比 (%)	-3.9%	-25.7%	8.3%	7.2%
归属母公司净利润	237	557	618	680
净利润同比 (%)	-45.1%	134.7%	11.0%	10.0%
毛利率 (%)	52.8%	70.9%	71.4%	71.9%
ROE (%)	3.2%	7.2%	7.4%	7.5%
每股收益 (元)	0.47	1.11	1.23	1.35
P/E	71.66	29.51	26.59	24.17
P/B	2.32	2.13	1.97	1.82
EV/EBITDA	22.66	18.76	16.39	14.30

资料来源: iFind, 华安证券研究所

## 正文目录

1. 战略聚焦血制品，央企赋能整装待发 .....	5
1.1 血液制品老牌企业，华润入主资源赋能 .....	5
1.2 管理团队新添活力，明晰战略掌控全局 .....	6
1.3 商誉减值吞噬利润，血制品业务稳步增长 .....	7
2. 盈利能力优秀，内生外延轻装上阵 .....	10
2.1 监管严格提高门槛，吨浆效率行业领先 .....	10
2.2 全面覆盖三大品类，产品丰富度不断提升 .....	13
2.3 浆站资源积极拓展，内部整合持续推进 .....	19
3. 推荐逻辑及盈利预测 .....	21
3.1 盈利预测 .....	21
3.2 投资逻辑与建议 .....	22
风险提示 .....	23
财务报表与盈利预测 .....	24

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 博雅生物主要管理人员	7
图表 4 博雅生物 18-24Q1 营业总收入 (亿元)	8
图表 5 博雅生物 18-24Q1 归母净利润 (亿元)	8
图表 6 博雅生物毛利率与净利率	9
图表 7 博雅生物各项费用率	9
图表 8 2017-2023 按产品总营收拆分 (亿元)	9
图表 9 2023 年博雅生物业务组成	10
图表 10 国内血制品行业监管相关政策	11
图表 11 2018-2024E 中国血制品市场规模 (亿元)	12
图表 12 2018-2022 年中国单采血浆站数量 (个)	12
图表 13 2018-2022 年中国单采血浆总量 (吨)	12
图表 14 2022 年各公司吨浆收入及吨浆毛利润 (万元)	13
图表 15 博雅生物 19-23 年血制品业务各项收入占比	13
图表 16 公司主要产品	14
图表 17 人纤维蛋白原批签发情况 (单位: 批次)	15
图表 18 人纤维蛋白原收入情况	15
图表 19 人纤维蛋白原毛利情况	15
图表 20 静丙批签发情况 (单位: 批次)	16
图表 21 白蛋白批签发情况 (单位: 批次)	16
图表 22 静注人免疫球蛋白收入情况	17
图表 23 静注人免疫球蛋白毛利情况	17
图表 24 人血白蛋白收入情况	17
图表 25 人血白蛋白毛利情况	17
图表 26 人凝血酶原复合物批签发情况 (单位: 批次)	18
图表 27 人凝血因子 VIII 批签发情况 (单位: 批次)	18
图表 28 狂免批签发情况 (单位: 批次)	18
图表 29 公司在研管线	19
图表 30 国内血制品公司采浆情况对比	19
图表 31 公司浆站情况	20
图表 32 18-23 公司浆站数及采浆量变化	20
图表 33 19-23 血制品与非血制品营收情况 (单位: 亿元)	21
图表 34 21-23 血制品与非血制品毛利情况 (单位: 亿元)	21
图表 35 博雅生物业绩拆分	22
图表 36 可比估值	22

# 1. 战略聚焦血制品，央企赋能整装待发

华润博雅生物制药集团股份有限公司（简称“博雅生物”）是华润大健康板块的血液制品平台，是以血液制品为主，集生化药、化学药、原料药为辅的综合性医药产业集团，也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。

公司是国家高新技术企业、国家企业技术中心，建有江西省血液制品工程研究中心及博士后科研工作站，拥有各项授权专利 175 项，与国内外知名药品研发机构及高校在技术交流、产品研发等方面开展了广泛合作。公司先后获得福布斯中国上市公司百强、全国和谐劳动关系创建示范企业、国家工人先锋号、江西省五一劳动奖状、江西省科技进步奖一等奖、江西省井冈质量奖、江西省版权示范单位、江西省劳动关系和谐奖、江西省“千企帮千村”精准扶贫行动先进企业、江西社会责任企业等荣誉奖项。

## 1.1 血液制品老牌企业，华润入主资源赋能

公司成立于 1993 年，2012 年在深交所创业板上市，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。2022 年 3 月 22 日，公司完成了工商变更，正式更名为“华润博雅生物制药集团股份有限公司”。公司旗下拥有 4 家成员企业，16 个单采血浆站，产业遍布江西、广东、江苏、四川、北京、山西及海南等地。公司主要业务是收集健康人血浆或经特异免疫处理后的人血浆，经过分离、提纯或重组 DNA 技术处理，生产血液制品，并进行销售。

图表 1 公司发展历程



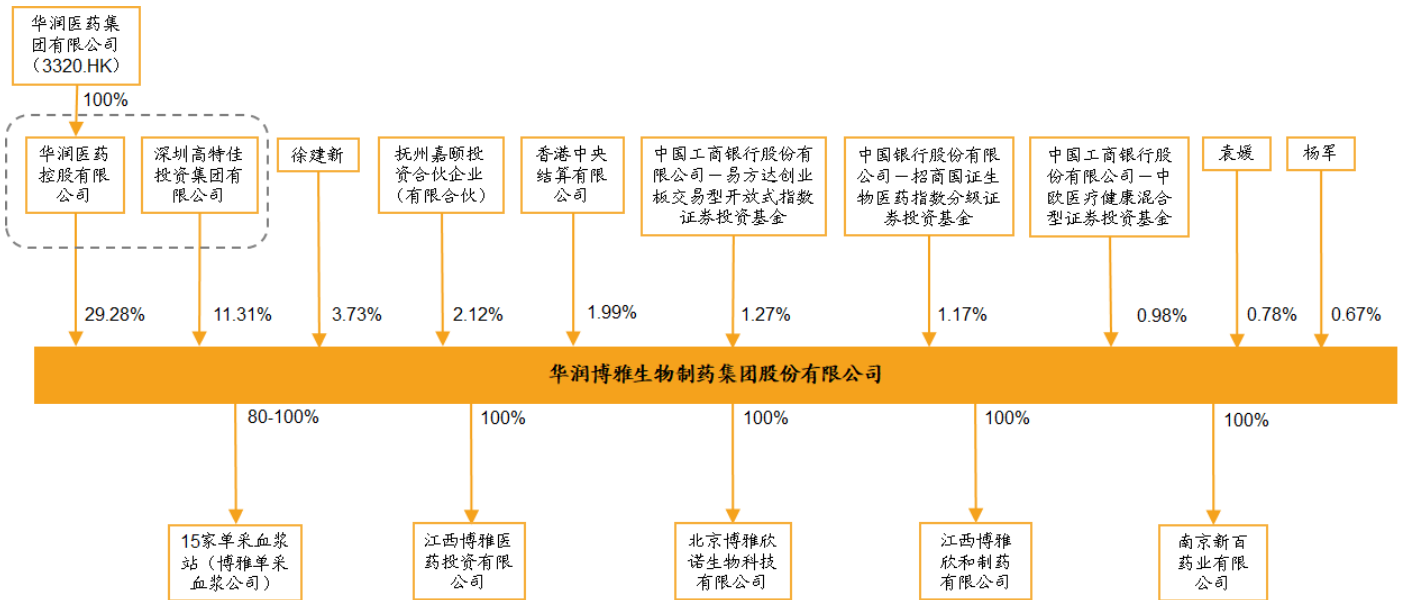
资料来源：公司官网，华安证券研究所

央企华润医药成为控股股东，合计持有公司 40.59%的表决权。华润医药控股有限公司持有公司 29.28%的股份，且根据 2020 年 9 月 30 日签署的《华润医药控股有限公司与深圳市高特佳投资集团有限公司关于博雅生物制药集团股份有限公司之股份转让协议》以及 2021 年 5 月 7 日签署的关于该股份转让协议的补充协议，高特佳持有的 11.31%股份表决权已委托给华润医药控股。经过以上股份转让和发行，华润医药控股成为公司控股股东，合计持有公司 40.59%的股份的表决权。中国华润

有限公司成为公司的实际控制人，国务院国有资产监督管理委员会成为公司的最终实际控制人。

在此项收购案中，公司以 31.37 元/股的价格向华润医药控股非公开发行股票 7830.86 万股，募集资金总额达到 24.57 亿元。同时，公司原控股股东高特佳集团通过协议转让方式将其持有的 6933.2 万股股份转让给华润医药控股，转让价格为 23.11 亿元。经过这一系列交易，华润医药斥资近 48 亿，使公司成为华润医药控股旗下继华润三九 (000999.SZ)、华润双鹤 (600062.SH)、江中药业 (600750.SH)、东阿阿胶 (000423.SZ)、华润医药 (03320.HK) 和华润医疗 (01515.HK) 的第 7 家上市公司，从而进入生物制品领域，寻找制药板块的新增长点。华润医药 (3320.HK) 是中国领先的综合医药公司，涉足研发、制造、分销及零售种类繁多的医药及其他保健产品业务，分别在制药业务、医药分销、药品零售三大分部拥有业务。2023 年，华润医药实现营业收入 2459.3 亿元，同比增长 12.30%；归母净利润 38.54 亿元，同比增长 10.11%。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司官网，公司半年报，华安证券研究所

**新增两家浆站，陆续剥离复大医药和天安药业。**近年来，通过内生式增长及外延式拓展，公司在江西、四川、海南等地拥有 16 家单采血浆站 (博雅单采血浆公司)，其中实际在采的浆站数量为 14 个，23 年在江西新增的两个浆站预计在今年下半年开始采集。此外，北京博雅欣诺生物科技有限公司、江西博雅医药投资有限公司、南京新百药业有限公司、江西博雅欣和制药有限公司为公司的子公司，持股比例均达 100%。

## 1.2 管理团队新添活力，明晰战略掌控全局

公司管理层学历水平高，架构清晰，职责明确。原公司董事长陶然先生于 2023 年 10 月 8 日因工作调动辞去职务，邱凯先生于同月 25 日当选为公司新任董事长。邱凯先生持有中山大学学士学位，现任华润医药集团有限公司副总裁、华润医药控股有限公司党委委员。此外，董事会还有多位具有优秀教育背景的成员，他们来自北京大学、厦门大学等高水平学府，为公司的发展注入了更多的智慧和力量。

**图表 3 博雅生物主要管理人员**

姓名	职务	主要工作经历
邱凯	董事长、董事	曾任华润三九医药股份有限公司营销中心副总经理兼昆明华润圣火药业有限公司执行董事，华润三九医药股份有限公司康复慢病事业部总经理兼昆明华润圣火药业有限公司党总支书记、总经理，华润医药控股有限公司党委委员、纪委书记。现任华润医药集团有限公司副总裁、华润医药控股有限公司党委委员。
孙金妮	董事	曾任北京赛科药业有限责任公司财务审计部成本专业、成本主管，华润医药集团有限公司运营信息部经理、战略发展部经理、高级经理及副总经理。现任华润医药集团有限公司战略管理部总经理。
梁小明	董事	中国医药生物技术协会生物技术产品质量控制专业委员会第一届委员，2010年江西省新世纪百万人才工程人选，兼任江西省执业(从业)药师继续教育特聘专家。1993年11月起任职于华润博雅生物制药集团股份有限公司，历任质检部部长、副总经理、常务副总经理。现任华润博雅生物制药集团股份有限公司党委书记、总裁。
梁化成	董事	曾任衢州恒顺化工有限公司会计，力飞车料(深圳)有限公司成本会计，深圳华润九新药业有限公司财务总监，华润三九医药股份有限公司抗感染事业部助理总经理、副总经理兼财务总监，华润医药集团有限公司财务管理部副总裁(外派财务总监)。其于2021年9月入职华润博雅生物，现任华润博雅生物制药集团股份有限公司党委委员、副总裁及财务总监。
申劲锋	董事	曾任昆明圣火药业(集团)有限公司助理总经理(后更名为昆明华润圣火药业有限公司)、华润三九医药股份有限公司康复慢病事业部助理总经理兼昆明华润圣火药业有限公司助理总经理、华润三九医药股份有限公司康复慢病事业部副总经理兼昆明华润圣火药业有限公司副总经理、华润医药集团有限公司研发管理部副总经理。现任华润医药集团有限公司研发管理部副总经理(主持工作)。
潘宇轩	董事	曾任富汇创业投资管理有限公司投资经理、东方集团投资控股有限公司北京分公司投资经理兼风控经理，华润医药控股有限公司财务管理部高级经理、副总经理。现任华润医药集团有限公司财务管理部副总经理。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 商誉减值吞噬利润，血制品业务稳步增长

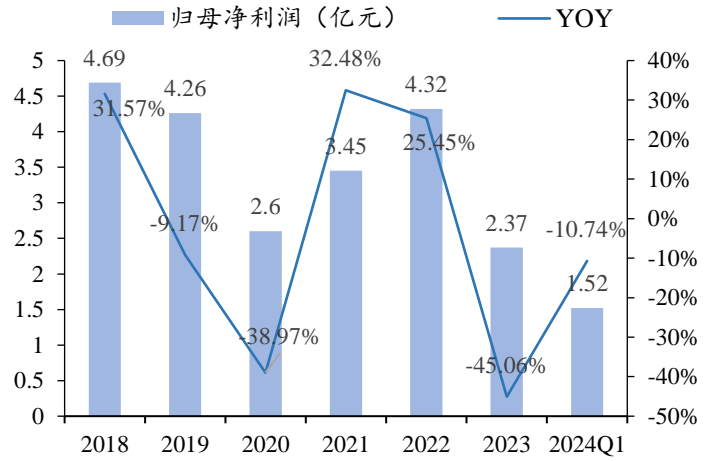
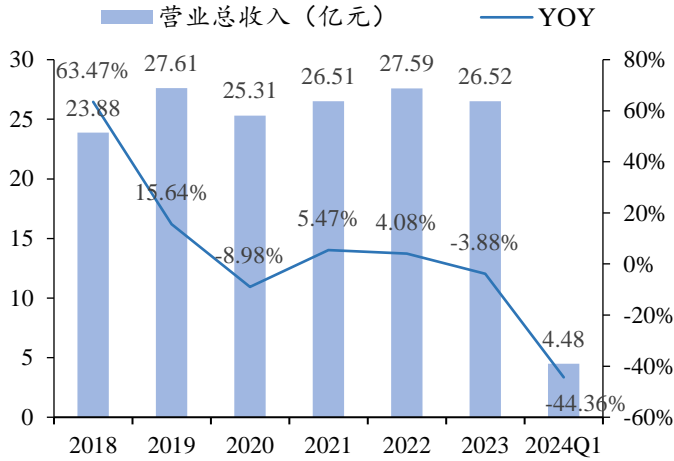
2024年一季度公司实现营收4.48亿元，同比减少44.36%，归母净利润1.52亿元，同比减少10.74%。从2018年到2022年，公司的总营收实现从23.88亿元增长至27.59亿元，复合增长率为3.68%。2023年公司实现营收26.52亿元，同比减少3.88%，归母净利润2.37亿元，同比减少45.06%。值得一提的是，公司2023年前三季度净利处于同比上升状态，2023Q3实现的营业收入约为21.9亿元，同比增长5.17%；对应实现的归属净利润约为4.64亿元，同比增长10.95%。

公司2023年业绩下滑主要是受计提资产减值准备的影响。2023年公司计提各项资产减值准备约3.3亿元，其中计提商誉减值准备2.98亿元，这是由于受集采政策及国家医保目录调整等市场综合因素影响，公司的全资子公司新百药业近几年业绩持续下滑，2023年其重要产品纳入集采，存在减值迹象。第三方评估机构对新百药业资产组商誉进行减值测试的结果表明，新百药业资产组可收回金额低于合并报表含商誉的资产组账面价值2.98亿元，即需对新百药业资产组商誉计提减值准备2.98亿元。

此外，公司明确聚焦血液制品业务发展战略规划，努力打造华润集团大健康板块的血液制品原创技术策源地，逐步剥离非血液制品业务，尤其是对复大医药和天安药业的股权转让，也是公司 2023 年营业收入下降的原因。

图表 4 博雅生物 18-24Q1 营业总收入 (亿元)

图表 5 博雅生物 18-24Q1 归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

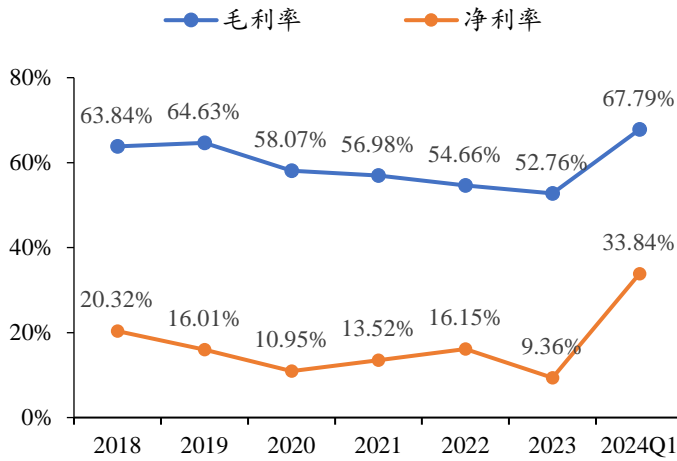
资料来源：公司公告，华安证券研究所

**利润下滑受原子公司非血制品业务影响拖累，未来有望企稳回升。**公司在 2020、2021、2022 年的净利率为 10.95%、13.52%、16.15%，呈现出逐年增长的趋势，体现了公司在控制成本、提高效率和优化业务模式方面取得的显著进展。2018-2020 年净利率下滑的主要原因系公司加强产品研发，布局营销网络，加大市场投入导致研发费用、销售费用等期间费用同比增长幅度较大，且 2020 年受新冠疫情影响上半年采浆量下滑导致全年投浆量同比下降约 8.5%，从而一定程度上影响净利率，23 年转让天安和复大股权后不再纳入合并范围，导致净利率下降。公司毛利率下滑主要是毛利率较低的复大医药收入占比增加所致，随着公司未来对血制品业务的聚焦，不断提升产品丰富度，毛利率有望企稳回升。2024 年一季度公司毛利率和净利率均显著回升，分别达到 67.79%、33.84%。

**费用管控战略成效显著，高度重视反腐工作。**2024 年一季度公司期间费用率为 29.83%，其中销售费用率 23.20%，管理费用率 8.46%，财务费用率-1.83%。2023 年公司期间费用率为 28.17%，同比-4.46pct。其中销售费用率 21.97%，同比-3.24pct，主要由于公司在行业内率先进行了营销体系的变革，并对营销队伍建设、激励机制、学术体系建设和商业渠道建设进行了系统优化；管理费用率 7.35%，同比-0.99pct；财务费用率-1.15%，同比-0.23pct。公司高度重视反腐倡廉工作，始终践行依法治企、依法经营的精神，不断完善合规体系建设、培育合规文化，为公司健康可持续发展提供坚实保障。

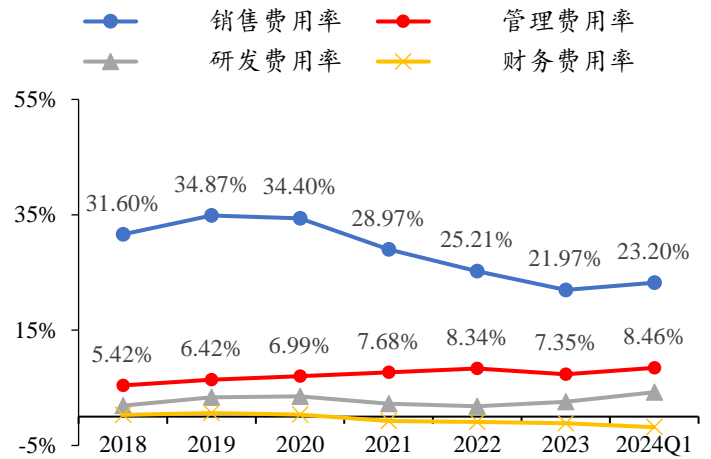


图表 6 博雅生物毛利率与净利率



资料来源: iFind, 华安证券研究所

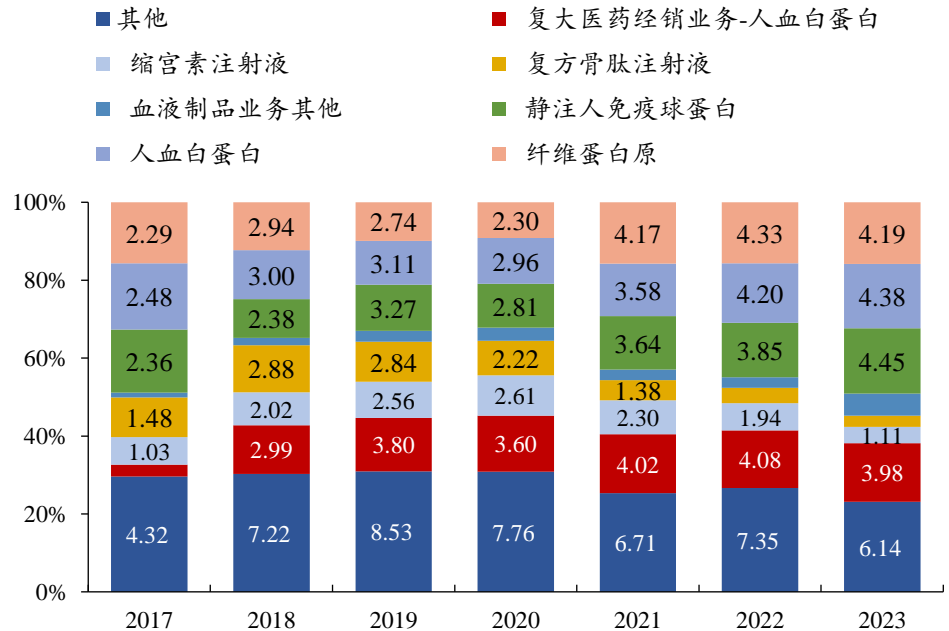
图表 7 博雅生物各项费用率



资料来源: iFind, 华安证券研究所

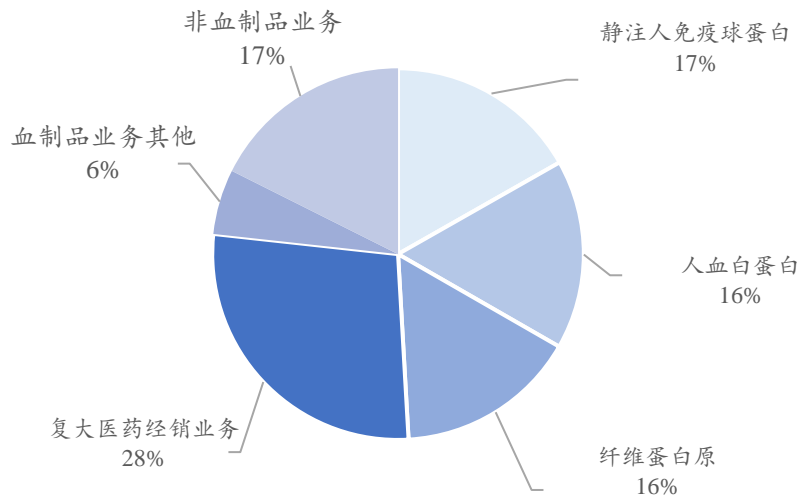
**战略聚焦血制品, 板块业务稳步增长。**2020 至 2022 年纤维蛋白原营收显著增长, 从 2.30 亿元增至 4.33 亿元, 表现突出; 静注人免疫球蛋白营收逐年增长, 且份额持续较高, 体现其在公司产品组合中的重要地位; 人血白蛋白的增长表现较为稳定, 且 2019 至 2022 年增速相对较快, 显示出其市场需求的稳定性和潜力。2023 年公司血制品业务营收 14.52 亿元, 同比增长 10.41% 占总营收 54.74%, 其中人纤维蛋白原、人血白蛋白、静注人免疫球蛋白三足鼎立, 分别实现收入 4.19、4.38、4.45 亿元, 占总营收比 16%、16%、17%。公司始终围绕“成为世界一流血液制品企业”的发展战略, 坚持以血液制品为主导原则, 该板块业务实现稳定增长。

图表 8 2017-2023 按产品总营收拆分 (亿元)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 9 2023 年博雅生物业务组成



资料来源: iFind, 华安证券研究所

## 2. 盈利能力优秀，内生外延轻装上阵

### 2.1 监管严格提高门槛，吨浆效率行业领先

血液制品按照功能和结构的不同可分为白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子等三大类产品。血液制品是从血浆蛋白中分离提纯所得，从构成上来看，血浆蛋白由 60% 的白蛋白、15% 的免疫球蛋白、4% 的凝血因子和 21% 的其他蛋白成分组成。白蛋白是血浆中含量最多的蛋白，也是目前国内用量最大的血液制品，广泛用于肿瘤、肝病、糖尿病的治疗；免疫球蛋白主要指血液中原有的免疫球蛋白和接受特异免疫原刺激产生的特异性免疫球蛋白，多用于免疫性疾病的治疗，传染性疾病的被动免疫和治疗等；凝血因子在血液中含最少，凝血因子类产品主要用于凝血、止血。

**血制品行业监管严格，单采血浆质量管理规范不断提高。**1996 年 12 月 30 日《血液制品管理条例》的发布，标志着我国血液制品管理进入法制化轨道。自 2001 年起，政府实行了血液制品生产企业总量控制，加强对企业的监督管理，不再批准新的血液制品生产企业。目前国内在营的血制品生产企业不足 30 家，竞争格局相对稳定。

此外，政府还出台了多项质量管理和追溯体系建设方面的政策。2020 年修订的《药品生产质量管理规范》要求企业建立原料血浆的全程溯源机制，2021 年和 2022 年先后发布的单采血浆站质量管理相关规范，进一步提升了血浆采集的质量标准。政府通过严格管控、规范标准、支持引导等措施，持续推动血制品行业的健康有序发展。

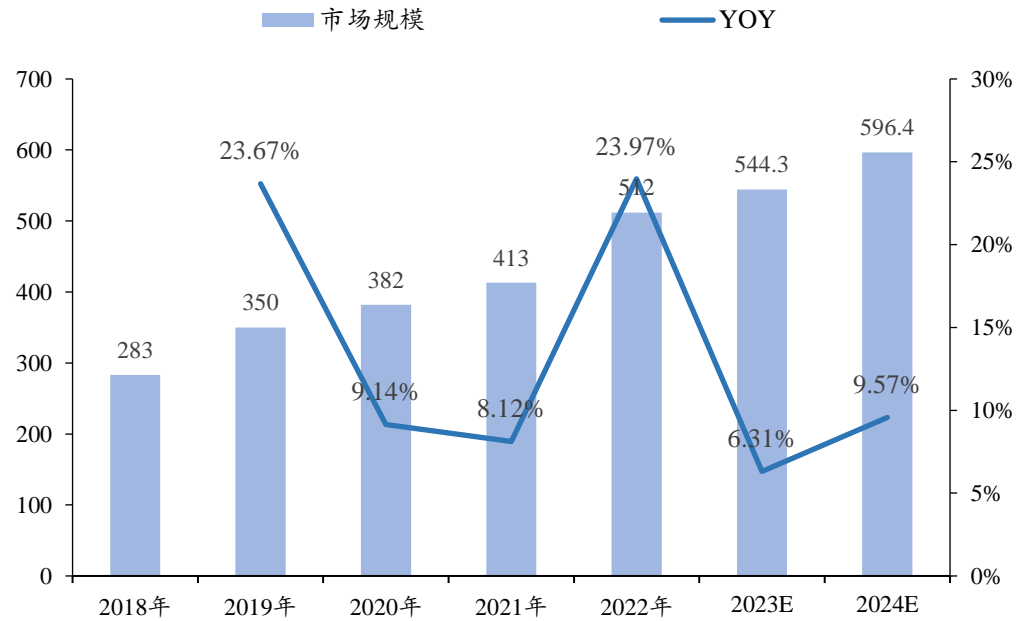
图表 10 国内血制品行业监管相关政策

《血液制品管理条例》	1996年12月30日	健康人血浆的采集需通过单采血浆站进行，而单采血浆站需取得由省级政府卫生行政部门核发的《单采血浆许可证》才能进行采浆活动，且在一个采血区域内只能设置一个单采血浆站。
《中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001-2005年）》	2001年5月25日	实行血液制品生产企业总量控制，加强监督管理，不再批准新的血液制品生产企业。
《单采血浆站管理办法》	2008年1月4日	新建浆站需于3年内达到 30 吨的年采浆水平，且申请企业血制品品种不少于 6 个。
《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	2016年11月23日	严格新增单采血浆站设置审批，向研发能力强、血浆综合利用率、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜。
《药品生产质量管理规范（2010年修订）》血液制品附录修订稿	2020年6月30日	企业应当建立原料血浆的追溯系统，确保每份血浆可追溯至献血浆者，并可向前追溯到献血浆者最后一次采集的血浆之前至少60天内所采集的血浆。
《关于做好重点品种信息化追溯体系建设工作的公告》	2020年10月10日	建立信息化追溯系统，2020年12月31日前基本实现包括血液制品在内的重点品种的可追溯。
《单采血浆站基本标准（2021年版）》	2021年12月10日	进一步加强单采血浆站管理，提升单采血浆站质量标准及要求，确保血浆质量和献血浆者安全。
《单采血浆站质量管理规范（2022年版）》	2022年2月14日	进一步规范单采血浆站全面质量管理，提升单采血浆站血浆采集供应全过程质量标准及要求，保障血浆质量和献血浆者安全。
《单采血浆站技术操作规程（2022年版）》	2022年7月19日	进一步适应单采血浆站技术发展要求、规范技术操作流程、细化质量控制要求、提高原料血浆采集技术规范水平。

资料来源：中国政府网，华安证券研究所

**国内血制品市场规模持续增长，呈现良好的发展态势。**据中商产业研究院统计数据，2018年全国血液制品市场规模为283亿元，到2022年已增长至512亿元，5年间增长了81%，整体呈现稳定增长的态势。在需求不断增加和产业政策支持的推动下，中国血制品市场规模持续扩大，行业发展前景广阔。未来随着医疗事业的不断发展，以及人口老龄化趋势的加剧，预计血制品市场规模有望继续保持较快增长。行业内企业应抓住市场机遇，不断提升产品品质和服务水平，以满足日益增长的市场需求。

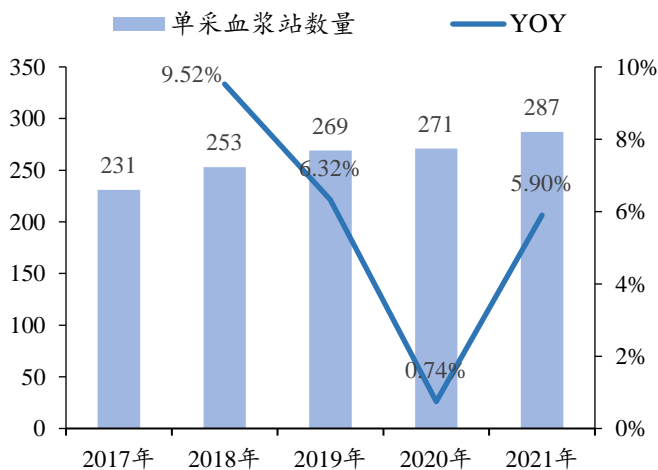
图表 11 2018-2024E 中国血制品市场规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

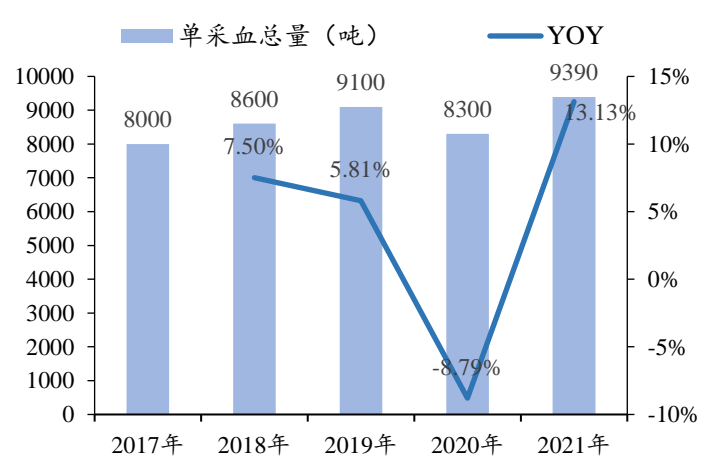
**浆站数量和采浆量均保持较快增长。**据华经产业研究院统计数据显示, 2017 年我国共有 231 个单采血浆站, 到 2021 年增加至 287 个, 呈现稳定上升的态势, 表明随着国内血液需求的不断增加, 相关配套设施也在持续完善, 为满足未来血液供给提供了基础保障。在单采血浆总量方面, 华经产业研究院统计数据表明, 2017 年我国单采血浆总量为 8000 吨, 到 2021 年增加至 9390 吨, 年复合增速为 4.09%。除 2020 年受疫情影响单采血浆总量有所下降外, 其余各年单采血浆总量均呈现上升趋势, 表明国内单采血浆总量正稳步提高, 为血制品生产提供了充足的原料来源, 为进一步满足临床用血需求奠定了坚实基础。未来随着行业政策支持力度加大, 相关配套设施和采浆能力的进一步完善, 血制品供给有望持续增加, 为患者提供更加优质的医疗保障。

图表 12 2018-2022 年中国单采血浆站数量 (个)



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

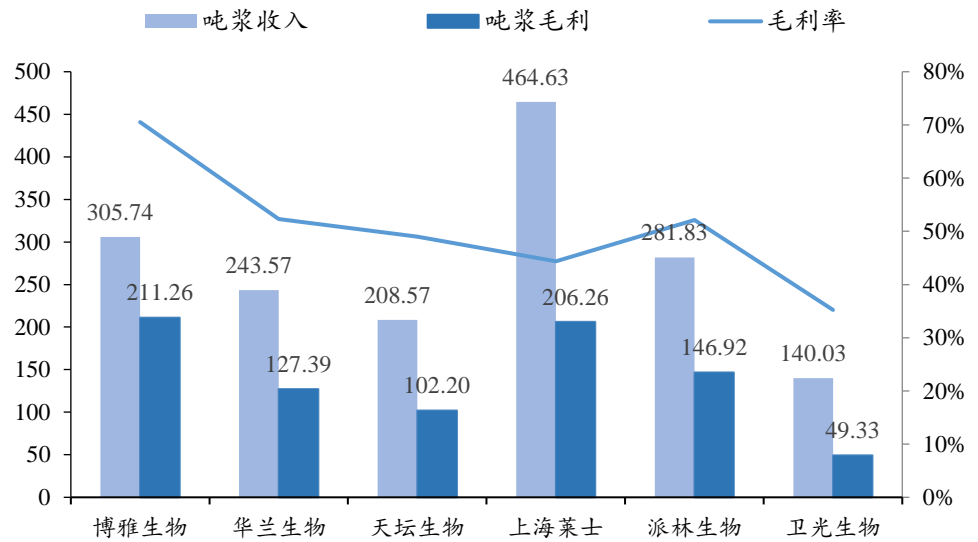
图表 13 2018-2022 年中国单采血浆总量 (吨)



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

2022 年公司实现 305.74 万元的吨浆收入和 211.26 万元的吨浆毛利，毛利率高达 70.53%，在行业内位居前列。公司拥有丰富的产品种类、较高的产品收得率，以及平衡的产销结构，这些因素使得公司在成本控制和盈利能力方面具有显著优势。

图表 14 2022 年各公司吨浆收入及吨浆毛利润 (万元)

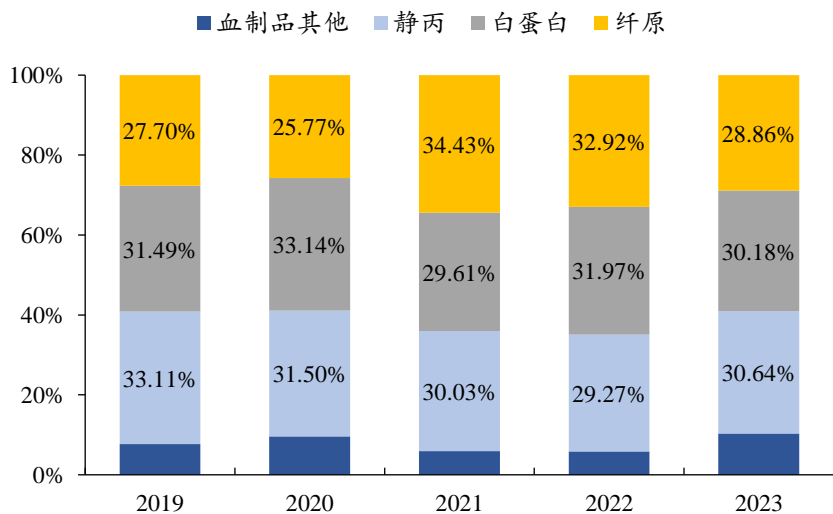


资料来源: iFind, 华安证券研究所

## 2.2 全面覆盖三大品类，产品丰富度不断提升

公司血液制品产品覆盖白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子 3 大类，共计 9 个品种 23 个规格。公司是全国白蛋白、静注人免疫球蛋白规格最全的生产企业之一，同时也是全国较少的三类产品齐全的企业之一，其中纤原、静丙和白蛋白收入占比各约 1/3，共同构成公司血液制品业务营收支柱。

图表 15 博雅生物 19-23 年血液制品业务各项收入占比



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 16 公司主要产品

产品名称	图片	功能主治/适应症
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。
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。
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）包括：1、凝血因子Ⅱ、Ⅶ、Ⅸ、Ⅹ缺乏症，包括B型血友病；2、抗凝剂过量、维生素K缺乏症；3、因肝病导致的凝血机制紊乱，肝病导致的出血患者需要纠正凝血功能障碍时；4、各种原因所致的凝血酶原时间延长而拟作外科手术患者，但对凝血因子V缺乏者可能无效；5、治疗已产生因子Ⅷ抑制物的A型血友病患者的出血症状；6、逆转香豆素类抗凝剂诱导的出血。
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。
静注人免疫球蛋白(pH4)		使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性，临床适应症较多。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。
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。

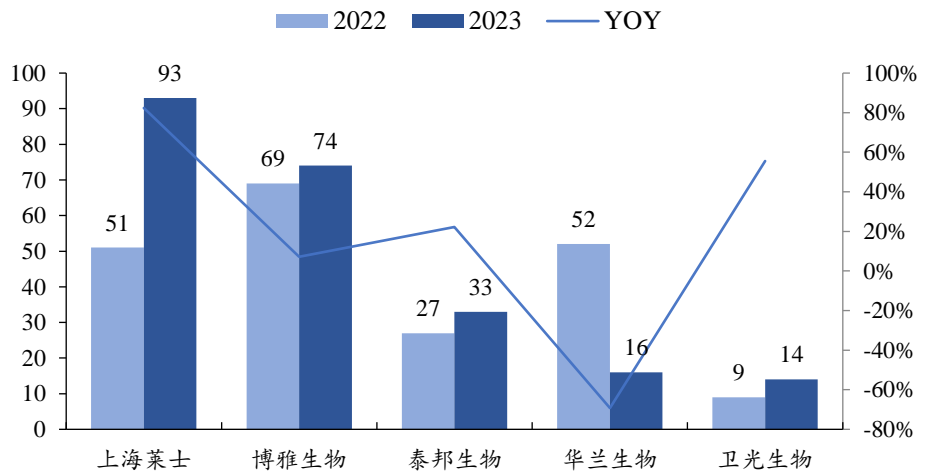
资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

**核心产品人纤维蛋白原产品收得率和市场份额在国内位于领先地位。**

根据中检院的数据整理，2023 年国内纤原批签发合计 284 批次，公司共计 74 批次，占比达 32%。纤原主要由肝脏实质细胞合成，临床上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。

纤原产品在过去几年表现稳健。从 2019 年至 2023 年，公司纤原营收呈现出增长的趋势，从 2.74 亿元增长至 4.19 亿元。期间 2020 年公司耗用了部分用于生产纤原的组分，影响纤原的销售数量同比下降约 15%，2021 年重回高增长轨道。同时，纤原在总收入中的占比也不断增加，从 2019 年的 9.91% 增长至 2023 年的 15.80%。毛利方面，2021 年至 2023 年纤原毛利率保持在较高水平，分别为 75.69%、78.19% 和 75.94%，呈现出稳定的盈利能力。

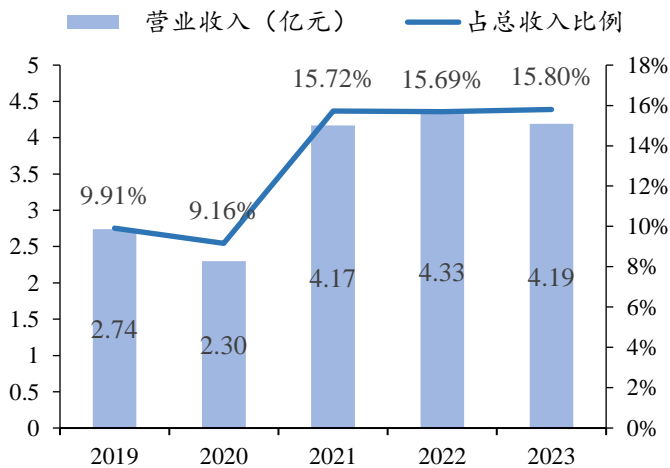
图表 17 人纤维蛋白原批签发情况 (单位: 批次)



资料来源: 中检院, 华安证券研究所

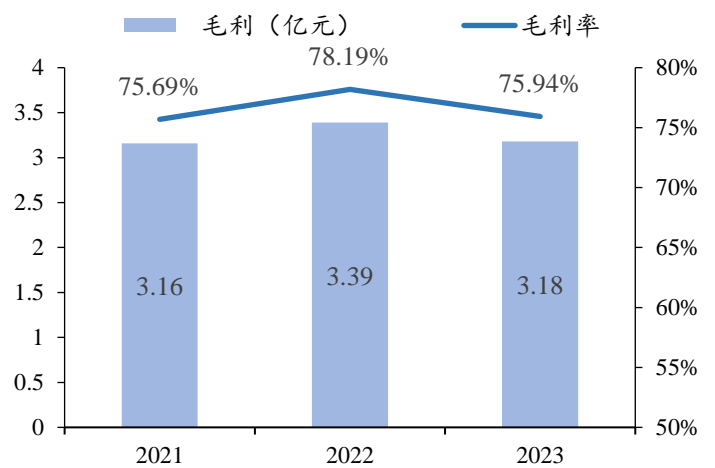
人纤维蛋白原分离技术要求较高, 有能力制造的企业相对较少, 博雅生物采用自有专利方法制备纤维蛋白原, 产品收率位居行业前列。凭借远高于同行业公司的收率水平和对纤原不断推进地推广, 公司成为业内当之无愧的纤维蛋白原龙头, 在国内拥有自主定价权。

图表 18 人纤维蛋白原收入情况



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 19 人纤维蛋白原毛利情况

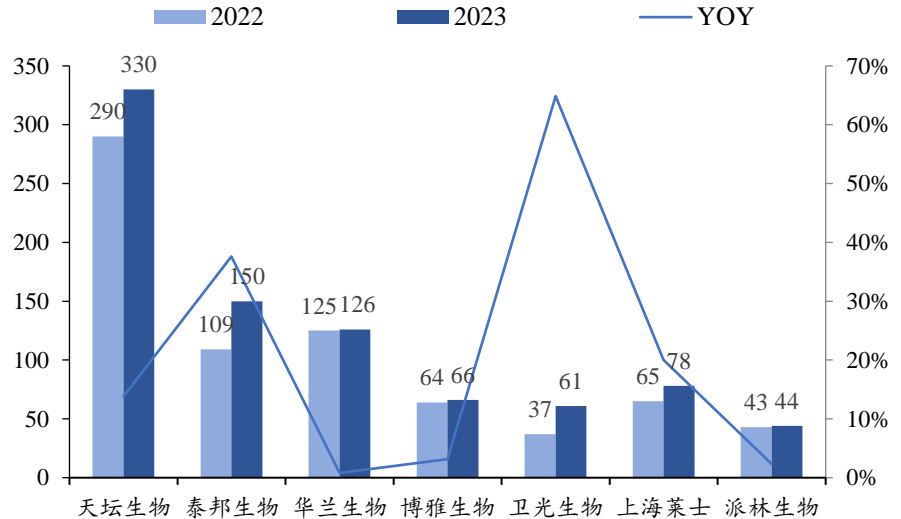


资料来源: iFind, 华安证券研究所

静丙和白蛋白作为公司血制品业务板块的另外两大收入来源也表现出色。

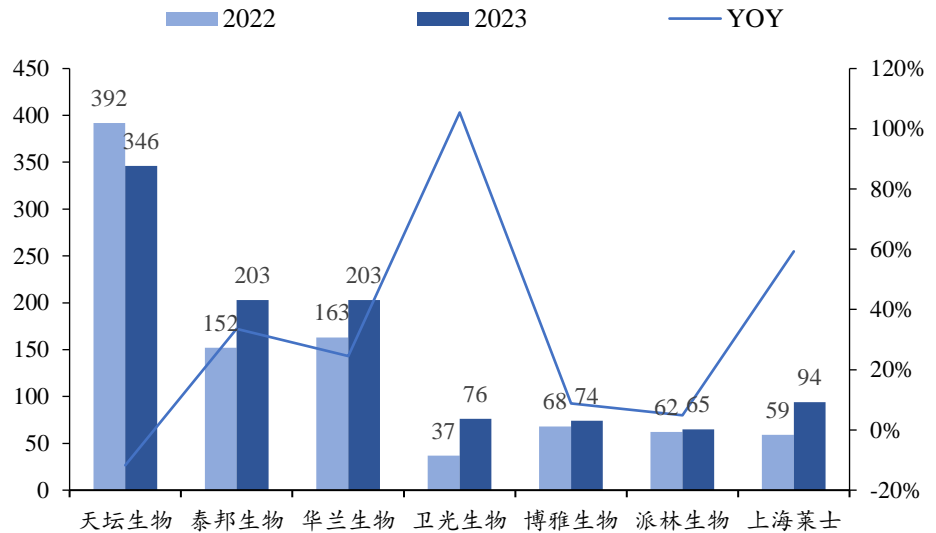
2023 年公司静丙批签发达到 66 批次，白蛋白批签发 74 批次，签发批次市占率分别为 5%和 1.5%左右，2023 年，公司总营收的 30.64%和 30.18%来自这两种产品的销售。其中静丙贡献营收 4.48 亿元，同比增长 16.78%，产品毛利为 2.96 亿元，毛利率为 66.61%；白蛋白贡献营收 4.38 亿元，同比增长 16.52%，产品毛利为 2.87 亿元，毛利率为 65.39%。二者在公司的产品组合中均呈现出良好的增长趋势和盈利能力。

图表 20 静丙批签发情况 (单位: 批次)



资料来源: 中检院, 华安证券研究所

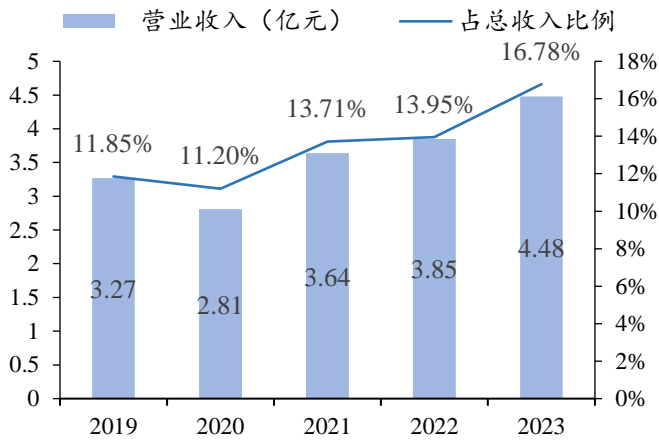
图表 21 白蛋白批签发情况 (单位: 批次)



资料来源: 中检院, 华安证券研究所

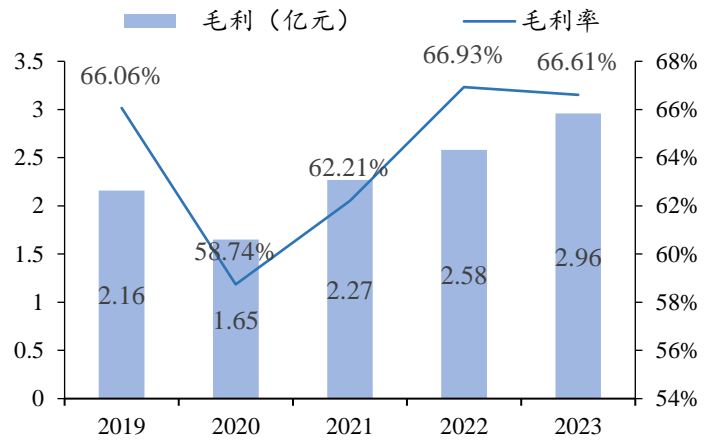


图表 22 静注人免疫球蛋白收入情况



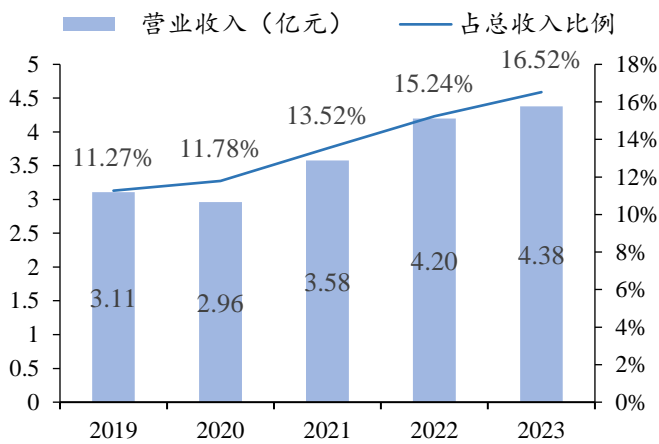
资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 23 静注人免疫球蛋白毛利情况



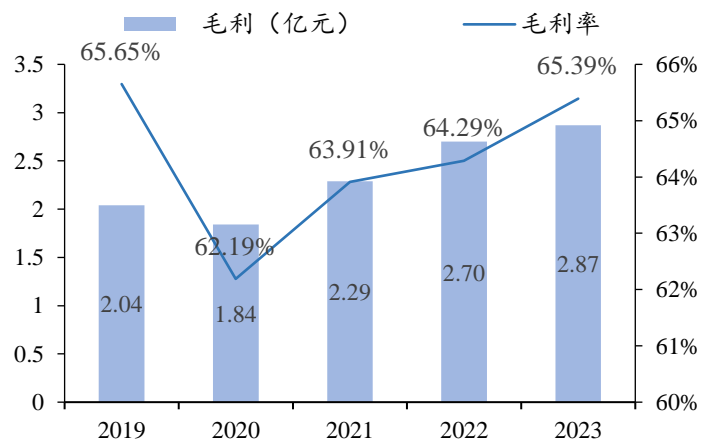
资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 24 人血白蛋白收入情况



资料来源: iFind, 华安证券研究所

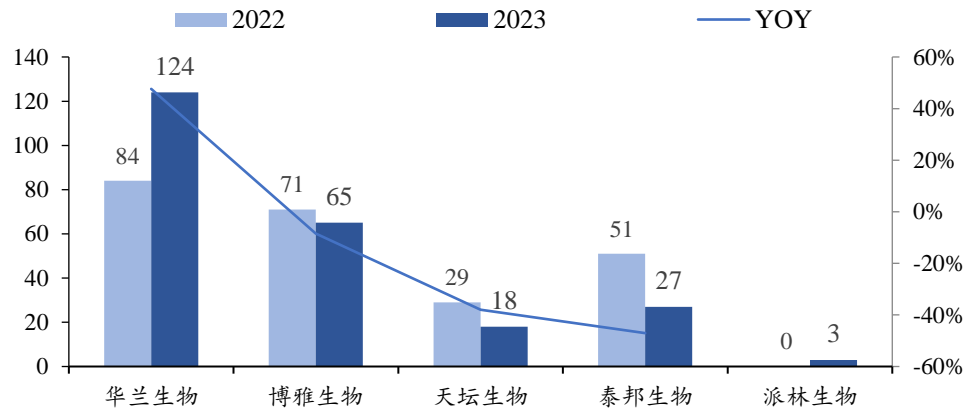
图表 25 人血白蛋白毛利情况



资料来源: iFind, 华安证券研究所

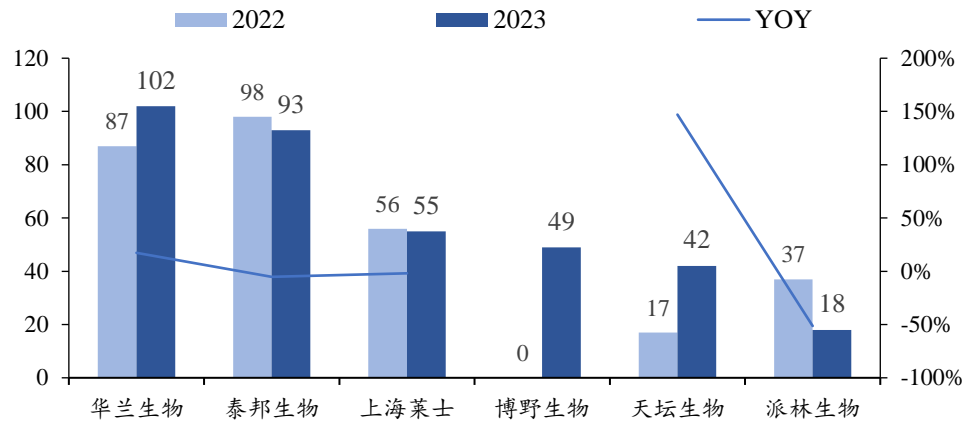
2023 年公司实现人凝血酶原复合物 (PCC) 批签发 65 批次, 人凝血因子 VIII 批签发 49 批次, 狂免批签发 4 批次, 实现了较好的产能释放。凝血酶原复合物的市场份额位于行业第三, 尽管在整体收入中所占比例不大, 但对利润的贡献很突出。人凝血因子 VIII 于 2023 年 5 月上市, 正处于爬坡期, 未来随着市场推广, 有望成为公司新的利润增长极。

图表 26 人凝血酶原复合物批签发情况 (单位: 批次)



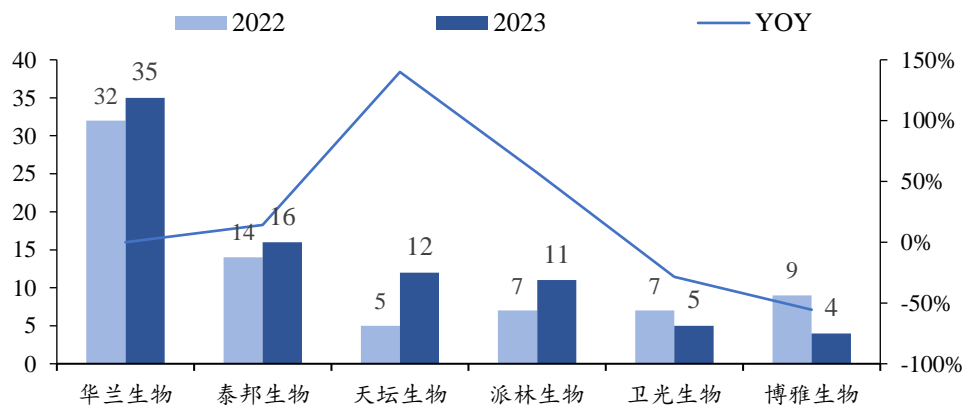
资料来源: 中检院, 华安证券研究所

图表 27 人凝血因子VIII批签发情况 (单位: 批次)



资料来源: 中检院, 华安证券研究所

图表 28 狂免批签发情况 (单位: 批次)



资料来源: 中检院, 华安证券研究所

除了现有的 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)、高浓度(10%)静注人免疫球蛋白、C1 酯酶抑制剂(C1-INH)等多个品种。其中

静注人免疫球蛋白 (10%) 研发进展处于行业前列, 计划在 2025 年进行上市。此外 Vwf 因子预计在 2026 年上市, C1 酯酶抑制剂计划在 2027 年上市。随着在研管线的不断推进, 公司产品种类将不断丰富。公司持续抓好产品创新, 集智攻关、周密组织, 在科研平台维护与建设方面, 通过培育、升级等举措, 不断完善管理和服务机制, 加大经费投入, 激发创新活力。

图表 29 公司在研管线

分类	在研项目	研发进程
血液制品	高浓度(10%)静注人免疫球蛋白	已完成临床研究
	C1 酯酶抑制剂	临床研究阶段
	血管性血友病因子 (VWF)	临床研究阶段
非血液制品	缩宫素注射液	通过一致性评价

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

### 2.3 浆站资源积极拓展, 内部整合持续推进

2023 年我国新增在营浆站 33 家, 全年共采集血浆 12079 吨, 同比增长 18.6%, 目前我国血液制品行业形成了以天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物、派林生物等千吨级大型企业为第一梯队的竞争格局, 其中上海莱士、天坛生物、华兰生物 2023 年合计采浆量 5200 余吨。

图表 30 国内血制品公司采浆情况对比

公司名称	企业性质	22 年采浆量 (吨)	23 年采浆量 (吨)	在采及在建浆站数 (个)
博雅生物	央企	439	467.3	16
上海莱士	民企	1400+	1500	44
天坛生物	央企	2035	2415	102
华兰生物	民企	1100+	1342.32	32
卫光生物	地方国企	467	约 517	9

资料来源: 各公司年报, 公司官网, 投资者互动平台, 华安证券研究所

#### 积极拓展浆站资源, 单站采浆量和总采浆量逐年攀升。

公司现有单采血浆站 16 家, 其中在营浆站 14 家。其中阳城浆站于 2023 年 6 月正式获得采浆许可, 其余 13 个浆站均为成熟浆站。从地域分布来看, 目前 14 个在营单采血浆站分布在江西省 (10 个)、四川省 (2 个)、海南省 (1 个) 和山西省 (1 个)。在浆站拓展方面, 公司全面梳理全国范围内可设置浆站区域, 明晰拓展规划, 找准主攻方向和匹配策略, 聚焦重点省份, 借助华润平台持续整合内外部资源, 完成多省实地调研、选址及申请材料递交等工作。2023 年 9 月, 公司进一步获得江西省卫健委下发的《关于同意泰和县设置单采血浆站的批复》和《关于同意乐平市设置单采血浆站的批复》。公司将采取先租后建、标准化建设等措施, 预计于今年下半年完成这两个新浆站的验收并投入运营。届时, 公司在营浆站的总数将达到 16 个。

图表 31 公司浆站情况

省份	浆站名称	获批设置浆站时间	获得采集证时间	浆站所在地
江西省	崇仁浆站	2012年2月前	1998年	抚州市崇仁县
	都昌浆站	2016年1月	2016年5月	九江市都昌县
	丰城浆站	2014年12月	2015年2月	丰城市
	南城浆站	2012年2月前	2012年2月前	抚州市南城县
	南康浆站	2012年2月前	2012年2月前	赣州市南康区
	广昌浆站	2017年8月	2017年10月	抚州市广昌县
	信丰浆站	2014年12月	2015年3月	赣州市信丰县
	金溪浆站	2012年2月前	1996年5月	抚州市金溪县
	乐安浆站	2017年8月	2017年10月	抚州市乐安县
	于都浆站	2016年1月	2016年3月	赣州市于都县
	乐平浆站	2023年11月	在建	景德镇市乐平市
	泰和浆站	2023年11月	在建	吉安市泰和县
	四川省	岳池浆站	2012年2月前	2012年5月
邻水浆站		2013年4月	2013年10月	广安市邻水县
海南省	屯昌浆站	2020年5月	2020年4月	屯昌县
山西省	阳城浆站	2021年12月	2023年6月	晋城市阳城县

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司多措并举推动血浆采集深挖单站潜能，进一步提高浆站运营管理水平与效率，促进浆量提升。2023年，公司原料血浆采集量约为467.3吨，同比增长6.47%。从公司平均在营单站采集量来看，2018年至2022年间总体呈现上升趋势，2023年达到33.38吨。

图表 32 18-23 公司浆站数及采浆量变化

年份	采浆量 (吨)	总浆站数 (家)	在营浆站 (家)	在营单站采浆量 (吨)
2018	350	12	12	29.17
2019	372	12	12	31.00
2020	378	13	12	31.50
2021	420	14	13	32.31
2022	439	14	13	33.77
2023	467.3	16	14	33.38

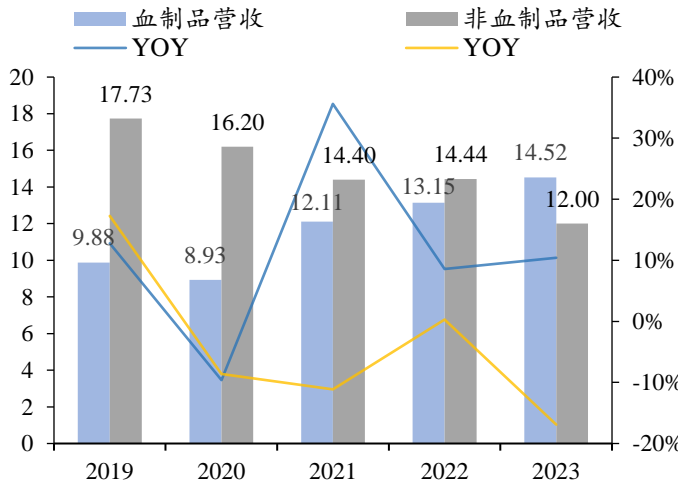
资料来源：公司年报，华安证券研究所

被华润医药纳入麾下后，公司开始剥离非血液制品业务。公司在2023年8月29日召开董事会和监事会，以及在同年9月15日召开股东大会，审议决定转让广东复大医药有限公司75%股权。同样地，公司在2023年9月26日召开董事会和监事会，审议通过了转让贵州天安药业股份有限公司89.681%股权给华润双鹤药业股份有限公司的议案。公司剥离复大医药和天安药业解决了与控股股东华润医药的同业竞争，实际上也属于华润医药的内部整合。

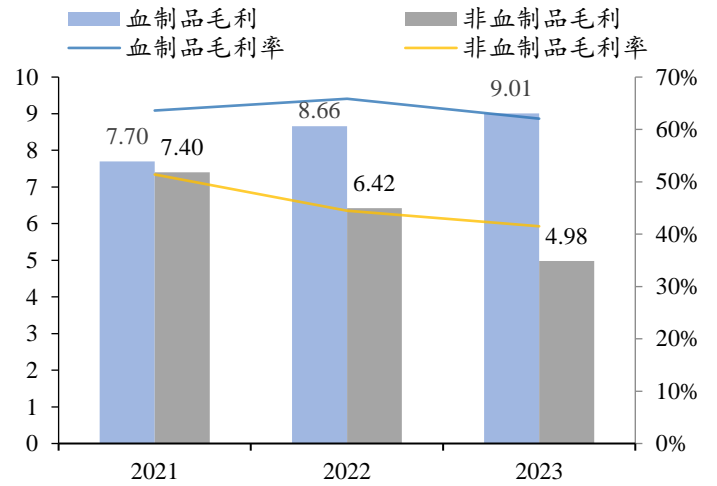
公司血制品业务的营收和毛利均呈现逐年上升的趋势。2023 年血制品板块实现营收 14.52 亿元，相比 2021 年的复合增长率达 9.5%；实现毛利 9.01 亿元，复合增长率为 8.2%。与此同时，非血制品业务营收和毛利逐年下降。公司聚焦血制品主业，积极剥离非核心资产，持续优化业务布局，轻装前行。通过精简业务结构，公司将进一步提升运营效率和管理能力，增强抗风险能力，为后续高质量发展奠定坚实基础。在聚焦主业的同时，公司将紧跟行业发展趋势，持续加大技术研发和市场开拓力度，不断提升产品竞争力，开创血制品业务崭新篇章，前景广阔可期。

图表 33 19-23 血制品与非血制品营收情况 (单位: 亿元)

图表 34 21-23 血制品与非血制品毛利情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind, 华安证券研究所



资料来源: iFind, 华安证券研究所

### 3. 推荐逻辑及盈利预测

#### 3.1 盈利预测

关键假设:

**血液制品保持稳健增长。**核心产品纤维蛋白原虽然面临一些价格压力的挑战，但作为成熟产品仍具有先发优势，产品增量可覆盖价格下降的影响；静丙和人白考虑需求依旧强劲，预计销量保持稳定。其他新上市的血液制品（八因子等）24Q1 实现不错的收入，证实了获得市场份额的能力，今年有望快速放量。

**非血制品业务逐渐剥离。**公司转让所持有的复大医药 75%、天安药业 89.681% 股权，转让后板块不再纳入营收合并范围。其他非血制品板块随着公司的业务重组，以及集采政策及国家医保目录调整等市场综合因素的影响，预计 2025 年左右营收企稳并小幅增长。

**图表 35 博雅生物业绩拆分**

单位 (亿元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26.51	27.59	26.52	19.71	21.36	22.89
YOY	5.47%	4.08%	-3.87%	-25.68%	8.35%	7.19%
营业成本	11.4	12.51	12.53	5.73	6.09	6.37
YOY	8.22%	9.71%	0.16%	-54.24%	6.18%	4.67%
毛利率	0.57	0.55	0.53	0.71	0.71	0.72
其中: 血液制品						
营业收入	12.1	13.15	14.52	16.55	18.59	20.26
YOY	35.48%	8.63%	10.41%	14.00%	12.31%	9.01%
营业成本	3.90	3.87	4.39	4.88	5.33	5.66
YOY	17.70%	-0.67%	13.39%	11.26%	9.08%	6.18%
毛利	8.20	9.27	10.12	11.67	13.26	14.61
YOY	45.97%	13.06%	9.16%	15.30%	13.66%	10.14%
毛利率	67.77%	70.53%	69.74%	70.49%	71.34%	72.08%
采浆量 (吨)		439	467	537	601	662
YOY			6.38%	15.00%	12.00%	10.00%

资料来源: iFind, 华安证券研究所

选取申万行业分类下同属血液制品分类的可比公司: 派林生物、上海莱士和天坛生物。截止 2024 年 5 月 26 日, 一致预测显示可比公司 2024/2025/2026 年 PE 平均值为 26X/22X/19X; 我们预计博雅生物 2024~2026 年 PE 平均值为 30X/27X/24X。

**图表 36 可比估值**

股票代码	股票名称	收盘价	EPS (元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002880.SZ	卫光生物	29.68	0.96	1.14	1.35	1.63	36.44	26.08	22.00	18.21
000403.SZ	派林生物	26.70	0.84	1.06	1.28	1.49	32.62	25.14	20.97	18.01
002252.SZ	上海莱士	7.03	0.27	0.36	0.41	0.45	29.88	19.44	17.11	15.71
600161.SH	天坛生物	28.50	0.67	0.82	0.99	1.15	45.94	34.68	28.64	24.61
平均值		22.98	0.69	0.85	1.01	1.18	36.22	26.34	22.18	19.14
300294.SZ	博雅生物	32.61	0.47	1.11	1.23	1.35	71.66	29.51	26.59	24.17

资料来源: iFind (一致预测: 2024/05/26), 华安证券研究所

## 3.2 投资逻辑与建议

### 血液制品老牌企业, 不断优化业务结构

博雅生物是华润大健康板块的血液制品平台, 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。公司坚持以血液制品为主导的原则, 持续推进血液制品业务健康、快速发展。在做优主业方面, 不断优化业务布局, 逐步完成了复大医药和天安药业等非血业务的剥离处置, 解决了与控股股东同业竞争事项。2023 年公司实现营收 26.52 亿元, 同比减少 3.88%, 归母净利润 2.37 亿元, 同比减少 45.06%, 业绩下滑主要是受计提资产减值准备的影响。

### 聚焦主业实现突破, 持续丰富在研管线

公司血液制品业务 2023 年收入约为 14.52 亿元，同比增长 10.41%，且占总营收比逐年增加；板块毛利率 69.74%，同比-0.80pct。三大产品纤原、静丙、白蛋白业绩稳健，分别实现营收 4.19、4.45、4.38 亿元，同比-3.20%、+15.55%、+4.26%；分别实现毛利率 75.94%、66.61%、65.39%，同比-2.25pct、-0.32pct、+1.10pct。未来血液制品板块业绩有望保持稳健增长，总体业绩有望企稳回升。公司生化类用药业务 2023 年实现营收 3.35 亿元，同比减少 23.51%，板块毛利率 76.42%，同比-2.84pct。

2023 年公司实现多个新品立项。C1 酯酶抑制剂为国内首家获得临床批件企业；vWF 因子等产品进展顺利；高浓度静丙被定位为升级产品，临床价值上尤其是安全性方面表现出较普通静丙更为显著的优势，拥有强劲的潜在市场需求。此外，公司与中国医学科学院输血研究所建立战略合作伙伴关系，共同规划小核酸、基因治疗、免疫治疗等前沿研究，为打造国内领先、国际先进的血液制品企业打下坚实基础。

### 华润赋能助力浆站拓展，吨浆效率行业领先

在央企华润集团丰富的产业资源和强大的资金实力的支持赋能下，公司的浆站拓展能力得到显著提升。公司正向着在十四五期末浆站总数达 30 家的目标不断迈进，全面梳理全国范围内可设置浆站区域，明晰拓展规划，找准主攻方向和匹配策略，聚焦重点省份，借助华润平台持续整合内外部资源，完成多省实地调研、选址及申请材料递交等工作，待采的泰和、乐平浆站预计在今年下半年可以开采。

公司持续提高浆站运营管理水平与效率，促进浆量提升，2023 年采浆 467.3 吨，同比增长 6.47%，且在 2024 年一季度保持了强劲的浆量增长。预计 2024 全年采浆量增速在两位数。得益于优质的原料供应、丰富的产品种类、平衡的产销结构，公司的吨浆效率和吨浆毛利均位于行列前列，保持良好的竞争力和盈利能力。

### 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 19.71/21.36/22.89 亿元，分别同比增长-25.7%/8.3%/7.2%，归母净利润分别为 5.57/6.18/6.80 亿元，分别同比增长 134.7%/11.0%/10.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- **新产品研发风险：**公司研发血液制品新产品是一个漫长、高风险的过程，包括研究、实验、临床试验和注册等环节，需要大量资源并面临不确定性。产品的市场适应性和消费者接受度是成功的关键。
- **产品质量控制风险：**医药产品质量直接关系到公众健康和用药安全，任何生产或销售环节中的质量问题都可能使企业面临整顿或停产的严重风险。
- **行业竞争加剧风险。**

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6428	6627	7267	7954	<b>营业收入</b>	2652	1971	2136	2289
现金	1961	2541	3119	3743	营业成本	1253	573	611	642
应收账款	210	164	166	159	营业税金及附加	20	15	17	18
其他应收款	264	164	166	159	销售费用	583	473	513	549
预付账款	5	3	3	3	管理费用	195	158	171	183
存货	557	280	285	307	财务费用	-30	-48	-62	-77
其他流动资产	3430	3473	3528	3583	资产减值损失	-330	-23	-26	-28
<b>非流动资产</b>	1401	1413	1434	1474	公允价值变动收益	86	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	14	10	11	11
固定资产	634	652	680	727	<b>营业利润</b>	355	729	810	890
无形资产	269	271	273	275	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	498	489	480	472	营业外支出	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	7829	8039	8701	9428	<b>利润总额</b>	354	729	810	890
<b>流动负债</b>	456	235	249	263	所得税	106	146	162	178
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	248	584	648	712
应付账款	77	45	48	50	少数股东损益	11	26	29	32
其他流动负债	380	190	201	213	<b>归属母公司净利润</b>	237	557	618	680
<b>非流动负债</b>	52	52	52	52	EBITDA	664	742	815	890
长期借款	22	22	22	22	EPS (元)	0.47	1.11	1.23	1.35
其他非流动负债	29	29	29	29					
<b>负债合计</b>	508	286	300	315					
少数股东权益	1	27	56	89					
股本	504	504	504	504					
资本公积	4063	4063	4063	4063					
留存收益	2753	3159	3777	4457					
归属母公司股东权益	7320	7726	8344	9024					
<b>负债和股东权益</b>	7829	8039	8701	9428					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	642	866	730	806
净利润	248	584	648	712
折旧摊销	114	61	67	77
财务费用	0	1	1	1
投资损失	-14	-10	-11	-11
营运资金变动	51	209	1	2
其他经营现金流	439	396	671	736
<b>投资活动现金流</b>	14	-133	-152	-181
资本支出	-84	-97	-117	-147
长期投资	20	-51	-51	-51
其他投资现金流	78	15	16	16
<b>筹资活动现金流</b>	-237	-152	-1	-1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	22	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-256	-152	-1	-1
<b>现金净增加额</b>	419	580	577	624

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.9%	-25.7%	8.3%	7.2%
营业利润	-33.3%	105.3%	11.0%	10.0%
归属于母公司净利	-45.1%	134.7%	11.0%	10.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	52.8%	70.9%	71.4%	71.9%
净利率 (%)	9.0%	28.3%	29.0%	29.7%
ROE (%)	3.2%	7.2%	7.4%	7.5%
ROIC (%)	5.3%	7.0%	7.1%	7.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	6.5%	3.6%	3.5%	3.3%
净负债比率 (%)	6.9%	3.7%	3.6%	3.5%
流动比率	14.08	28.23	29.23	30.24
速动比率	12.85	27.01	28.07	29.05
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.33	0.25	0.26	0.25
应收账款周转率	7.90	10.54	12.93	14.08
应付账款周转率	7.22	9.46	13.27	13.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.47	1.11	1.23	1.35
每股经营现金流薄)	1.27	1.72	1.45	1.60
每股净资产	14.52	15.32	16.55	17.90
<b>估值比率</b>				
P/E	71.66	29.51	26.59	24.17
P/B	2.32	2.13	1.97	1.82
EV/EBITDA	22.66	18.76	16.39	14.30

资料来源:公司公告,华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、二级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师:** 陈珈蔚, 医药行业分析师, 主要负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。