

生物医药 III

博雅生物 (300294.SZ)

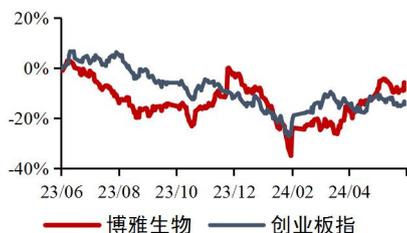
买入-B(首次)

聚焦血液制品主业，新浆站、新产品打开成长空间

2024年6月7日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年6月6日

收盘价(元):	33.03
总股本(亿股):	5.04
流通股本(亿股):	4.26
流通市值(亿元):	140.69

基础数据：2024年3月31日

每股净资产(元):	14.82
每股资本公积(元):	8.06
每股未分配利润(元):	5.26

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

投资要点：

**非血液制品业务逐步剥离，血液制品业务业绩稳步增长。**公司是血液制品产品较为齐全的企业，有9大类血液制品品种，包括白蛋白、静丙、纤维蛋白原等。2021年华润医药通过收购高特佳持有的公司股权成为控股股东，华润医药持有公司29.3%的股权，并受托行使高特佳集团11.3%的表决权，合计拥有40.6%的表决权，国务院国资委为最终实控人。2023年9月，公司剥离广东复大及天安药业，新百药业或将在合适时机剥离，从而进一步聚焦血液制品业务。2020年~2023年，公司血液制品板块收入从8.9亿元增长到14.6亿元，CAGR17.8%，净利润从3.3亿元提升到5.4亿元，CAGR18.1%。

➤ **吨浆盈利能力优秀，静丙、白蛋白需求仍有增长，PCC、VIII因子等凝血因子类产品优势突出，高浓度静丙等新产品将陆续上市。**2023年，公司主要品种静丙、白蛋白、纤维蛋白原收入分别为4.5亿元(15.5%)、4.4亿元(+4.3%)、4.2亿元(-3.2%)。公司血液制品吨浆盈利优秀，吨浆收入从2020年的236.3万元/吨提升到2023年的312.7万元/吨，吨浆利润从2020年的45.1万元/吨提升到2023年的116.0万元/吨。2023年公司人血白蛋白、静丙市占率分别为1.4%、5.0%，受疫情中血液制品市场教育程度提升的拉动，国内静丙、白蛋白仍有较大的增长空间。公司凝血因子类优势突出，2023年在国内纤维蛋白原、PCC、VIII因子批签发份额分别达到24.8%、16.5%、10.1%，随着学术推广的深入，市场份额有望得到进一步提升。公司在研项目包括人血管性血友病因子、高浓度(10%)静注人免疫球蛋白和C1酯酶抑制剂等，未来上述产品将陆续上市销售，进一步提升公司盈利能力。

➤ **存量浆站采浆量提升空间大，新增获批与潜在并购有望大幅提升浆站数量。**2023年公司采浆量33.4吨/站，献浆员人数为2318人/站。南城等6个浆站辐射人口均超过百万，存量浆站采浆量有较大提升空间。包括拟建设浆站在内，公司浆站已达16个，同时储备了19个浆站的县级批文，未来采浆量弹性巨大。丹霞生物与公司签署框架协议合作协议，经营状况趋于良好，如果整合将提供17个浆站，大幅增加浆站数量。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**随着天安药业等子公司剥离，公司主业血液制品业务优势展露。收入端看，公司现有浆站采浆效率提升及新浆站的扩张将带来业绩的快速增长。未来丹霞生物如果被顺利并购，将提供17个浆站。盈利端看，高毛利率产品PCC、VIII因子的快速增长将持续提升公司毛利率水平，人血管性血友病因子、高浓度静丙和C1酯酶抑制剂等新产品上市将进一步提高公司盈利能力。暂不考虑可能的并购与新百药业的剥离，预计



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





公司 2024~2026 年收入 18.9/20.7/22.5 亿元，同比-28.6%/9.4%/8.8%。归母公司净利润 5.6/6.15/6.75 亿元，同比增长 135.9%/9.8%/9.8%，PE 为 29.6/27.0/24.6 倍，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

➤ **风险提示：**采浆量不足的风险；血液制品新产品研发风险；血液制品质量控制的风险；血液制品产品降价的风险；新百药业商誉减值风险；

**财务数据与估值：**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,759	2,652	1,893	2,071	2,253
YoY(%)	4.1	-3.9	-28.6	9.4	8.8
净利润(百万元)	432	237	560	615	675
YoY(%)	25.4	-45.1	135.9	9.8	9.8
毛利率(%)	54.7	52.8	70.6	70.4	70.2
EPS(摊薄/元)	0.86	0.47	1.11	1.22	1.34
ROE(%)	6.1	3.4	7.5	7.8	8.0
P/E(倍)	38.4	69.9	29.6	27.0	24.6
P/B(倍)	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
净利率(%)	15.7	9.0	29.6	29.7	30.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 聚焦血液制品业务，业绩稳健增长.....	7
1.1 华润入主，剥离非核心业务.....	7
1.2 血液制品核心品种销售结构稳定，疫情后持续恢复.....	11
2. 静丙、白蛋白需求仍未饱和，PCC、Ⅷ因子丰富凝血因子类产品.....	13
2.1 纯化工艺领先，收得率较高，品种丰富，推动吨浆利润稳步提升.....	13
2.2 常态化后公司批签发增长显著，白蛋白、静丙有望实现稳步增长.....	18
3. 新设浆站稳步提升采浆量，智能工厂建设保障供应，丹霞生物有望收购.....	20
3.1 站均采浆量稳步提升，浆站储备丰富采浆量弹性巨大.....	20
3.2 丹霞生物营业持续恢复，并购可期.....	23
3.3 在研血管性血友病因子、高浓度静丙丰富产品结构，智能工厂扩产满足更多品种产能供应.....	25
4. 盈利预测及投资建议.....	26
5. 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1：公司发展历史.....	7
图 2：公司股权结构及主要子公司情况.....	8
图 3：公司营收变化情况.....	9
图 4：公司归母净利润变化情况（亿元）.....	9
图 5：公司各项业务收入变化情况（亿元）.....	10
图 6：公司各项业务毛利率（%）变化情况.....	10

图 7: 公司毛利率与净利率变化情况.....	10
图 8: 公司各项费用变化情况.....	10
图 9: 公司血液制品业务收入变化情况.....	11
图 10: 公司血液制品业务净利润变化情况.....	11
图 11: 公司血液制品业务各产品收入变化情况 (亿元) .....	12
图 12: 公司血液制品毛利率和净利率变化情况.....	12
图 13: 公司主要血液制品产品毛利率变化情况.....	12
图 14: 公司主要血液制品出厂价变化情况 (元/瓶) .....	12
图 15: 中国凝血酶原复合物批签发 (次) 变化情况.....	15
图 16: 2023 年公司凝血酶原复合物国内份额 (按批签发) .....	15
图 17: 公司纤维蛋白原收入变化情况.....	15
图 18: 2023 年公司纤维蛋白原国内份额 (按批签发) .....	15
图 19: 2014-2030E 中国血友病用药市场.....	16
图 20: 2023 年公司凝血 VIII 因子国内份额 (按批签发) .....	16
图 21: 公司血液制品产品批签发变化量 (万瓶) .....	16
图 22: 公司血液制品批签发 (次) 变化情况.....	16
图 23: 公司吨浆收入与吨浆利润变化情况.....	17
图 24: 公司主要血液制品单吨血浆产量变化情况.....	17
图 25: 血液制品各企业单吨收入 (万元/吨) .....	17
图 26: 血液制品各企业血液制品业务毛利率.....	17
图 27: 分季度我国主要血液制品批签发情况 (次) .....	18
图 28: 2023 年中国各品种份额 (按批签发) .....	18
图 29: 中国人血白蛋白市场规模和预测(亿元).....	19

图 30: 2023 年公司人血白蛋白国内份额（按批签发） .....	19
图 31: 公司静丙收入变化情况（亿元） .....	20
图 32: 2023 年公司静丙在国内份额（按批签发） .....	20
图 33: 公司在营浆站数量变化情况.....	21
图 34: 公司 2021 年发布预计建设浆站数量（个） .....	21
图 35: 公司单站献浆员人数变化情况.....	22
图 36: 公司单站采浆量及总采浆量变化情况.....	22
图 37: 丹霞生物股权结构.....	23
图 38: 丹霞生物及所属浆站员工人数变化情况（人） .....	24
图 39: 2022 年丹霞生物所属浆站及单采公司员工人数.....	24
图 40: 丹霞生物历史采浆量（吨）变化情况.....	24
图 41: 丹霞生物血液制品批签发（次）变化情况.....	24
表 1: 公司主要产品及应用领域.....	7
表 2: 公司非血液制品业务剥离情况.....	9
表 3: 公司血液制品蛋白分离纯化工艺.....	13
表 4: 公司凝血因子产品上市情况.....	14
表 5: 各国血液制品人均消耗量比较.....	18
表 6: 公司各浆站采浆业务范围.....	21
表 7: 公司获批浆站及采浆量情况.....	23
表 8: 公司血液制品智能工厂（一期）建设项目.....	25
表 9: 公司智能工厂达产财务指标测算.....	25
表 10: 血液制品业务的研发情况.....	26

表 11: 公司营收预测.....	27
表 12: 公司相对估值表.....	27

## 1. 聚焦血液制品业务，业绩稳健增长

### 1.1 华润入主，剥离非核心业务

公司创建于1993年，是国内领先的血液制品生产企业之一，产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、人凝血因子VIII等共计9个品种，涵盖了23个规格。公司是全国人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）规格最全的生产企业之一，目标是“成为世界一流血液制品企业”。

图1：公司发展历史



资料来源：公司官网，山西证券研究所

表1：公司主要产品及应用领域

分类	品种	应用领域与功能
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。
免疫球蛋白	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。
	静注人免疫球蛋白	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。
	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。

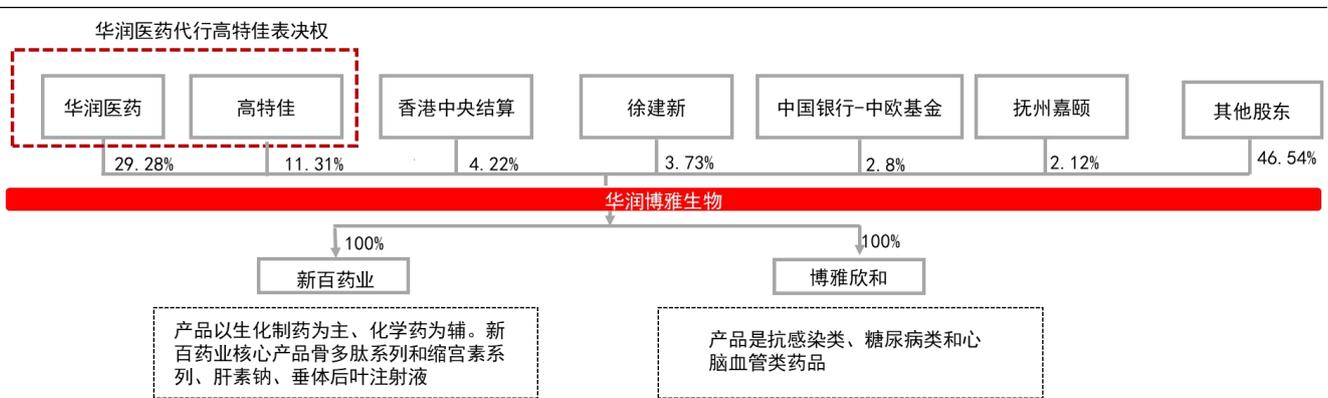
	狂犬病人免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒的动物咬伤、抓伤患者的被动免疫和治疗。
凝血因子	人纤维蛋白原	主要用于先天性或获得性纤维蛋白原缺乏症、弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。
	人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症（单独或联合缺乏）包括：1、凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症,包括 B 型血友病；2、抗凝剂过量、维生素 K 缺乏症；3、因肝病导致的凝血机制紊乱，肝病导致的出血患者需要纠正凝血功能障碍时；4、各种原因所致的凝血酶原时间延长而拟作外科手术患者，但对凝血因子 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。

资料来源：公司 2023 年年报，山西证券研究所

公司定位为华润医药血液制品平台，正逐步剥离其他业务，进一步聚焦血液制品业务。2021 年公司被华润医药控股，中国华润有限公司为公司实际控制人，国务院国资委为最终实控人。华润医药持有公司 29.3% 的股权，并受托行使高特佳集团 11.3% 的表决权，合计拥有 40.6% 的表决权。

公司定位为华润大健康板块的血液制品平台，聚焦血液制品业务的发展，推进非血液制品业务的剥离或处置工作。2023 年 9 月，公司将持有的复大医药 75% 的股权转让给华润医商，持有的贵州天安药业 89.7% 股权转让给华润双鹤，仍持有的新百药业以及博雅欣和，未来也有望逐步剥离。

图 2：公司股权结构及主要子公司情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

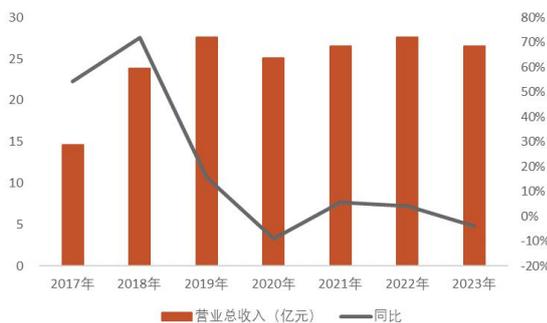
表 2：公司非血液制品业务剥离情况

日期	标的	事件
2023 年 9 月	贵州天安药业	公司以 260,355,691.22 元将贵州天安药业 89.681%股权转让给华润双鹤
2023 年 9 月	复大医药	公司与华润医商签署《关于广东复大医药有限公司的股权转让协议》，以 36,476.4150 万元将复大医药 75%股权转让给华润医商。
2021 年 7 月	罗益生物	公司以 19,272.00 万元的价格转让持有的罗益生物合计 11.68%的股权，其中，成都普瑞邦以 16,500.00 万元的价格受让罗益生物 10%的股权，湖州泉水叮咚企业管理合伙企业以 2,772.0 万元的价格受让罗益生物 1.68%的股权。

资料来源：《博雅生物:关于转让罗益(无锡)生物制药有限公司股权的公告》，《关于转让广东复大医药有限公司 75%股权暨关联交易的公告》，《博雅生物:关于转让贵州天安药业股份有限公司 89.681%股权事项进展的公告》，山西证券研究所

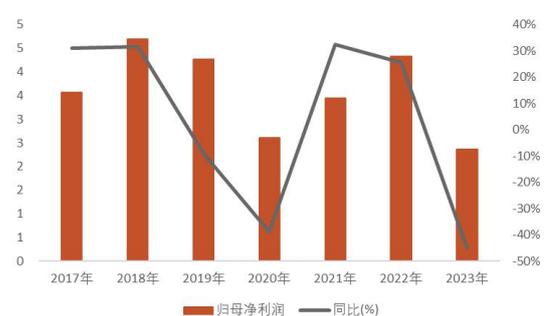
转让复大、天安药业聚焦主业，营业收入近三年基本稳定。2023 年 9 月、10 月，公司转让所持有的复大医药 75.0%股权、天安药业 89.7%股权，业务进一步聚焦血液制品业务。受此影响，2023 年公司营业收入为 26.5 亿元（-3.9%），同时由于还计提南京新百药业的商誉减值准备 3.0 亿元，2023 年归母净利润 2.4 亿元（-45.1%）。在此之前，2021 年~2022 年，公司收入基本保持稳定，利润持续恢复。2021~2022 年，公司收入分别为 26.5 亿元（+5.5%）、27.6 亿元（4.1%），净利润分别为 3.5 亿元（+32.5%）、4.3 亿元(25.5%)。

图 3：公司营收变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司归母净利润变化情况（亿元）

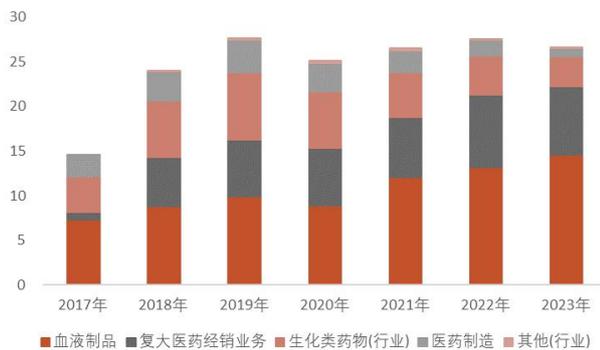


资料来源：Wind，山西证券研究所

公司盈利能力逐步稳定，销售费用有效管控。公司毛利率受非血液制品业务产品集采、退

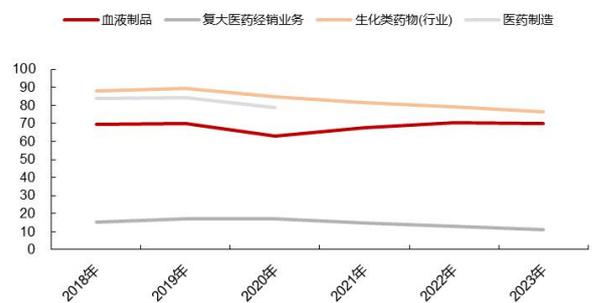
出地方医保目录的影响,公司整体毛利率从2020年的58.1%降低到2023年的52.8%,2020-2023年净利率分别为11.0%、13.5%、16.2%、9.4%,随着非主业的剥离,未来毛利率、净利率将逐步稳定。公司研发费用率、管理费用率、财务费用率基本稳定,销售费用管理已见成效,2020~2023年公司销售费用率也从2020年的34.4%降低到2023年的22.0%。

图 5: 公司各项业务收入变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 6: 公司各项业务毛利率 (%) 变化情况



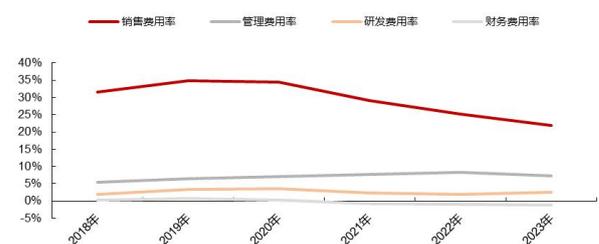
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 7: 公司毛利率与净利率变化情况



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 8: 公司各项费用变化情况



资料来源: Wind, 山西证券研究所

## 1.2 血液制品核心品种销售结构稳定，疫情后持续恢复

血液制品业务稳健增长，净利润增速较快。公司血液制品产品销量持续增加，收入从2020年的8.9亿元增长到2023年的14.6亿元，CAGR17.8%，净利润从2020年的1.7亿元提升到2023年的5.4亿元，CAGR 46.9%。

图 9：公司血液制品业务收入变化情况

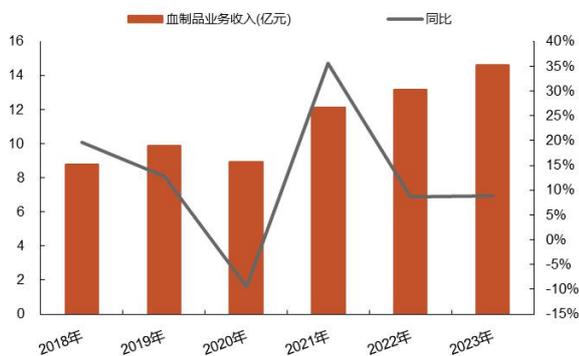
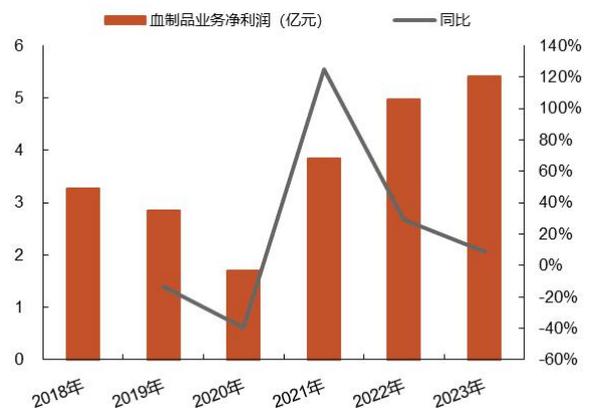


图 10：公司血液制品业务净利润变化情况



资料来源：2018~2023 年公司年报，山西证券研究所

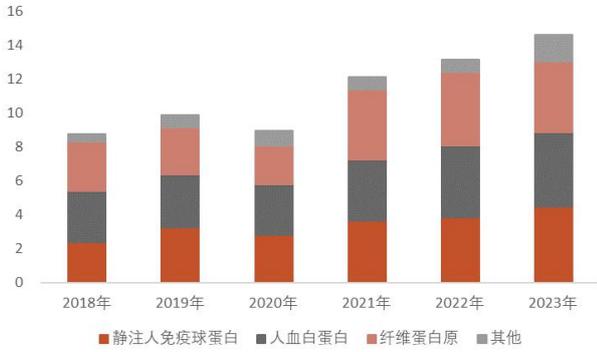
资料来源：2018~2023 年公司年报，山西证券研究所

分具体品种看，2023 年白蛋白、静丙、纤维蛋白原三者收入结构基本均衡。近三年纤原增长较快带动血液制品板块毛利率的提升。2023 年公司白蛋白、静丙、纤维蛋白原收入分别为 4.4、4.4、4.2 亿元，三者占血液制品板块收入的比例分别为 30.0%、30.4%、28.7%，基本均衡。

2019~2023 年，纤原在血液制品板块的收入占比分别为 27.7%、25.8%、34.4%、32.9%、28.9%，纤原销售占比基本稳定。

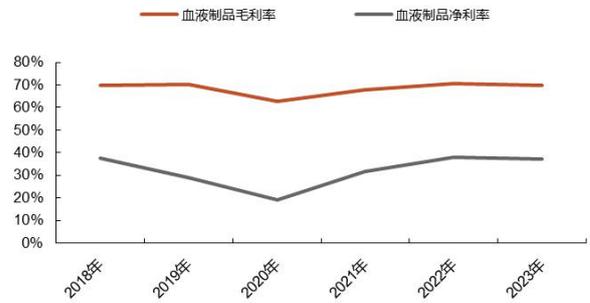
2023 年，公司白蛋白、静丙、纤原毛利率为 65.4%、66.6%、75.9%。高毛利率纤原的增长，带动了血液制品板块综合毛利率的提升。血液制品业务毛利率从 2020 年的 62.9%提升到 2023 年的 69.7%，净利率从 2020 年的 19.1%提升到 2023 年的 37.1%。

图 11：公司血液制品业务各产品收入变化情况（亿元）



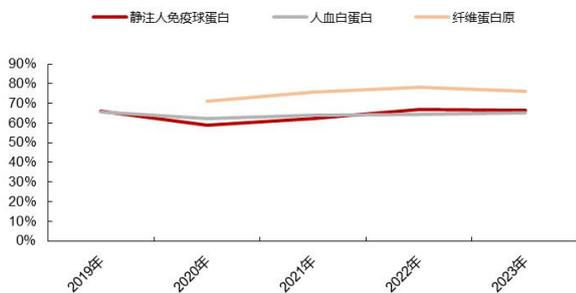
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：公司血液制品毛利率和净利率变化情况



资料来源：2018~2023 年公司年报，山西证券研究所

图 13：公司主要血液制品产品毛利率变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：公司主要血液制品出厂价变化情况（元/瓶）



资料来源：17-23 年年报，山西证券研究所

## 2. 静丙、白蛋白需求仍未饱和，PCC、VIII因子丰富凝血因子类产品

### 2.1 纯化工艺领先，收得率较高，品种丰富，推动吨浆利润稳步提升

静丙、纤维蛋白原分离纯化工艺优秀，产品收得率高。目前行业普遍采用的加工工艺并不能完全去除人血浆所有不需要的蛋白成分，导致临床使用上存在同种抗原性蛋白问题。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），较单纯的低温乙醇法纯化减少其他蛋白，具有更高的收得率，处于行业领先水平。对一些凝血因子类制品和微量蛋白成分的提取和纯化，选择合适的层析方法将显得尤为重要。公司采用自有专利方法制备纤维蛋白原，确保产品收得率及合格率的稳定。

表 3：公司血液制品蛋白分离纯化工艺

核心技术名称	说明
人血白蛋白制备工艺	采用低温乙醇结合巴氏灭活病毒工艺，使产品低激肽释放酶原激活剂、低多聚体、低铝残留
静注人免疫球蛋白（pH4）制备工艺	层析工艺结合低 pH 孵化、纳米膜过滤灭活病毒工艺，使产品纯度更高、IgG 单体与二聚体含量之和、乙肝抗体效价高、激肽释放酶原激活剂含量低
人纤维蛋白原制备工艺	采用低温乙醇结合 S/D、干热灭活病毒工艺，获得国家发明专利，全国首家采用双重病毒灭活工艺并获得批准文号的企业之一，生产的人纤维蛋白原具有高纯度（大于 72.0%，药典规定不低于 70.0%）、高凝固活力（低于 55 秒，药典规定不超过 60 秒）、高收率、高安全性等特点
特异免疫球蛋白制备工艺	采用二步超滤加层析工艺结合低 pH 孵化、纳米膜过滤灭活病毒工艺生产乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等，是国内最早采用纳米膜过滤技术去除病毒的企业之一，其产品纯度更高、IgG 单体与二聚体含量之和
人凝血酶原复合物制备工艺	采用离子交换层析结合 S/D、干热灭活病毒工艺，简化了提取环节，减少了各种因素对产品生产过程中的污染，同时避免了其他环节对凝血因子的激活；同时采用国际先进的凝胶吸附技术，使制品蛋白纯度及因子效价得到大幅提高，降低了临床应用中因为杂蛋白的存在而导致的不良反应发生率

资料来源：2020 年向特定对象发行 A 股股票募集说明书，山西证券研究所

公司血液制品品种不断丰富，提高了血浆利用率，促使吨浆盈利能力持续提升。除了白蛋白、静丙、纤原之外，凝血因子也是一类重要的血液制品。凝血因子浓缩剂广泛用于治疗先天性缺乏这些凝血因子的患者，如甲型和乙型血友病及 von Willebrand 病等。国内已有 5 种凝血因子类产品上市，主要品种人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物和人纤维蛋白公司均已

有产品上市，人纤维蛋白粘合剂也已经在研。由于供给不足及支付能力因素，目前我国凝血因子使用还集中在紧急治疗领域，预防治疗刚刚起步，与主流国家差距较大，随着国内罕见病关注度提升和治疗方案的改进，凝血因子的市场规模有望高速增长。

表 4：公司凝血因子产品上市情况

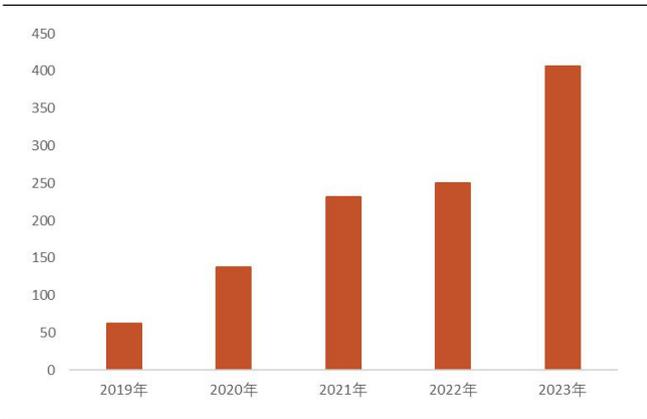
药品名	适应症	国产厂商数（个）	博雅生物情况
人凝血酶原复合物	先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症(单独或联合缺乏)	15	已经上市
人纤维蛋白粘合剂	局部止血药。辅助用于处理烧伤创面、普通外科腹部切口、肝脏手术创面和血管外科手术创面的渗血。	3	在研
人纤维蛋白原	1.先天性纤维蛋白原减少或缺乏症。2.获得性纤维蛋白原减少症；弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。	11	已经上市
人凝血因子 IX	用于凝血因子 IX 缺乏症（B 型血友病）患者的出血治疗。	2	-
人凝血因子 VIII	主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子 VIII 缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗。	13	已经上市

资料来源：药渡网，山西证券研究所

**PCC、纤原市占率位居前列，纤原仍有增长空间。**公司 PCC（凝血酶原复合物）、纤原（纤维蛋白原）产品保持国内市场领先地位，根据中检院及各检验所批签发数据统计，2019~2023 年公司 PCC 批签发稳步增长，2023 年公司 PCC 市场份额达到 16.5%。公司是国内纤维蛋白原产品的开拓者，公司纤维蛋白原收入从 2014 年的 0.3 亿元提升到 2023 年 4.2 亿元，CAGR 32.9%。根据中检院及各检验所数据，23 年公司纤维蛋白原市占领先，国内市场占比 24.8%。纤维蛋白原目前主要用于治疗手术出血，长期来看对出血预防的应用有望带来纤维蛋白原市场持续扩容。

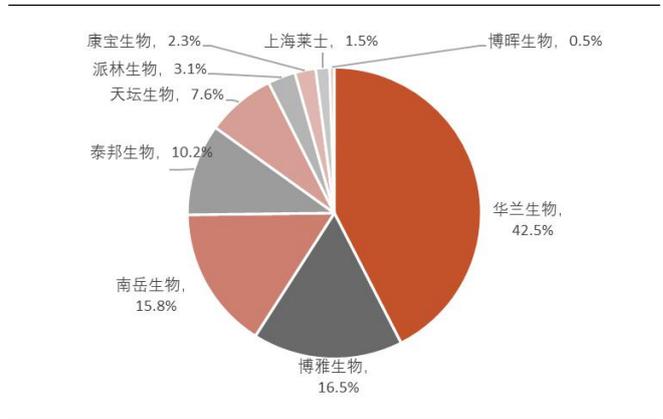
**我国血友病用药市场持续增长，公司新品凝血 VIII 因子已初步放量。**血友病是出血性疾病的主要类型，凝血 VIII 因子主要用于防治血友病治疗，根据弗若斯特沙利文《中国血友病药物行业市场研究报告》数据，预计 2023 年中国血友病用药市场达到 55.2 亿人民币，2030 年达到 141.0 亿元，年复合增长率 14.3%。公司人凝血因子 VIII 于 2023 年 5 月上市销售，进一步丰富了公司产品线，2023 年凝血 VIII 因子国内市场份额占比 10.1%。未来随着学术推广的深入，不断提高凝血因子类产品覆盖率和渗透率，人凝血因子 VIII 市场份额有望得到进一步提升。

图 15：中国凝血酶原复合物批签发（次）变化情况



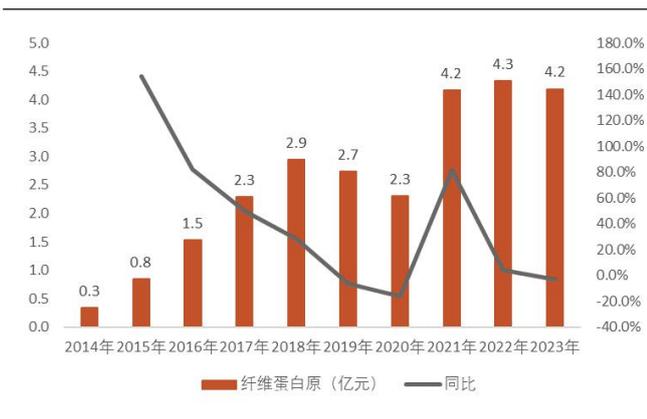
资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

图 16：2023 年公司凝血酶原复合物国内份额（按批签发）



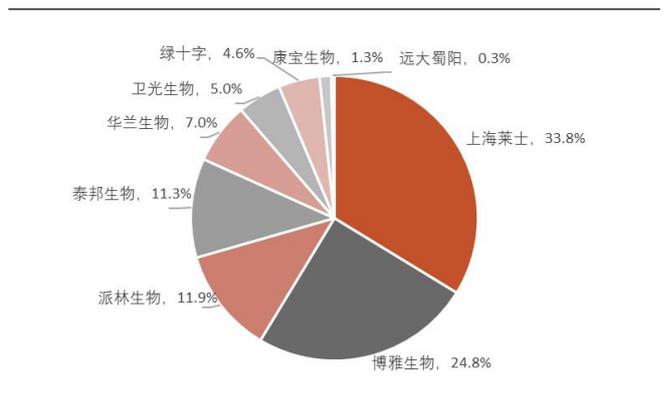
资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

图 17：公司纤维蛋白原收入变化情况



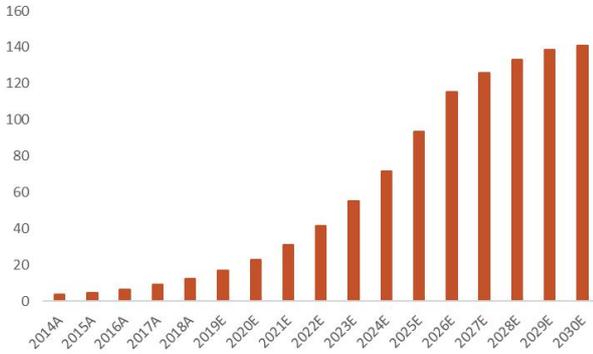
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 18：2023 年公司纤维蛋白原国内份额（按批签发）



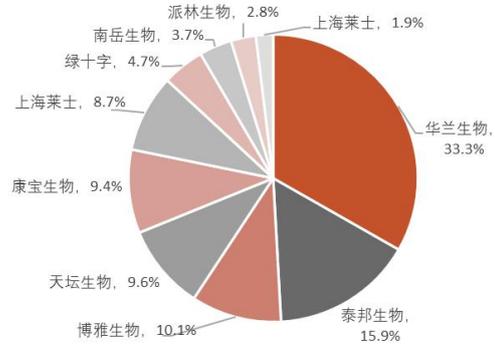
资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

图 19：2014-2030E 中国血友病用药市场



资料来源：弗若斯特沙利文《中国血友病药物行业市场研究报告》，山西证券研究所

图 20：2023 年公司凝血 VIII 因子国内份额（按批签发）



资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

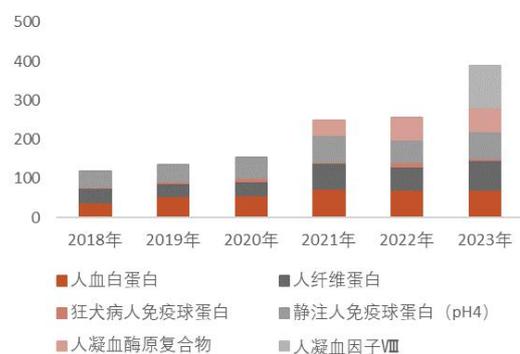
随着公司血液制品品种的不断丰富，吨浆收入位居行业前列。以及优秀的分离与纯化工工艺帮助产品有更高的收得率，公司的吨浆产值与吨浆利润稳步改善，盈利能力优秀。公司吨浆收入从 2020 年的 236.3 万元/吨提升到 2023 年的 312.7 万元/吨，公司吨浆收入显著高于行业主要血液制品企业。2020-2023 年公司血液制品业务毛利率和吨浆利润持续提升，位居行业前列，血液制品毛利率从 2020 年的 62.9%提升到 2023 年的 69.74，吨浆利润从 2020 年的 45.1 万元/吨，提升到 2023 年的 116.0 万元/吨。

图 21：公司血液制品产品批签发变化量（万瓶）



资料来源：16~23 年公司年报，山西证券研究所

图 22：公司血液制品批签发（次）变化情况



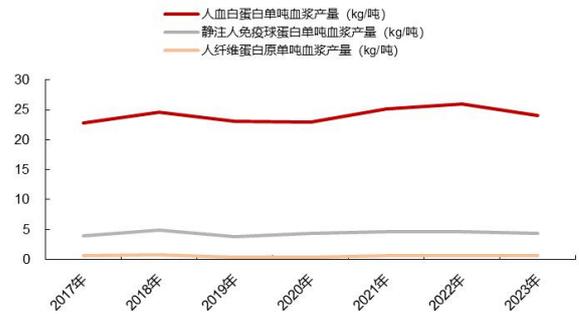
资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

图 23：公司吨浆收入与吨浆利润变化情况



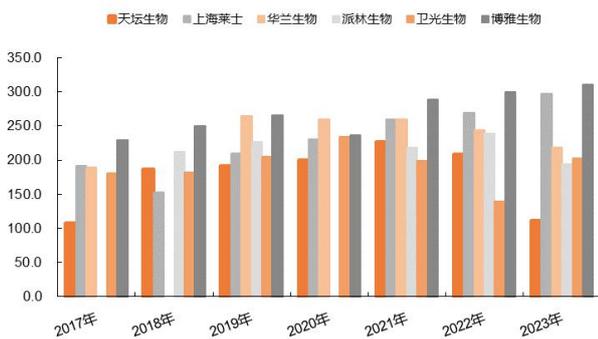
资料来源：18~23 年公司年报，山西证券研究所

图 24：公司主要血液制品单吨血浆产量变化情况



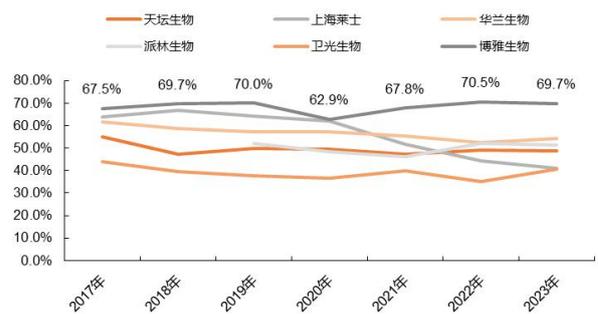
资料来源：Wind，公司 17-23 年年报，山西证券研究所（单吨血浆产量=批签发量/采浆量，粗略计算仅供参考）

图 25：血液制品各企业单吨收入（万元/吨）



资料来源：各公司 17-23 年年报，山西证券研究所

图 26：血液制品各企业血液制品业务毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2 常态化后公司批签发增长显著，白蛋白、静丙有望实现稳步增长

我国人均血液制品使用量偏低，需求呈现上升趋势。我国人均血液制品使用量与美国等发达国家相比还有较大差距。欧美发达国家免疫球蛋白和凝血因子类产品的平均消费量远高于我国，并且我国静注人免疫球蛋白（pH4）、凝血因子等其他血液制品产品获批适应症较少。中商情报网数据显示，我国血液制品市场规模由 2018 年 283 亿元增长至 2022 年的 408 亿元，据米内网统计，2023 年上半年我国城市公立医疗机构血液制品市场销售额达 224.9 亿元(+23.6%)。2023 年常态化后，血液制品批签发改善明显，人血白蛋白、静丙、人凝血因子Ⅷ增速显著。血液制品常规需求持续回暖，2023 年 Q2 血液制品主要品种人血白蛋白、静丙、人凝血因子Ⅷ批签发为 995 次 (+13.1%)、285 次 (+27.8%)、102 次 (+29.1%)。

表 5：各国血液制品人均消耗量比较

地区	人血白蛋白	免疫球蛋白	凝血因子
美国、加拿大、日本	0.5g/人/年需求呈下降趋势	0.04g/人/年需求呈上升趋势	>5IU 需求稳定
欧洲	0.1~0.3g/人/年需求呈下降趋势	0.02~0.03g/人/年需求呈上升趋势	1~3IU 需求呈上升趋势
中国	<0.1g/人/年需求呈上升趋势	<0.01g/人/年需求呈上升趋势	<0.1IU 需求呈上升趋势

资料来源：博雅生物：2020 年向特定对象发行 A 股股票募集说明书，山西证券研究所

图 27：分季度我国主要血液制品批签发情况（次）

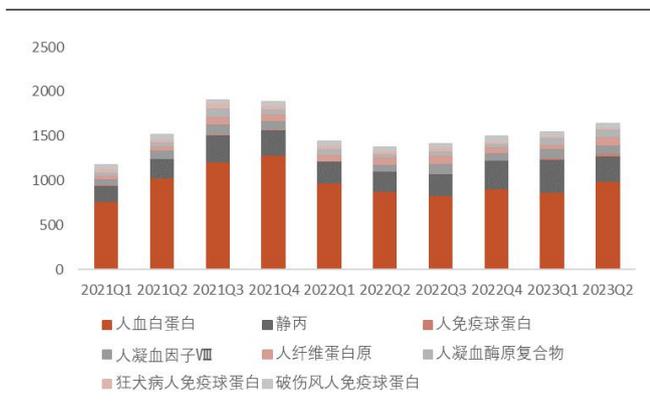
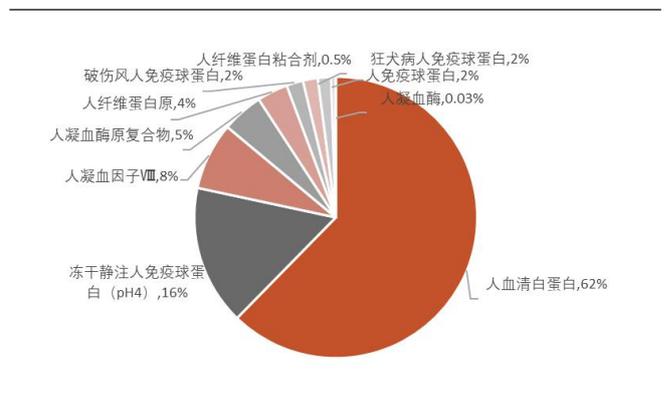


图 28：2023 年中国各品种份额（按批签发）



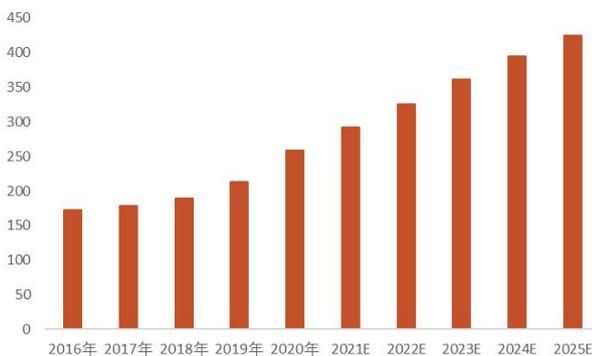
资料来源：立鼎产业研究院援引中检院及各检验所数据《2021Q1-2023Q2 我国血制品批签发批次情况统计及需求趋势分析》，山西证券研究所

资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

人血白蛋白进口替代空间大，公司机会显著。2001年后国内无新批血液制品生产企业，竞争者较为稳定。血浆供给短缺导致国产人血白蛋白药品存在较大的市场缺口。根据中检院及各检验所批签发数据，2023年进口人血白蛋白占比64.4%，进口依赖严重。根据弗若斯特沙利文数据，随着人血白蛋白批签发的增长，2023年中国人血白蛋白药用市场规模达到361亿元，预计到2025年市场将达到425亿元。随着公司采浆量的恢复和增长，进口替代将带来公司人血白蛋白收入增长。

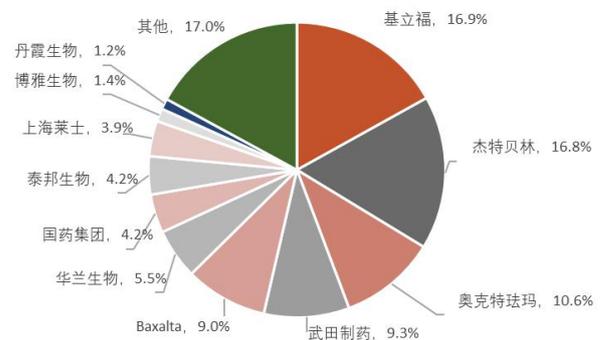
2023年公司人血白蛋白收入4.4亿元，价格389.6元（折合10g/瓶），维持稳定，广东11省集采对价格影响较小。按批签发计算，2023年公司人血白蛋白市占率1.4%，进口替代的机会显著。

图 29：中国人血白蛋白市场规模和预测(亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文《植物源蛋白药物市场行业研究报告》，山西证券研究所

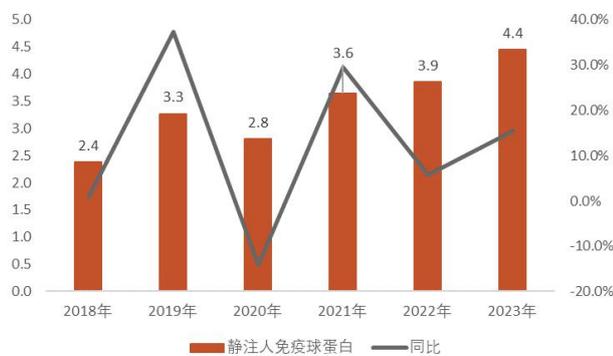
图 30：2023 年公司人血白蛋白国内份额（按批签发）



资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

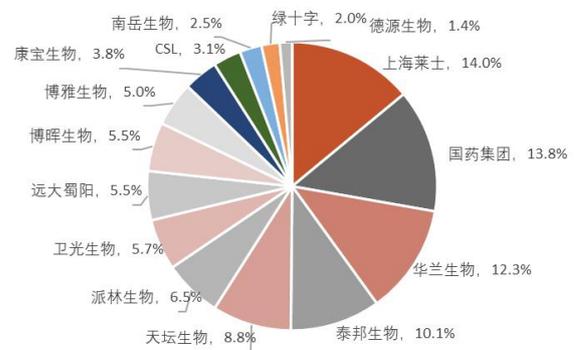
公司静丙增长较快，潜力较大。疫情带来了巨大的血液制品需求，也在很大程度上提升了医生、患者对血液制品的认知，医院加大了静丙的安全库存量，市场需求量较前期有明显提升。公司静丙收入从2020年的2.8亿提升到2023年的4.4亿元，CAGR 16.5%。2023年公司静丙收入4.5亿元(+15.5%)，2023年公司静丙国内市占率约5.0%，有较好的市场基础，随着静丙的认知、适应症的增加，将持续带动静丙市场和公司静丙销售的增长。

图 31：公司静丙收入变化情况（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 32：2023 年公司静丙在国内份额（按批签发）



资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

### 3. 新设浆站稳步提升采浆量，智能工厂建设保障供应，丹霞生物有望收购

#### 3.1 站均采浆量稳步提升，浆站储备丰富采浆量弹性巨大

在营浆站稳步提升，后续储备浆站批文丰富。公司浆站数量从2020年的12家，提升到2023年的16家，其中在营14家浆站。还有两个获批浆站正在建设中。2023年9月，江西省卫健委批准的太和县和乐平市浆站，公司采取先租后建的模式，预计在2024年的5月份完工，开展采浆。

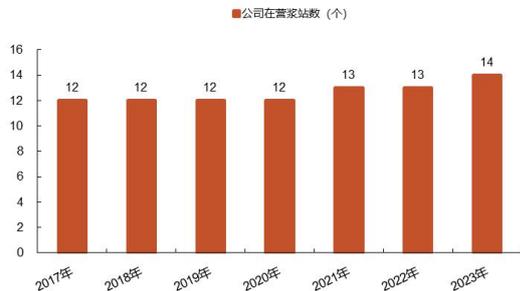
根据公司公告《关于公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复》，公司已获得19个县级批文，主要集中在采集一类区域，如内蒙古、山西、山东等。由于浆站的设置及数量纳

入省级政府的总体规划，后续随着省级批文的获批，公司将迎来浆站数量的较快增长。

**采浆量稳健增长，单浆站采浆潜力大。**公司采浆量从 2020 年的 378 吨提升到 2023 年的 467.3 吨，2023 年采浆量同比增长 6.47%，整体采浆量保持稳健增长。公司现有 6 个浆站南城、崇仁、南康、新丰、于都、丰城辐射人口超过百万，新建的泰和、乐平浆站覆盖人口分别为 47 万人、75 万人，加总覆盖人口超 120 万，浆站潜力较大。

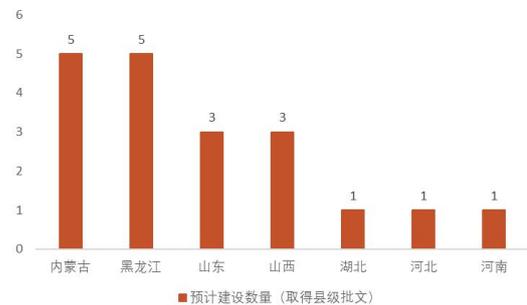
2023 年，公司单站平均采浆量 33 吨/站，既往单站采浆量已经逐年增加，未来仍有较大提升空间。根据《单采血浆站管理办法》，采浆区域的选择应当保证供血浆者的数量，能满足原料血浆年采集量不少于 30 吨，新建单采血浆站在 3 年内达到年采集量不少于 30 吨。目前，公司 40% 以上的献浆人群年龄在 35 岁以下，采集潜力大。根据单人年最高采集量计算，公司单站献浆员数量持续提升。公司单站采集量增幅比较稳定。后续随着浆站运营效率提升，献浆员人数增多，预计现有浆站的采浆量将稳步提升。

图 33：公司在营浆站数量变化情况



资料来源：2017~2023 年公司年报，山西证券研究所

图 34：公司 2021 年发布预计建设浆站数量 (个)



资料来源：《关于公司申请向特定对象发行股票的审核问询函的回复》，山西证券研究所

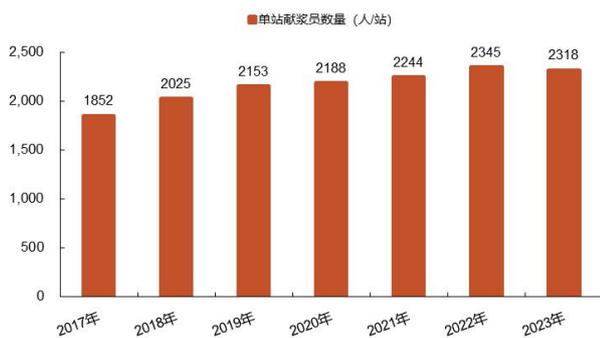
表 6：公司各浆站采浆业务范围

浆站名称	地区	状态	采浆范围	辐射人口 (万人)
南城浆站	江西	在营	南城县、南丰县、广昌县、黎川县、临川区、马圩镇	170
崇仁浆站	江西	在营	崇仁县、宜黄县、乐安县和临川区	114
金溪浆站	江西	在营	金溪县、资溪县、东乡区	69
乐安浆站	江西	在营	乐安县各乡镇	31
广昌浆站	江西	在营	广昌县各乡镇	20

浆站名称	地区	状态	采浆范围	辐射人口(万人)
南康浆站	江西	在营	赣县、南康区、于都县、上犹县、大余县、崇义县	308
信丰浆站	江西	在营	信丰县、安远县、寻乌县、定南县、全南县、龙南市	200
于都浆站	江西	在营	于都县、赣县	135
丰城浆站	江西	在营	丰城市、高安市、樟树市	256
都昌浆站	江西	在营	都昌县	58
岳池浆站	四川	在营	岳池县	74
邻水浆站	四川	在营	邻水县	71
屯昌浆站	海南	在营	屯昌县	26
阳城浆站	山西	在营	阳城县	35
泰和浆站	江西	2023年获省级批文	泰和县(预计)	47
乐平浆站	江西	2023年获省级批文	乐平市(预计)	75

资料来源:《博雅生物:2020年向特定对象发行A股股票募集说明书》,《博雅生物:首次公开发行股票招股说明书》,《博雅生物:关于阳城浆站获得单采血浆许可证的公告》,公司23年年报,于都县人民政府官网,屯昌县人民政府官网,上犹县人民政府官网,崇义县人民政府官网,丰城市人民政府官网,高安市人民政府官网,阳城县人民政府官网,泰和县人民政府官网,红黑人口库《第七次人口统计公报》,山西证券研究所

图 35: 公司单站献浆员人数变化情况



资料来源:《单采血浆站管理办法》,2017~2023年公司年报,山西证券研究所(注:单站献浆人数=总采浆量/在营浆站数)

图 36: 公司单站采浆量及总采浆量变化情况



资料来源:2017~2023年公司年报,山西证券研究所

表 7：公司获批浆站及采浆量情况

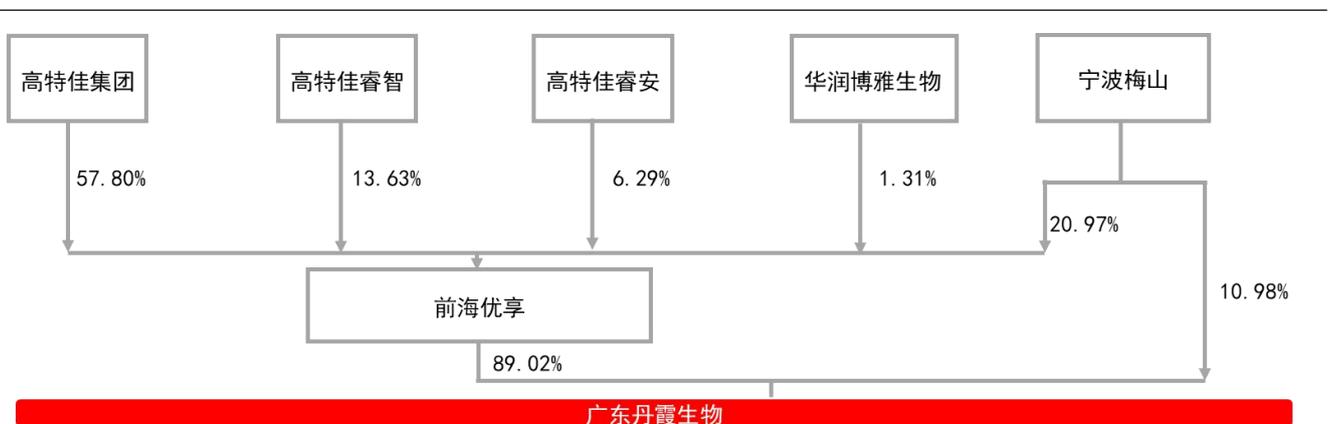
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
在营浆站数量（个）	12	12	12	13	13	14
单站献浆员数量（人/站）	2025	2153	2188	2244	2345	2318
同比	9.4%	6.3%	1.6%	2.6%	4.5%	-1.2%
献浆员单次最高献浆量（g）	600	600	600	600	600	600
献浆员年最高献浆次数（次）	24	24	24	24	24	24
献浆员最高年献浆量（kg）	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
单浆站平均采浆量（吨/站）	29.2	31.0	31.5	32.3	33.8	33.4
总采浆量(吨)	350.0	372.0	378.0	420.0	439.0	467.3
同比	9.4%	6.3%	1.6%	11.1%	4.5%	6.4%

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网《单采血浆站管理办法》，2020-2023 年公司年报，山西证券研究所

### 3.2 丹霞生物营业持续恢复，并购可期

公司通过合作开发浆站，协助丹霞生物浆站运营。2023 年 4 月公司与高特佳、丹霞生物签署战略合作框架协议，公司将对丹霞生物派出经营管理团队及业务骨干协助运营管理。丹霞生物成立于 2002 年，占地面积 400 余亩，是一家专业研发、生产和销售血液制品的生产企业。公司全力协助丹霞生物开展到期未续证浆站的续证工作，并提升丹霞生物浆站的管理水平及采浆效率；在产品的合规生产及新产品研发层面提供技术指导及支持，加快丹霞生物新产品研发及上市进度。

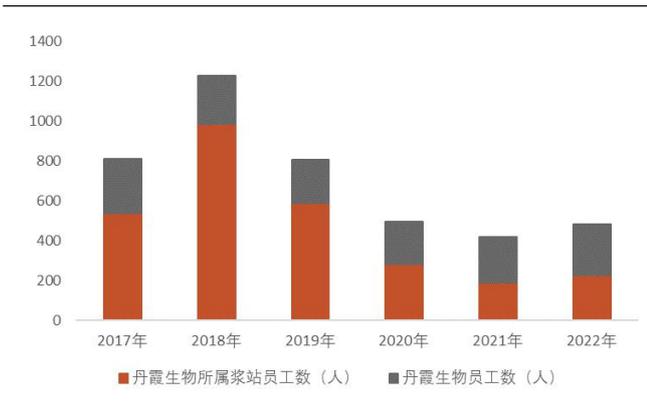
图 37：丹霞生物股权结构



资料来源：企查查，山西证券研究所

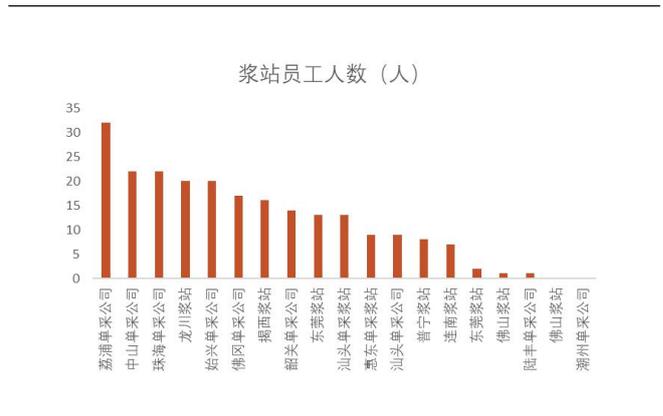
丹霞生物广西、广东浆站资源丰富，采浆逐步恢复。目前，丹霞生物拥有共 17 个浆站，25 家单采浆站点，其中在广西省拥有 1 家单采浆站、广东省拥有 24 家单采浆站点。浆站数量位居国内同行业单体企业前茅。丹霞生物已有 9 个站开采，其他 8 个浆站的恢复采集工作也在积极推进，浆站员工数量也在逐步恢复。

图 38：丹霞生物及所属浆站员工人数变化情况（人）



资料来源：企查查，山西证券研究所

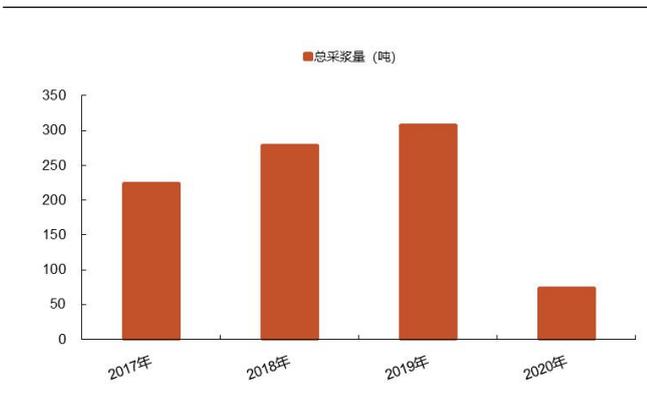
图 39：2022 年丹霞生物所属浆站及单采公司员工人数



资料来源：企查查，山西证券研究所

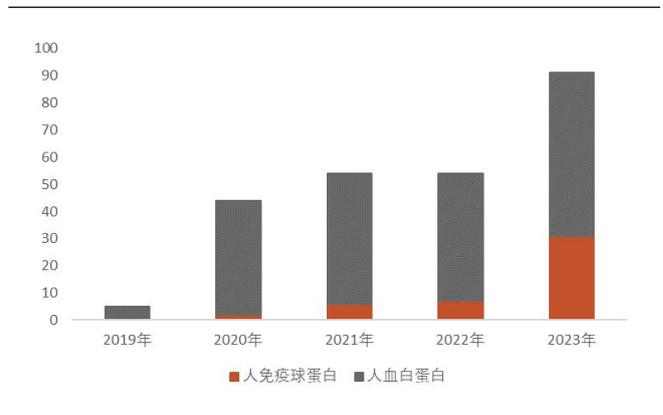
丹霞生物经营、财务状况持续改善，有望启动并购。丹霞生物拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白产品，2023 年丹霞生物经营趋于稳定，目前年处理血浆能力 300 吨。产品销售情况表现良好；研发方面，丹霞生物正积极开展静丙、纤维蛋白原的临床试验。根据公司披露，在符合上市公司监管要求的前提下，经交易双方协商后，公司将适时启动并购整合工作。

图 40：丹霞生物历史采浆量（吨）变化情况



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 41：丹霞生物血液制品批签发（次）变化情况



资料来源：《博雅生物申请人及保荐机构回复意见  
(二次修订稿)》，山西证券研究所

资料来源：广东省药品检验所，山西证券研究所

### 3.3 在研血管性血友病因子、高浓度静丙丰富产品结构，智能工厂扩产满足更多品种产能供应

生产车间利用率超过设定产能，正在建设智能工厂，新增 1200 吨产能。公司现有生产车间为 2009 年建成，设计生产规模为年投料血浆 500 吨。目前原料血浆的供给量大于现有产能，研发能力的不断提高提升了血浆综合利用率，现有生产车间难以满足产品生产需求。公司在华润医药控股以后，新浆站拓展能力大大加强，预计采浆量也将快速提升。因此，必须建设血浆血液制品生产车间。在建智能工厂一期项目血浆处理量将达到 1200 吨，预计在 2027 年投入使用，以满足公司发展需要。

表 8：公司血液制品智能工厂（一期）建设项目

名称	单位	数量（万瓶）
产品方案		
人血白蛋白	万瓶	468
静注人免疫球蛋白（pH4）	万瓶	270.6
静注人免疫球蛋白（pH 冻干）	万瓶	/
人免疫球蛋白	万瓶	/
狂犬病人免疫球蛋白	万瓶	240
人凝血酶原复合物（PCC）	万瓶	162
乙型肝炎人免疫球蛋白	万瓶	/
人纤维蛋白原（0.5g/1.0g）	万瓶	252
人凝血因子 VIII	万瓶	36

资料来源：《博雅生物血液制品智能工厂(一期)建设项目可行性研究报告》，山西证券研究所

表 9：公司智能工厂达产财务指标测算

单位万元	2023 年公司血液制品业务	智能工厂一期项目达产运营期
血浆处理量（吨）	467.3	1200
血液制品营收（亿元）	14.52	34

单位万元	2023 年公司血液制品业务	智能工厂一期项目达产运营期
净利润（亿元）	5.42	10
净利率/预计达产净利率	37%	31%

资料来源：《博雅生物血液制品智能工厂(一期)建设项目可行性研究报告》，公司 23 年年报，山西证券研究所

凝血因子和免疫球蛋白为研究重点，高浓度静丙、vWF 因子、C1 酯酶抑制剂将陆续上市。公司持续研发投入，提升血浆综合利用率。公司以凝血因子类产品和特异性人免疫球蛋白类产品作为重点研究方向，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产品。其中 vWF 因子于 2021 年 8 月获批临床；高浓度静丙于 2021 年 12 月获批临床，C1 酯酶抑制剂于 2023 年 6 月获批临床，预计未来上述产品将陆续上市销售。其他在研产品按计划积极推进，未来智能工厂正式投产后，有望保障更多产品的投产。

表 10：血液制品业务的研发情况

主要研发项目名称	项目进展
静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）研发	已完成临床总结报告，申报生产批件
血管性血友病因子（vWF）研发	临床试验阶段，开展临床病例受试者入组
C1 酯酶抑制剂	2023 年 6 月获得《药物临床试验批准通知书》，开展临床试验
BYSW006 项目	完成中试研究，正在开展病毒灭活验证、稳定性研究、相容性研究、安全性研究等临床前研究工作

资料来源：2023 年公司年报，山西证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

产品的上市与浆站丰富的储备带来公司业绩的确定性。暂不考虑可能的并购与新百药业的剥离，预计公司 2024~2026 年收入 18.9 亿元/20.7 亿元/22.5 亿元，同比-28.6%/9.4%/8.8%。

1) 血液制品业务收入：公司对老浆站加大采浆力度，后续新建浆站也将陆续投产，2024~2026 年采浆量进入较高速增长阶段。我们预计公司血液制品收入随着采浆量提升，静丙、白蛋白等产品销售稳步提高，预计 2024~2026 年公司血液制品收入分别为 15.6 亿元/17.4 亿元/19.3 亿元，同比增长 7.8%/11.4%/11.1%。

2) 生化类药物(新百药业): 公司生化类药物受到集采影响, 并且后续可能会剥离, 存量业务整体稳定。暂不考虑可能的剥离, 我们预期 2024~2026 年生化类药物收入分别为 3.2 亿元、3.2 亿元、3.2 亿元, 同比增长-5.0%/0.0%/0.0%。

表 11: 公司营收预测

( 亿元 , CNY )	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
公司营收	27.6	26.5	18.9	20.7	22.5
同比	4.1%	-3.9%	-28.6%	9.4%	8.8%
公司毛利率	54.7%	53.5%	70.0%	69.9%	70.2%
其中血液制品收入	13.2	14.5	15.6	17.4	19.3
同比	8.7%	10.4%	7.8%	11.4%	11.1%
血液制品毛利率	70.5%	70.0%	70.1%	70.0%	69.9%
其中生化类药物收入(新百药业)	4.4	3.4	3.2	3.2	3.2
同比	-14.3%	-15.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利率	79.3%	76.4%	72.0%	72.0%	72.0%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

我们预计 2024~2026 年公司归母净利润 5.6/6.15/6.75 亿元, 同比增长 135.9%/9.8%/9.8%, PE 为 29.6/27.0/24.6 倍。我们选取公司主要业务血液制品的可比公司卫光生物、派林生物、天坛生物、上海莱士、华兰生物进行比较, 目前公司估值水平基本处于行业平均水平。公司新产品的上市与浆站丰富的储备带来业绩的确定性, 有望带动公司估值上行, 首次覆盖, 给予“买入-B”评级。

表 12: 公司相对估值表

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				市值 (亿元)	
		2023 年	2024E	2025E	2026E	2023 年	2024E	2025E	2026E		
卫光生物	002880.SZ	29.6	1.0	0.8	0.9	1.0	36.4	26.0	21.9	18.2	67.1
派林生物	000403.SZ	28.4	0.8	1.1	1.3	1.5	32.6	26.7	22.3	19.2	208.0
天坛生物	600161.SH	30.1	0.7	0.8	1.0	1.2	45.9	36.5	30.1	25.8	495.5
上海莱士	002252.SZ	7.0	0.3	0.4	0.4	0.4	29.9	20.2	17.1	15.7	467.8
华兰生物	002007.SZ	18.1	0.8	0.9	1.1	1.2	27.7	19.5	16.8	14.7	330.5
平均值								25.8	21.7	18.7	
博雅生物	300294.SZ	32.8	0.5	1.1	1.2	1.3	69.9	29.6	27.0	24.6	165.6

资料来源: iFind 一致预期, 山西证券研究所, (数据截至 2024/6/3 日, 博雅生物 EPS 为山西证券预测, 其它公司为 iFind 一致预期), 山西证券研究所

## 5. 风险提示

### 1) 血浆供应不足的风险

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

### 2) 血液制品新产品研发风险

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

### 3) 血液制品质量控制的风险

产品质量是企业的生命，控制质量风险、持续改进质量，是企业赢得品牌和市场的基本条件。医药产品质量关乎国计民生、用药者生命安全，而一旦企业在生产、销售等环节出现产品质量问题，将导致企业面临整顿、停产的风险。

### 4) 血液制品产品降价的风险

医药政策在常态化推进中潜移默化地推动行业向“从有到优”经营的阶段转型，一致性评价、集采、国谈、医保控费等政策，对于血液制品产品的价格管理存在不确定风险，如果大幅降价会带来较大的业绩风险。

### 5) 新百药业商誉减值风险

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

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6073	6428	6515	7180	7432
现金	1532	1961	2301	2604	3009
应收票据及应收账款	462	210	220	256	307
预付账款	10	5	6	6	7
存货	667	557	557	667	678
其他流动资产	3403	3695	3430	3647	3430
<b>非流动资产</b>	1960	1401	1524	1646	1768
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	640	634	694	759	828
无形资产	350	323	326	324	317
其他非流动资产	970	444	503	562	623
<b>资产总计</b>	8033	7829	8038	8826	9200
<b>流动负债</b>	705	456	236	537	361
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	303	126	121	210	224
其他流动负债	402	330	115	327	136
<b>非流动负债</b>	43	52	47	43	38
长期借款	0	22	18	13	9
其他非流动负债	43	29	29	29	29
<b>负债合计</b>	748	508	283	579	399
少数股东权益	99	1	26	54	84
股本	504	504	504	504	504
资本公积	4065	4063	4063	4063	4063
留存收益	2616	2753	3084	3426	3790
归属母公司股东权益	7186	7320	7729	8192	8717
<b>负债和股东权益</b>	8033	7829	8038	8826	9200

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	596	642	617	588	687
净利润	445	248	585	643	706
折旧摊销	107	110	91	105	120
财务费用	-25	-30	-46	-54	-63
投资损失	-39	-14	-25	-24	-23
营运资金变动	46	55	29	-62	-23
其他经营现金流	62	273	-17	-19	-30
<b>投资活动现金流</b>	-560	14	-171	-184	-189
<b>筹资活动现金流</b>	-85	-237	-106	-102	-93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.47	1.11	1.22	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.27	1.22	1.17	1.36
每股净资产(最新摊薄)	14.25	14.52	15.33	16.25	17.29

### 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2759	2652	1893	2071	2253
营业成本	1251	1253	557	612	672
营业税金及附加	22	20	15	16	17
营业费用	695	583	454	493	532
管理费用	230	195	170	186	203
研发费用	50	68	85	93	101
财务费用	-25	-30	-46	-54	-63
资产减值损失	-56	-332	0	0	0
公允价值变动收益	5	86	17	19	30
投资净收益	39	14	25	24	23
<b>营业利润</b>	532	355	699	767	843
营业外收入	6	4	0	0	0
营业外支出	6	5	0	0	0
<b>利润总额</b>	532	354	699	767	843
所得税	87	106	114	125	137
<b>税后利润</b>	445	248	585	643	706
少数股东损益	13	11	25	28	30
<b>归属母公司净利润</b>	432	237	560	615	675
EBITDA	593	407	727	799	879

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.1	-3.9	-28.6	9.4	8.8
营业利润(%)	20.1	-33.3	96.8	9.8	9.8
归属于母公司净利润(%)	25.4	-45.1	135.9	9.8	9.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	54.7	52.8	70.6	70.4	70.2
净利率(%)	15.7	9.0	29.6	29.7	30.0
ROE(%)	6.1	3.4	7.5	7.8	8.0
ROIC(%)	5.6	2.8	6.8	7.1	7.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	9.3	6.5	3.5	6.6	4.3
流动比率	8.6	14.1	27.6	13.4	20.6
速动比率	7.5	12.7	24.9	12.0	18.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	6.0	7.9	8.8	8.7	8.0
应付账款周转率	4.3	5.8	4.5	3.7	3.1
<b>估值比率</b>					
P/E	38.4	69.9	29.6	27.0	24.6
P/B	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	20.3	27.8	15.2	13.4	11.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

