

2024年06月21日

证券研究报告·公司研究报告

博雅生物(300294) 医药生物

当前价: 32.85元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

央企入主浆量增, 聚焦血制盈利强

投资要点

- 推荐逻辑: 1) 央企入主浆量增。**2021年华润医药以48亿元控股博雅生物。华润入主后公司力争将浆站数量在十四五期间拓展至30个以上。若上述目标达成, 我们预计公司长期浆量空间将超过千吨。**2) 聚焦血制盈利强。**2023年公司人白、静丙、纤原收入占比分别为36.2%、36.7%、34.6%。2023年纤原PDB销售额占比为35%。2023年公司吨浆收入约320万元, 吨浆净利约98万元, 均处于行业领先水平。2023年公司分别将天安药业、复大医药出售给华润双鹤、华润医药商业等公司。公司将逐步聚焦血制主业, 有利于进一步释放上市公司利润。**3) 博雅(广东)存整合预期。**2023年4月公司与高特佳、丹霞生物签署战略合作框架协议, 根据协议高特佳将促成公司成为丹霞生物的直接股东。目前丹霞生物正积极推进产品临床开发, 并于2023年实现盈利。
- 华润集团重金入主, 赋能十四五浆源开拓。**2021年华润医药以48亿元收购公司29%股份, 成为公司控股股东。公司目前现有16个浆站, 14个在采。华润医药入主后公司拓展浆站积极开展工作。根据公告, 公司力争将浆站数量在十四五期间拓展至30个以上。若上述目标达成, 我们预计公司长期浆量空间将超过千吨。公司亦有望借助股东资源并购整合进一步扩大血浆资源。2023年4月公司与高特佳、丹霞生物签署关于签署战略合作框架协议。根据协议, 高特佳将促成博雅生物成为丹霞生物的直接股东。目前丹霞生物正积极推进产品临床开发, 并于2023年实现盈利。
- 品种结构特色鲜明, 盈利能力行业领先。**公司血制品销售以人白、静丙、纤原为主, 上述产品收入占血制品收入的比例超过90%。2023年公司人白、静丙、纤原收入占比分别为36.2%、36.7%、34.6%。公司纤原市占率行业领先, 2023年纤原PDB销售额占比为35%。2023年公司吨浆收入约320万元, 吨浆净利约98万元, 均处于行业领先水平。人凝血酶原复合物、人凝血因子VIII于近年上市, 将为公司带来新的增长点。2023年公司分别将天安药业、复大医药出售给华润双鹤、华润医药商业等公司。根据公司2024年4月公告的机构调研纪要, 对于其他非血液制品业务, 公司将多渠道、多方式推进新百药业和博雅欣和的资产处置工作。预计随着相关业务的剥离出表, 博雅生物的盈利能力将大幅改善。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年营业收入分别为19.1、20.9和23.1亿元, 归母净利润分别为5.7、6.4和7.3亿元, 对应PE分别为28、25和22倍。公司血制品业务盈利突出, 浆量拓展潜力大, 首次覆盖, 建议关注。
- 风险提示:**新浆站申请不及预期风险, 产品销售推广不及预期风险, 行业竞争格局恶化风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2651.98	1908.79	2088.87	2312.16
增长率	-3.87%	-28.02%	9.43%	10.69%
归属母公司净利润(百万元)	237.47	572.02	637.78	729.57
增长率	-45.06%	140.89%	11.50%	14.39%
每股收益EPS(元)	0.47	1.13	1.26	1.45
净资产收益率ROE	3.39%	7.59%	7.91%	8.42%
PE	67	28	25	22
PB	2.17	2.03	1.90	1.77

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 王彦迪
执业证号: S1250524040001
电话: 021-68416017
邮箱: wydi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.04
流通A股(亿股)	4.26
52周内股价区间(元)	23.7-36.49
总市值(亿元)	165.65
总资产(亿元)	79.93
每股净资产(元)	14.82

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 博雅生物：华润集团大健康板块的血制品平台	1
2 华润入主，十四五期间浆量扩展可期	3
2.1 华润集团看好血制品行业，重金入主博雅生物.....	3
2.2 乘十四五春风，华润集团赋能浆源开拓.....	3
2.3 博雅（广东）存注入预期，或大幅提升公司浆量来源.....	5
3 品种结构出色盈利能力强，剥离非血制业务释放利润	7
3.1 血制品业务盈利能力突出.....	7
3.2 纤维蛋白原：市场份额领先，利润贡献明显.....	9
3.3 新产品上市放量，在研品种孕育未来增长点.....	10
3.4 剥离非血制品业务释放盈利.....	11
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 相对估值.....	13
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司股权结构及子公司情况	1
图 2: 公司近年营业收入及增速	2
图 3: 公司近年归母净利润及增速	2
图 4: 公司 2023 年主营业务结构情况	2
图 5: 公司三项费用率情况	2
图 6: 血制品上市公司近年浆站数量 (个)	3
图 7: 血制品上市公司近年采浆量 (吨)	3
图 8: 公司历年浆站数量	5
图 9: 公司历年采浆量	5
图 10: 丹霞生物股权结构图	5
图 11: 丹霞生物历史采浆量	6
图 12: 部分公司血制品业务毛利率对比	7
图 13: 部分公司血制品业务净利率对比	7
图 14: 2023 年各公司血制品吨浆收入 (万元/吨)	8
图 15: 2023 年各公司血制品吨浆净利 (万元/吨)	8
图 16: 公司主要血制品收入 (百万元)	9
图 17: 公司主要血制品收入占比	9
图 18: 公司纤原销售额 (百万元)	9
图 19: 纤维蛋白原样本医院销售额 (万元)	9
图 20: 纤维蛋白原历年样本医院销售额占比	10
图 21: 2023 年纤维蛋白原样本医院销售额占比	10
图 22: 公司纤维蛋白原历年平均中标价格 (0.5g/瓶)	10
图 23: 公司纤维蛋白原历年平均中标情况 (0.5g/瓶)	10
图 24: 公司 PCC 样本医院销售额	11
图 25: 2023 年我国八因子批签发批次占比	11
图 26: 血制品业务净利润 vs 公司归母净利润 (百万元)	12
图 27: 血制品业务净利率 vs 公司归母净利率	12

表 目 录

表 1: 博雅生物发展历史.....	1
表 2: 华润医药收购博雅生物历程.....	3
表 3: 公司在手浆站设置县级批文.....	4
表 4: 博雅生物浆站概览.....	4
表 5: 丹霞生物发展历史.....	6
表 6: 公司获批血制品产品.....	7
表 7: 公司在研血制品产品临床试验.....	7
表 8: 公司主要血制品.....	8
表 9: 公司主要新上市及在研品种.....	10
表 10: 公司非血制业务剥离进度.....	12
表 11: 分业务收入及毛利率.....	13
表 12: 可比公司估值.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 博雅生物：华润集团大健康板块的血制品平台

江西博雅生物制药有限公司成立于 1993 年，专业从事血液制品生产。公司于 2001 年完成股份公司改制。2007 年公司控股股东变更为高特佳投资。2012 年公司在深交所创业板上市。上市之后，公司以血制品业务为主业，开始布局制药业务，2013 年收购天安药业，布局糖尿病业务；2015 年收购南京新百药业，布局生化类药物；2017 年，公司收购广东复大医药，布局血制品经销业务。

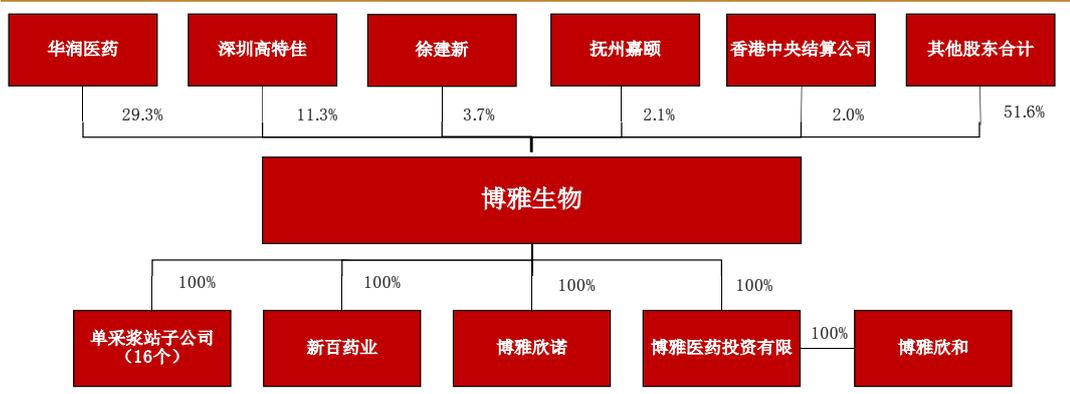
表 1：博雅生物发展历史

时间	事件
1993 年	江西省地方省/市/县区卫生厅/局共同出资成立博雅生物，前身为江西省抚州市血站
2000 年	临川市国资局将其持有的公司股份转让给瑞泽网络，后者成为公司控股股东
2001 年	完成股份公司改制
2004 年	瑞泽网络将公司股份转让给科瑞天诚，后者成为公司控股股东
2007 年	科瑞天诚将公司股份转让给南昌合瑞，后者成为公司控股股东
2007 年	高特佳投资以 9520 万元向南昌合瑞和江西新兴生物收购公司 85% 股份，成为公司控股股东
2009 年	公司生产基地搬迁至江西省抚州市并通过 GMP 认证
2012 年	公司登录深交所创业板
2013 年	收购天安药业，进军糖尿病药物领域
2014 年	设立博雅欣和，定位原料药制剂一体化
2015 年	收购南京新百，进军骨科/产科药物领域
2017 年	收购血制品经销商复大医药
2021 年	华润医药以 23.1 亿元向高特佳投资收购 6933 万股上市公司股份，收购完成后华润医药持有上市公司 16% 的股份
2021 年	华润医药以 24.6 亿元认购博雅生物增发的 7831 万股新股，认购完成后华润医药持有上市公司 28.9% 的股份，成为公司控股股东
2023 年	公司分别剥离复大医药、天安药业

数据来源：博雅生物官网，Wind，西南证券整理

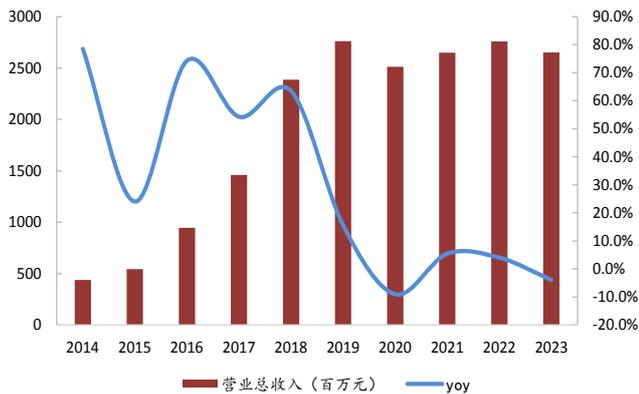
2021 年 11 月华润医药完成对公司的收购，成为公司控股股东。华润医药将以博雅生物为华润大健康板块的血液制品平台，推动国内血液制品行业资源整合，将博雅生物打造“成为世界一流血液制品企业”。目前华润医药持有公司股份比例为 29.3%，高特佳投资、徐建新分别持有公司 11.3%、3.7% 的股份。

图 1：公司股权结构及子公司情况

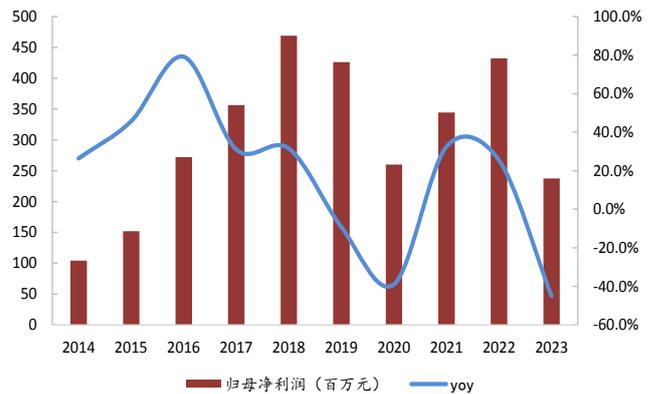


数据来源：Wind，西南证券整理

公司近年收入增速平稳，非血制品业务加大利润波动率。2014-2018年，公司收入、净利润高速增长，期间年复合增速分别为 58%和 42%，主要系药品价格管制放开及公司新产品放量等因素带动。2019 年以来公司收入整体保持平稳，净利润波动较大，主要系新冠疫情及非血制品业务影响。2023 年公司实现收入 26.5 亿元，同比下降 4%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比下降 45%，净利润下滑加大主要系计提南京新百商誉减值损失 3 亿元。

图 2：公司近年营业收入及增速


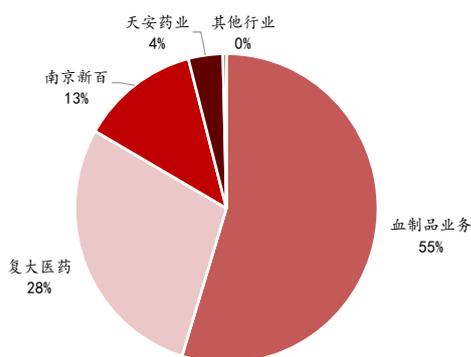
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司近年归母净利润及增速


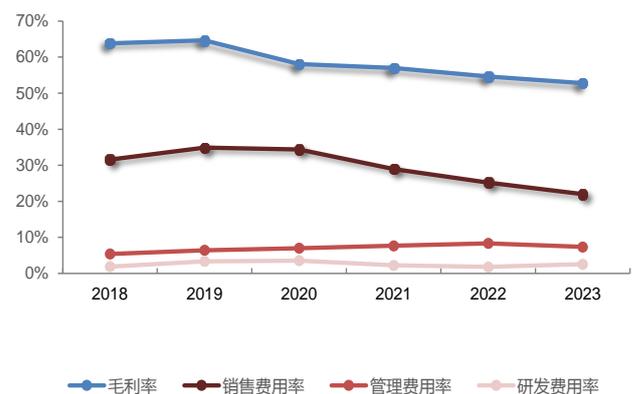
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务主要有母公司的血液制品、天安药业的糖尿病用药、新百药业的生化类用药、博雅欣和的化学药以及复大医药的经销业务。2023 年公司血制品、复大医药经销、南京新百生化类药物、天安药业糖尿病用药四大主营业务收入分别为 14.5、7.6、3.4 和 1 亿元，分别占比 55%、28%、13%和 4%。

2023 年公司销售费用率为 22%，2017-2019 年销售费用率受公司营销网络扩建等因素持续提升。随着公司对整体费用的控制，目前销售费用率、财务费用率、管理费用率均趋于稳定。

图 4：公司 2023 年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司三项费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 华润入主，十四五期间浆量扩展可期

2.1 华润集团看好血制品行业，重金入主博雅生物

华润医药通过收购获得博雅生物控制权。2021年7月，华润医药向高特佳收购6933万股博雅生物股份，同时高特佳将5705万股表决权委托给华润医药。2021年11月，博雅生物向华润医药发行7831万股新股，发行完成后华润医药持有博雅1.48亿股股份，持股占比为28.9%，成为公司控股股东。

表 2：华润医药收购博雅生物历程

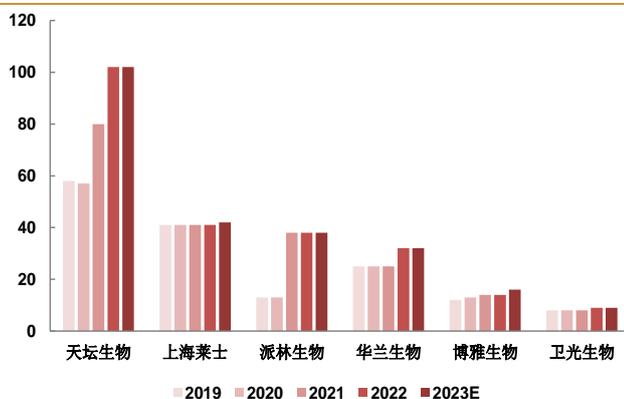
时间	事件	主要内容
2020年9月30日	签订投资框架协议	华润医药拟收购高特佳持有的上市公司股份6933万股；购买博雅发行的新股8666万股。按照上述方案华润将持有公司股份1.56亿股，占比30%；华润接受高特佳5705万股的表决权委托，占比10.97%
2021年1月15日	收购通过反垄断审查	本次收购通过国家市场监督管理总局反垄断审查
2021年5月7日	签订收购补充协议	收购高特佳股份的价格修改为33.33元，对应标的总价款23.1亿元
2021年7月6日	国资委批准收购	-
2021年7月15日	完成股权收购	收购高特佳股权完成过户
2021年7月15日	修订发行方案	上市公司派发股利，向华润发行股份数量改为8683万股，价格改为31.37元/股
2021年9月1日	修订发行方案	董事会决议将发行数量改为7831万股
2021年11月22日	上市公司向华润发行股份完成	向华润发行新股7831万股，发行价格为31.37元/股，募资24.57亿元，发行完成后华润持股1.48亿股，持股占比28.86%，成为公司控股股东

数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 乘十四五春风，华润集团赋能浆源开拓

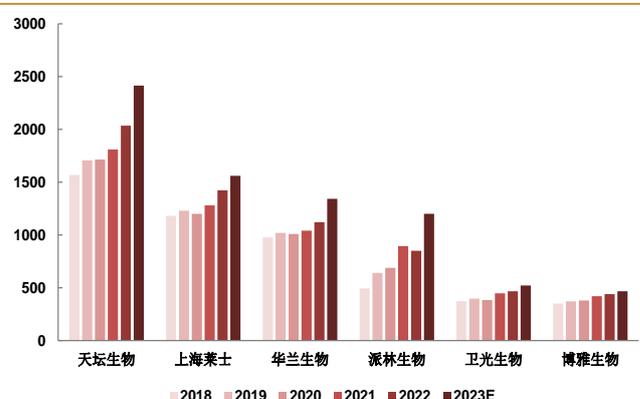
十四五期间我国浆站数量有望快速增长，疫情后浆量增长提速可期。从上市公司来看，2020-2023年以来各企业浆站数量均有明显增加。我们预计十四五期间相关企业浆站数量将继续增长。根据博雅生物年报，2023年我国采浆量12079吨，同比增长18.6%，疫情后国内采浆增长显著提速。预计随着近年新获批浆站的陆续投采，行业浆量将加速增长。

图 6：血制品上市公司近年浆站数量（个）



数据来源：各公司年报，西南证券整理；注：含在建浆站和分站

图 7：血制品上市公司近年采浆量（吨）



数据来源：各公司年报，西南证券整理

华润医药系央企控股企业，经营业务广泛。华润医药成立于 2007 年，于 2016 年登陆港交所上市。华润医药是我国领先的综合型医药集团企业，中国第二大医药制造企业及第二大医药分销企业。公司下辖华润三九、双鹤药业、东阿阿胶、紫竹药业等多个知名品牌。华润医药控股股东为华润集团，系历史悠久的国有重点企业，业务横跨大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业等六大领域。

华润入主利好公司浆站开拓。华润医药入主后，上市公司明确了扩大原料血浆规模的重要性，就拓展浆站积极开展工作。根据公司公告，公司力争将浆站数量在十四五期间拓展至 30 个以上。假设上述目标达成，参考我国浆站采浆情况，再假设单个浆站年采浆量在 30-40 吨/年，则公司浆量长期空间约为 900-1200 吨。

表 3：公司在手浆站设置县级批文

所属省份	预计建设数量
内蒙古	5 家
山东省	3 家
湖北省	1 家
河北省	1 家
河南省	1 家
黑龙江省	5 家
山西省	3 家

数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年新获批两浆站，2024 年有望开采。公司目前现有 16 个浆站，14 个在采。从地区分布来看，公司 12 个浆站位于江西省，2 个浆站位于四川省，山西省和海南省各有一个建站。目前公司有 14 个浆站在采，阳城浆站于 2021 年 12 月获批设置，于 2023 年 6 月获批开采。泰和、乐平浆站均于 2023 年 9 月获批设置，有望于 2024 年获批开采。

表 4：博雅生物浆站概览

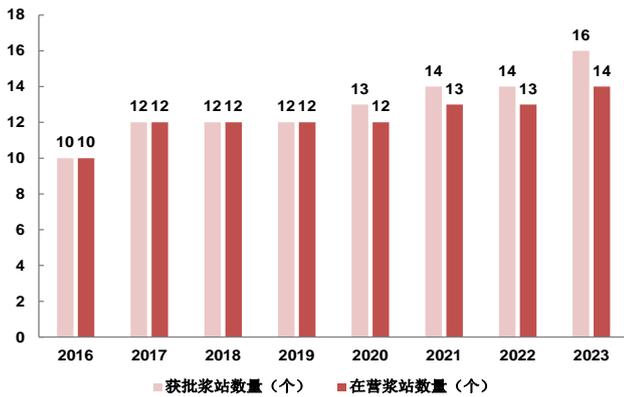
序号	浆站	位置	获批设置时间	获采浆证时间
1	南城浆站	江西省抚州市南城县	2000 年收购，2006 年改制	-
2	崇仁浆站	江西省抚州市崇仁县	2007 年浆站改制收购	-
3	金溪浆站	江西省抚州市金溪县	2007 年浆站改制收购	-
4	南康浆站	江西省南康市	2007 年浆站改制收购	-
5	岳池浆站	四川省广安市岳池县	2010.5	2012.5
6	邻水浆站	四川省广安市邻水县	2013.4	2015.6
7	信丰浆站	江西省赣州市信丰县	2014.12	2015.2
8	丰城浆站	江西省丰城市梅林镇	2014.12	2015.2
9	于都浆站	江西省赣州市于都县	2016.1	2016.3
10	都昌浆站	江西省九江市都昌县	2016.1	2016.5
11	乐安浆站	江西省抚州市乐安县	2017.8	2017.9
12	广昌浆站	江西省抚州市广昌县	2017.8	2017.9
13	屯昌浆站	海南省屯昌直辖区	2020.5	2021.5
14	阳城浆站	山西省晋城市阳城县	2021.12	2023.6
15	泰和浆站	江西省泰和县	2023.9	

序号	浆站	位置	获批设置时间	获采浆证时间
16	乐平浆站	江西省乐平县	2023.9	

数据来源：公司公告，西南证券整理

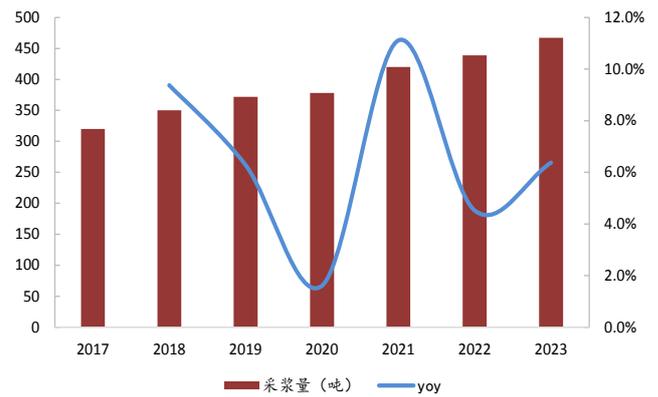
公司近年浆量稳健增长，2024 年有望提速。2023 年公司实现采浆 467 吨，同比增长 6%。近五年公司采浆增长稳健，浆量年复合增长率为 6%。随着阳城浆站的采浆爬坡，以及新浆站的陆续投采，预计公司 2024 年浆量增长有望提速。

图 8：公司历年浆站数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司历年采浆量

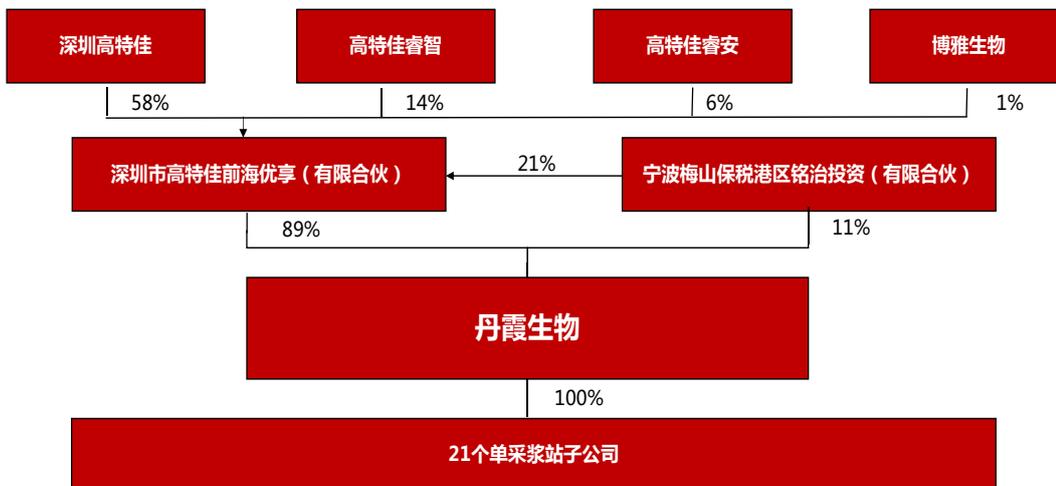


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 博雅（广东）存注入预期，或大幅提升公司浆量来源

博雅生物关联方控股丹霞生物，未来有望重组注入上市公司。除新设浆站外，博雅生物亦有望借助股东资源并购整合进一步扩大血浆资源。丹霞生物成立于 2002 年，主营血液制品的生产与销售。目前丹霞生物的大股东为高特佳前海优享基金，其持股比例为 89%。前海优享基金的合伙人包括深圳高特佳、博雅生物等。

图 10：丹霞生物股权结构图



数据来源：Wind，西南证券整理

签订战略合作框架协议，推动丹霞生物股权合作。2023年4月，博雅生物与高特佳、丹霞生物签署战略合作框架协议。根据协议，高特佳将促成博雅生物成为丹霞生物的直接股东；若前海优享基金或丹霞生物股权结构变动（包括股权转让、股权增资），高特佳将促成博雅生物享有优先合作权。

2017年，博雅生物联合参与当时控股股东高特佳集团成立并购基金前海优享，从而间接持有了广东丹霞生物的股权。根据国家企业信用信息公示系统，高特佳前海优享基金于2016年12月收购了丹霞生物99%的股权。2019年7月丹霞生物更名为“博雅生物制药(广东)有限公司”(下文统称丹霞生物)。

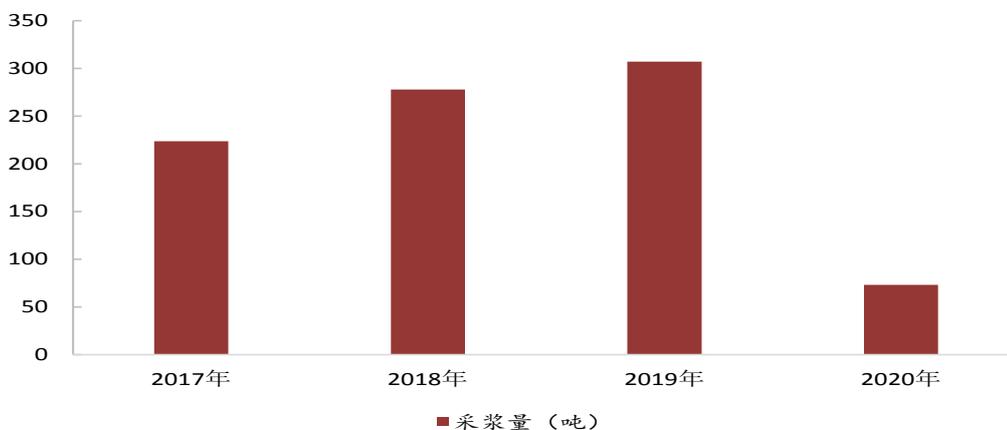
表 5：丹霞生物发展历史

时间	事件
2016.12	高特佳前海优享基金收购丹霞生物 99% 股权
2017.2	国家药监局对丹霞生物进行飞行检查
2017.4	国家药监局宣布收回丹霞生物 GMP 证书
2017.4	高特佳参股前海优享基金
2017.5	丹霞生物与博雅签订供浆协议，但供浆未获监管批准
2019.4	丹霞生物与博雅签订供浆协议，但供浆未获监管批准
2019.8	丹霞生物重获 GMP 证书
2023.4	博雅生物与高特佳、丹霞生物签署战略合作框架协议
2024.1	前海优享基金持有的丹霞生物股份比例变更为 89%

数据来源：国家企业信用信息公示系统，国家药监局，公司公告，Wind，西南证券整理

采浆许可证续证工作持续推进，丹霞生物采浆能力逐步恢复。根据公司2021年7月公告的机构调研纪要，2021年丹霞生物共拥有25个血浆采集点，其中17个单采血浆站，8个分站。其中一个浆站在广西荔浦，其他浆站均在广东省内。广东境内因部分浆站涉及区域调整，影响浆站续证工作的推进。根据公司2024年3月公告的机构调研纪要，目前丹霞生物已有9个浆站开采，其余8个浆站的采集恢复工作也在积极推进。根据公司公告，2017-2019年丹霞生物分别实现采浆224、278、307吨，丹霞未来血浆采集潜力较大。

图 11：丹霞生物历史采浆量



数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年丹霞生物扭亏为盈。根据工商信息及公司公告，2016 年丹霞生物实现营收 5264 万元，净亏损 7412 万元。2017 年国家药监局对丹霞生物进行飞行检查并收回公司《药品 GMP 证书》。受此影响，丹霞生物暂停相关血制品的生产，2019 年 8 月，丹霞生物重新获得 GMP 证书。根据 2024 年 4 月博雅生物公告的机构调研公告，丹霞生物于 2023 年实现盈利。

丹霞生物现有品种较少。从产品品种来看，丹霞生物曾获批人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等 6 个品种。然而其静丙、狂免、组免等产品批准文号均已过期。根据中检院数据，2023 年丹霞生物仅有人白、肌丙两个品种获批签发。

表 6：公司获批血制品产品

通用名	剂型	首次上市年份	最新批准年份	批文状态
人血白蛋白	注射剂	2012	2022	有效
人免疫球蛋白	注射剂	2012	2022	有效

数据来源：医药魔方，西南证券整理

丹霞生物积极推进静丙、八因子、纤原等产品研发。根据国家药监局数据，丹霞生物正就静丙、纤原等产品开展三期临床试验。未来若相关品种实现上市销售，丹霞生物净利率有望大幅提升。

表 7：公司在研血制品产品临床试验

产品名称	目前临床研究阶段	适应症	首例患者入组时间
静脉注射人免疫球蛋白	3 期临床研究	原发免疫性血小板减少症 (ITP)	2023-05-19
人纤维蛋白原	3 期临床研究	先天性纤维蛋白原减少或缺乏症	2024-04-22

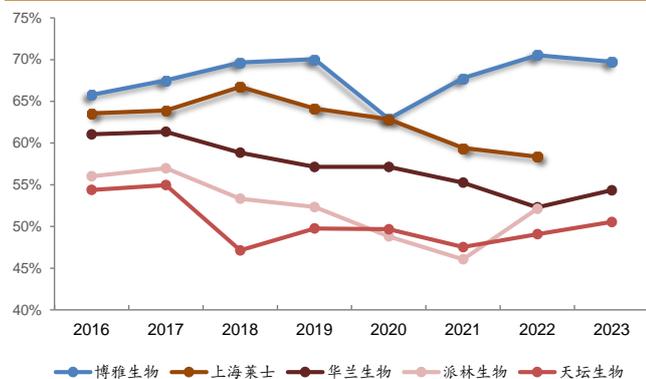
数据来源：医药魔方，西南证券整理

3 品种结构出色盈利能力强，剥离非血制业务释放利润

3.1 血制品业务盈利能力突出

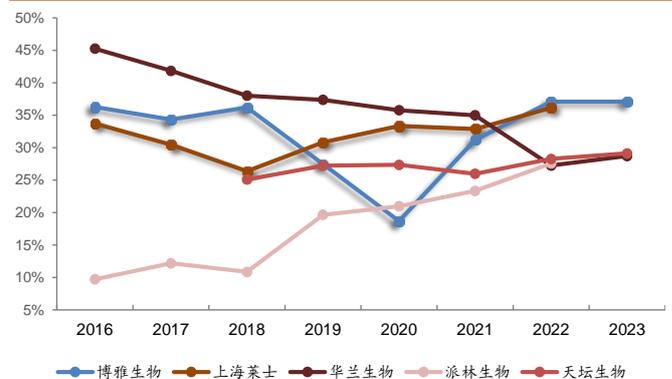
博雅生物血制品业务利润率行业领先。2023 年公司血制品业务毛利率为 69.7%，毛利率常年保持在 65%-70% 区间。横向对比来看，博雅生物毛利率为 A 股血制品上市公司最高。从净利率来看，2022 年博雅生物净利率为 37%，系 A 股血制品上市公司最高。

图 12：部分公司血制品业务毛利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

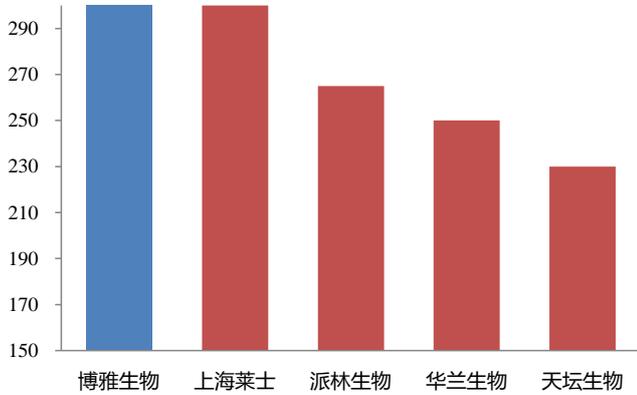
图 13：部分公司血制品业务净利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理；注：上海莱士、派林生物部分年度数据系剔除投资收益、资产减值损失影响后的净利率

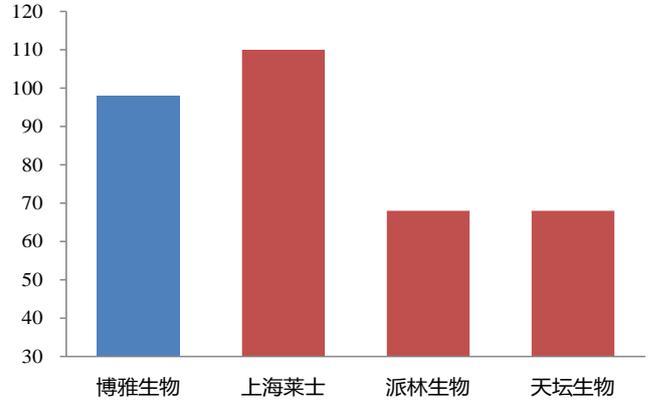
公司吨浆效率行业领先。公司 2023 年吨浆收入约 320 万元，吨浆净利约 98 万元，均处于行业领先水平。

图 14：2023 年各公司血制品吨浆收入（万元/吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 15：2023 年各公司血制品吨浆净利（万元/吨）



数据来源：Wind, 西南证券整理

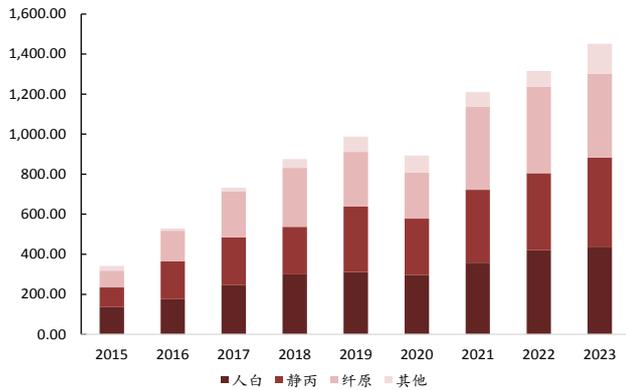
博雅生物血制品种包括有白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子 3 大类，以人白、静丙、纤原为主，上述产品收入占血制品收入的比例超过 90%。

表 8：公司主要血制品

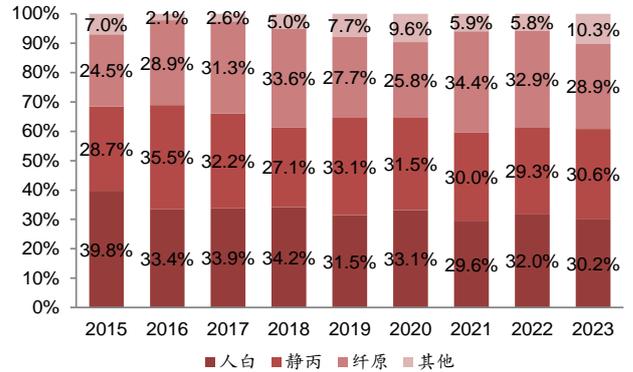
分类	品种	应用领域和功能
白蛋白	人血白蛋白	血浆中含量最多的蛋白质，约占血浆蛋白 60%；具有调节血浆渗透压、运输、解毒和营养供给功能；适用于癌症化疗或者放疗患者、低蛋白血症、烧伤、失血创伤引起的休克，肝病、糖尿病患者，可用于心肺分流术、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	预防麻疹和传染性肝炎、若与抗生素合并使用，可提高对某些细菌和病毒感染的疗效
	静注人免疫球蛋白	使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性，临床适应症较多。适用于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷症和自身免疫疾病等
	冻干静注人免疫球蛋白	适于原发性免疫球蛋白缺乏症继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等
	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、被抓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；产后大量出血和因大手术、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。

数据来源：公司官网，西南证券整理

2023 年公司人白、静丙、纤原收入占比分别为 30.2%、30.6%、28.9%。纤原收入占比在 2015-2018 年快速提升，2019-2020 年有所波动，2021 年以来保持相对稳定。

图 16: 公司主要血制品收入 (百万元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

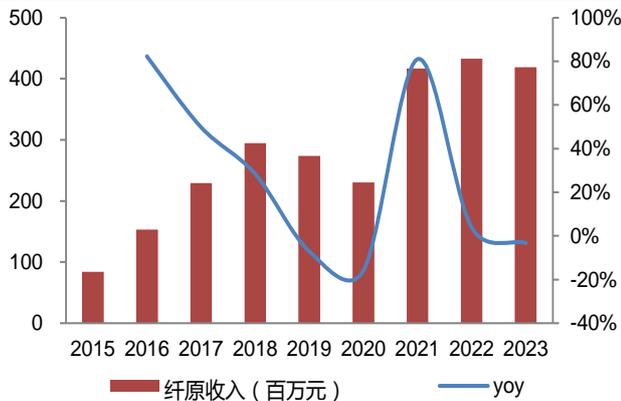
图 17: 公司主要血制品收入占比


数据来源: Wind, 西南证券整理

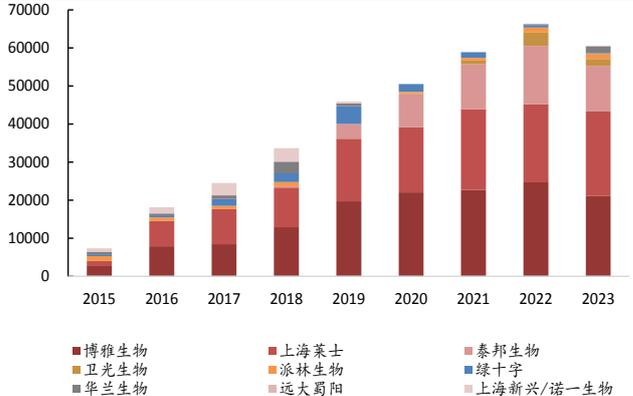
3.2 纤维蛋白原: 市场份额领先, 利润贡献明显

凝血因子在血液含量最少, 凝血因子类产品主要用于止血, 提取难度较大, 目前国内只有部分企业能从血浆中提取、生产凝血因子类产品。纤维蛋白原主要由肝细胞合成的、具有凝血功能的蛋白质, 是血浆中含量最高的凝血因子。

公司纤维蛋白原收入从 2015 年的 0.8 亿元增长到 2023 年的 4.2 亿元, 期间复合增速为 22%。

图 18: 公司纤原销售额


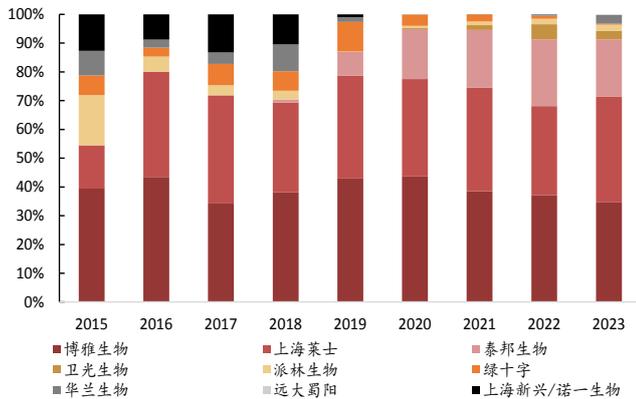
数据来源: 中检院, 西南证券整理

图 19: 纤维蛋白原样本医院销售额 (万元)


数据来源: PDB, 西南证券整理

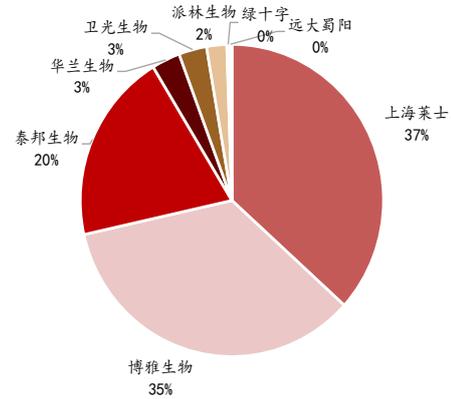
从样本医院销售额来看, 博雅生物纤原市占率居行业领先水平。2023 年, 博雅生物纤原 PDB 销售额占比为 35%。

图 20: 纤维蛋白原历年样本医院销售额占比



数据来源: PDB, 西南证券整理

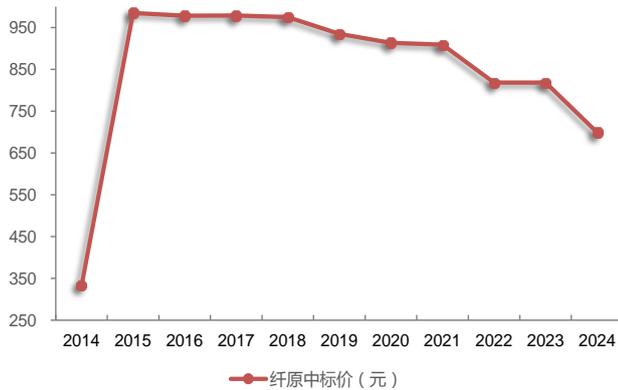
图 21: 2023 年纤维蛋白原样本医院销售额占比



数据来源: PDB, 西南证券整理

血制品集采对公司纤原价格影响温和。公司人纤维蛋白原中标价格近年来稳中略降。2015-2021 年, 公司纤原 (0.5g/瓶) 终端中标价位于 900-1000 元/瓶区间。2022 年 5 月广东省联盟集采公布, 博雅生物纤维蛋白原 (0.5g/瓶) 以 699 元/瓶的价格中标。随着全国各集采联盟的血制品集采推进, 预计全国纤原价格进一步联动。2021 年集采前公司纤原平均中标价格约 900 元, 公司纤原价格受集采影响相对温和。

图 22: 公司纤维蛋白原历年平均中标价格 (0.5g/瓶)



数据来源: 医药魔方, 西南证券整理

图 23: 公司纤维蛋白原历年平均中标情况 (0.5g/瓶)



数据来源: 医药魔方, 西南证券整理

3.3 新产品上市放量, 在研品种孕育未来增长点

公司创新引擎全速发动, 围绕“科技创新体系建设行动”, 持续加大研发投入, 丰富在研管线, 推进多项产品的临床开发及商业化工作。

表 9: 公司主要新上市及在研品种

产品	研发阶段
人凝血酶原复合物	2020 年 12 月获批上市
人凝血因子 VIII	2022 年 8 月获批上市
血管性血友病因子 (vWF)	临床试验阶段, 开展临床病例受试者入组
高纯静丙	临床试验阶段, 开展临床病例受试者入组

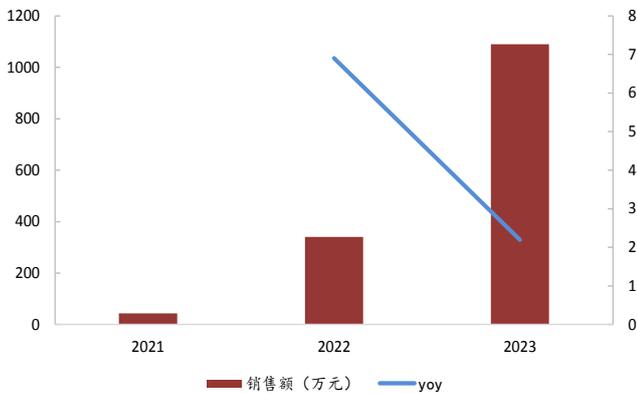
产品	研发阶段
C1 酯酶抑制剂	2023 年 6 月获批进行临床试验，目前开展临床试验

数据来源：公司公告，西南证券

PCC 上市后逐步放量。公司的人凝血酶原复合物于 2020 年 12 月获批上市。PCC 也称为因子 IX 复合物，是血浆来源的凝血因子提取物，最初被用于治疗 IX 因子缺乏，因为 PCC 还含有凝血因子 II，VII，和 X，因此 PCCs 更加被推荐用于纠正华法林引起的凝血异常，以及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）。公司产品上市后，销售收入快速增长。

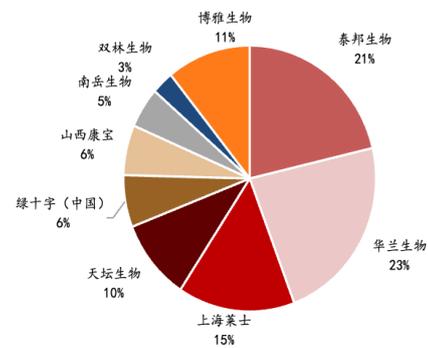
人凝血因子 VIII 2023 年实现批签发。公司人凝血因子 VIII 于 2022 年 8 月获批上市，并于 2023 年首次实现批签发。根据中检院数据，全年该产品共获得批签发 46 批，根据公司年报该产品获得批签发 23 万瓶。从批次数据来看，2023 年公司八因子产量占比约为 11%。

图 24：公司 PCC 样本医院销售额



数据来源：PDB，西南证券整理

图 25：2023 年我国八因子批签发批次占比

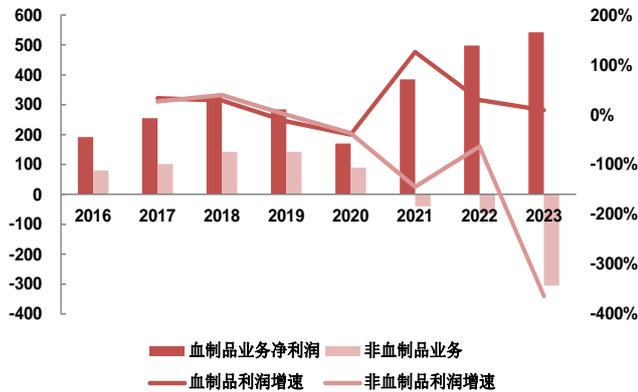


数据来源：PDB，西南证券整理

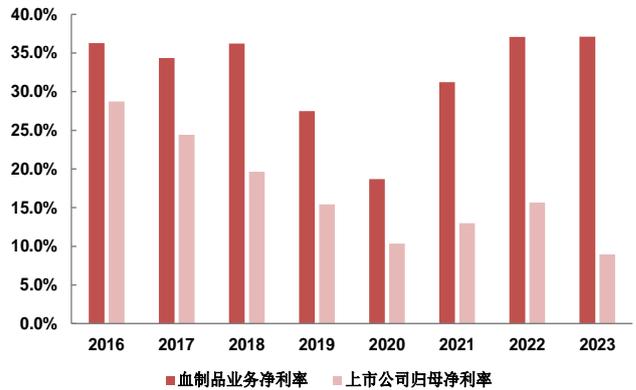
多项创新血制品处于临床开发阶段。公司持续关注技术前沿，聚焦开展“长线”和“短线”相结合的研发创新。目前血管性血友病因子 (vWF)、高纯静丙、C1 酯酶抑制剂等多项创新血制品处于临床开发阶段，未来相关产品若成功上市销售将为公司贡献新的业绩增长点。

3.4 剥离非血制品业务释放盈利

非核心业务拖累公司利润率。2013-2017 年，公司陆续收购了天安药业、新百药业、复大医药，布局糖尿病药物、生化类药物、血制品经销业务等。近年来受国家药品集采、两票制等市场政策因素影响，上述业务板块经营承压，利润有所下降，2021-2023 年均录得亏损，2023 年公司非血制品业务录得亏损 3 亿元。公司血制品业务净利率优异，非血制业务净利率相对较低，相关业务拖累了公司整体利润率水平。

图 26: 血制品业务净利润 vs 公司归母净利润 (百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 血制品业务净利率 vs 公司归母净利润


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司聚焦血液制品的发展, 逐步剥离非血制业务。2023 年公司分别将天安药业、复大医药出售给华润双鹤、华润医药商业等公司。根据公司 2024 年 4 月公告的机构调研纪要, 对于其他非血液制品业务, 公司将多渠道、多方式推进新百药业和博雅欣和的资产处置工作。预计随着相关业务的剥离出表, 博雅生物的盈利能力将大幅改善。

表 10: 公司非血制业务剥离进度

公司名称	业务领域	收购/成立时间	2023 年 营收	2023 年 净利润	剥离时间	剥离前持股比例	剥离方式	出售对价
天安药业	糖尿病药物	2013 年	9744 万元	1496 万元	2023 年 10 月	90% 股权	出售给华润双鹤	2.6 亿元
欣和药业	原料药制剂一体化	2014 年	-	-	/	-	-	-
南京新百	生化药业	2015 年	3.4 亿元	2395 万元	/	-	-	-
复大医药	血制品经销	2017 年	7.6 亿元	4013 万元	2023 年 9 月	75% 股权	出售给华润医药商业	3.6 亿元

数据来源: Wind, 西南证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 假设公司 2024-2026 年采浆量分别同比增长 14%、10%、18%, 则对应投浆量分别增长 10%、12%、14%。

假设 2: 假设 2024-2026 年公司人血白蛋白收率为 2650 瓶/吨, 则期间人白批签发量增速分别为 18%、12%和 14%, 假设期间人白库存水平稳定, 出厂价分别同比增长 -8%、-0%、-3%。

假设 3: 2024-2026 年公司静丙收率为 2200 瓶/吨, 则期间静丙批签发量增速分别为 13%、13%和 15%, 假设期间静丙库存水平稳定, 出厂价分别同比增长 -3%、-1%、-1%。

假设 4: 2024-2026 年公司纤原销量分别同比增长 10%、12%、14%, 出厂价分别同比增长 -5%、-2%、-1%。

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
人血白蛋白	收入	438.19	476.59	533.62	593.64
	增速	4.3%	8.8%	12.0%	11.2%
	毛利率	65.4%	63.4%	63.4%	63.4%
静丙	收入	444.7	483.5	539.8	616.0
	增速	15.6%	8.7%	11.6%	14.1%
	毛利率	66.6%	64.6%	64.6%	64.6%
纤原	收入	419	437.5	482.0	543.7
	增速	-3.2%	4.4%	10.2%	12.8%
	毛利率	75.9%	71.5%	71.5%	71.5%
其他业务	收入	1350	511.2	533.5	558.8
	增速	-11.3%	-62.1%	4.4%	4.7%
	毛利率	36.9%	72.7%	72.3%	71.9%
合计	收入	2652	1908.8	2088.9	2312.2
	增速	-3.9%	-28%	9.4%	10.7%
	毛利率	52.8%	68.1%	67.9%	67.7%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 19.1、20.9 和 23.1 亿元，归母净利润分别为 5.7、6.4 和 7.3 亿元。

4.2 相对估值

我们选取了行业中与博雅生物业务最为相近的三家公司，2024 年三家公司平均 PE 为 28 倍，公司血制品业务盈利突出，浆量拓展潜力大，首次覆盖，建议关注。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23E	24E	25E	26E
002252	上海莱士	7.53	0.27	0.36	0.41	0.45	28	21	18	17
000403	派林生物	28.06	0.84	1.06	1.27	1.48	33	26	22	19
600161	天坛生物	30.73	0.67	0.83	1.00	1.17	46	37	31	26
平均值							36	28	24	21

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

新浆站申请不及预期风险，产品销售推广不及预期风险，行业竞争格局恶化风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2651.98	1908.79	2088.87	2312.16	净利润	248.15	597.75	666.47	762.39
营业成本	1252.86	609.55	671.48	747.23	折旧与摊销	110.39	112.00	112.25	112.54
营业税金及附加	20.07	14.69	15.99	17.73	财务费用	-30.49	-13.36	-16.71	-20.81
销售费用	582.59	343.58	376.00	393.07	资产减值损失	-329.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	194.85	267.23	271.55	289.02	经营营运资本变动	29.99	163.55	-66.10	-54.03
财务费用	-30.49	-13.36	-16.71	-20.81	其他	613.36	-33.37	-24.28	-19.45
资产减值损失	-329.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	641.73	826.58	671.63	780.64
投资收益	14.01	25.32	23.79	22.67	资本支出	446.50	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	85.74	0.00	0.00	0.00	其他	-432.25	81.50	5.06	28.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	14.25	71.50	-4.94	18.91
营业利润	355.23	712.42	794.36	908.60	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.51	-0.81	-0.94	-0.99	长期借款	22.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	353.71	711.61	793.42	907.61	股权融资	-2.50	0.00	0.00	0.00
所得税	105.56	113.86	126.95	145.22	支付股利	-82.90	-47.49	-114.40	-127.56
净利润	248.15	597.75	666.47	762.39	其他	-173.39	8.38	12.44	16.55
少数股东损益	10.68	25.73	28.69	32.82	筹资活动现金流净额	-236.65	-39.12	-101.96	-111.00
归属母公司股东净利润	237.47	572.02	637.78	729.57	现金流量净额	419.33	858.96	564.73	688.55
资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1961.48	2820.44	3385.16	4073.71	成长能力				
应收和预付款项	478.91	361.48	388.95	433.14	销售收入增长率	-3.87%	-28.02%	9.43%	10.69%
存货	556.94	287.12	312.27	348.87	营业利润增长率	-33.25%	100.55%	11.50%	14.38%
其他流动资产	3430.31	3306.28	3325.01	3318.76	净利润增长率	-44.30%	140.89%	11.50%	14.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-29.12%	86.40%	9.72%	12.41%
投资性房地产	0.65	0.65	0.65	0.65	获利能力				
固定资产和在建工程	674.17	598.12	521.81	445.22	毛利率	52.76%	68.07%	67.85%	67.68%
无形资产和开发支出	395.15	372.70	350.24	327.79	三费率	28.17%	31.30%	30.20%	28.60%
其他非流动资产	331.30	327.81	324.31	320.82	净利率	9.36%	31.32%	31.91%	32.97%
资产总计	7828.90	8074.58	8608.41	9268.96	ROE	3.39%	7.59%	7.91%	8.42%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.17%	7.40%	7.74%	8.23%
应付和预收款项	233.60	155.94	141.98	171.95	ROIC	9.79%	32.16%	39.38%	45.38%
长期借款	22.15	22.15	22.15	22.15	EBITDA/销售收入	16.41%	42.49%	42.60%	43.26%
其他负债	252.33	25.40	21.13	16.88	营运能力				
负债合计	508.07	203.49	185.26	210.97	总资产周转率	0.33	0.24	0.25	0.26
股本	504.25	504.25	504.25	504.25	固定资产周转率	4.16	3.22	4.10	5.43
资本公积	4063.00	4063.00	4063.00	4063.00	应收账款周转率	7.44	8.60	9.51	9.84
留存收益	2752.50	3277.03	3800.41	4402.42	存货周转率	2.03	1.43	2.22	2.24
归属母公司股东权益	7319.75	7844.28	8367.65	8969.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.11%	—	—	—
少数股东权益	1.07	26.81	55.50	88.32	资本结构				
股东权益合计	7320.83	7871.09	8423.15	9057.99	资产负债率	6.49%	2.52%	2.15%	2.28%
负债和股东权益合计	7828.90	8074.58	8608.41	9268.96	带息债务/总负债	4.36%	10.88%	11.95%	10.50%
					流动比率	14.08	43.45	52.20	47.54
					速动比率	12.86	41.61	50.00	45.51
					股利支付率	34.91%	8.30%	17.94%	17.48%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	435.12	811.05	889.90	1000.33	每股收益	0.47	1.13	1.26	1.45
PE	66.95	27.79	24.93	21.79	每股净资产	14.52	15.56	16.59	17.79
PB	2.17	2.03	1.90	1.77	每股经营现金	1.27	1.64	1.33	1.55
PS	6.00	8.33	7.61	6.88	每股股利	0.16	0.09	0.23	0.25
EV/EBITDA	23.67	11.71	10.02	8.23					
股息率	0.52%	0.30%	0.72%	0.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
