

聚焦血制品业务，华润入主赋能提升核心竞争力

——博雅生物（300294）首次覆盖

买入（首次）

2024年06月24日

报告关键要素：

公司目前血制品体量和采浆规模整体较小，受益于产品结构优化，公司盈利水平较高。华润入主后，公司浆站资源获取能力有望增强，推动收入稳健提升；产品矩阵拓展有望夯实公司盈利能力领先地位。整体看，在非血制品剥离的战略规划下和华润赋能下，公司血制品业务规模和吨浆盈利能力成长可期。

投资要点：

聚焦血制品，剥离非血制品业务。近几年公司整体收入和盈利水平受非血制品业务拖累增长缓慢。公司2023年底逐步剥离非血制品业务，公司2024年一季度盈利能力增长明显。目前公司非血制品业务主要为新百药业的生化类药物，后续有望剥离。

华润入主，丹霞并购可期，有望增强获浆能力。2023年公司血制品业务实现收入14.52亿元，在江西、四川、海南等地拥有16家单采血浆站，在营浆站14个，年采浆量467.3吨。对比国内血制品上市公司血制品规模，公司血制品体量和采浆规模仍有较大成长空间。公司在江西省内有明显的区域竞争优势，现有浆站主要集中在江西省内，在其他省份浆站数量较少。公司实控人华润集团是国务院国资委批准的国有资本投资公司，华润入主后公司有望在新浆站申请、资源嫁接、浆站运营等方面获得支持，提升血制品赛道竞争力，我们看好公司未来获浆能力。另外，华润医药支持丹霞生物续证工作，丹霞生物未来并购可期，有望进一步拓展公司采浆规模。

核心产品收得率高，血制品毛利率行业领先。公司核心产品静丙、白蛋白和纤维蛋白原收入贡献均衡，相比于多数公司收入聚焦在白蛋白和静丙两个品种，公司高毛利产品纤维蛋白原产品收得率和市场份额在国内位于领先地位。公司2023年血制品业务毛利率69.74%，行业领先。截至2023年年报，公司在研管线包括静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）、血管性血友病因子（vWF）、C1酯酶抑制剂，其中静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）已申报生产，公司产品矩阵拓展可期，吨浆盈利能力提

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2651.98	1912.12	2050.01	2204.62
增长比率(%)	-3.87	-27.90	7.21	7.54
归母净利润(百万元)	237.47	532.52	554.12	594.42
增长比率(%)	-45.06	124.25	4.06	7.27
每股收益(元)	0.47	1.06	1.10	1.18
市盈率(倍)	66.95	29.86	28.69	26.75
市净率(倍)	2.17	2.06	1.93	1.80

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	504.25
流通A股(百万股)	425.94
收盘价(元)	32.85
总市值(亿元)	165.65
流通A股市值(亿元)	139.92

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：黄婧婧
执业证书编号：S0270522030001
电话：18221003557
邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

升可期。

盈利预测与投资建议：血制品赛道具备高壁垒特性，产品需求稳定，公司逐步剥离非血制品业务，聚焦血制品赛道，有望在华润赋能下提升浆站资源获取能力，推动业绩稳步增长。基于对行业和研究，我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 5.33 亿元/5.54 亿元/5.94 亿元，对应 EPS1.06 元/股、1.10 元/股、1.18 元/股，对应 PE 为 29.86/28.69/26.75（对应 2024 年 6 月 20 日收盘价 31.53 元），首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：原材料供应不足的风险，采浆成本上升的风险，产品研发进展不达预期风险

正文目录

1 华润集团大健康领域血制品平台	4
1.1 华润入主，有望赋能公司进入血制品赛道第一梯队.....	4
1.2 血制品规模稳步增长，逐步剥离非血制品业务.....	5
1.3 费用率逐年优化，经营效率提升.....	5
2 血制品：华润赋能，公司核心竞争力有望持续提升	7
2.1 大股东赋能拓展浆站资源，丹霞生物并购可期.....	7
2.2 核心品种静丙、白蛋白、纤原收入稳步增长.....	9
2.3 血浆利用率高，毛利率行业领先.....	13
2.4 1200 吨智能工厂在建，匹配公司业绩增长需求.....	13
2.5 研发投入丰富品种布局，推动提升吨浆盈利能力.....	14
3 盈利预测	15
4 投资建议	16
5 风险提示	16

图表 1: 公司发展历程.....	4
图表 2: 公司股权结构.....	4
图表 3: 公司收入结构和总收入同比增速：亿元.....	5
图表 4: 公司归母净利润和同比增速：亿元.....	5
图表 5: 公司综合毛利率和综合净利率.....	6
图表 6: 公司血制品业务毛利率和净利率.....	6
图表 7: 公司毛利率拆分.....	6
图表 8: 公司净利率拆分.....	6
图表 9: 公司三项费用率合计呈降低趋势.....	7
图表 10: 公司浆站总数量/在营浆站数量.....	7
图表 11: 公司 14 个在采单采血浆站已获省卫生部门颁发的《单采血浆许可证》.....	8
图表 12: 公司全年采浆量：吨.....	8
图表 13: 公司单站采浆量：吨.....	8
图表 14: 血制品上市公司单站采浆量：吨（2023 年）.....	8
图表 15: 丹霞生物股权结构（截至 2024.6）.....	9
图表 16: 血制品企业品种布局（截至 2023 年年报）.....	9
图表 17: 公司血制品收入结构.....	10
图表 18: 公司各血制品品种批签发数量：瓶.....	11
图表 19: 公司静丙收入和同比增速：亿元.....	12
图表 20: 公司白蛋白收入和同比增速：亿元.....	12
图表 21: 公司人纤维蛋白原收入和同比增速：亿元.....	12
图表 22: 血制品上市公司白蛋白和静丙收入占比.....	13
图表 23: 上市公司血制品业务毛利率对比.....	13
图表 24: 公司智能工厂一期计划.....	14
图表 25: 公司血制品吨浆收入和吨浆净利润：万元.....	14
图表 26: 层析静丙（10%）国内上市&临床情况（截至 2024.6）.....	15
图表 27: 公司盈利预测：亿元.....	15

1 华润集团大健康领域血制品平台

1.1 华润入主，有望赋能公司进入血制品赛道第一梯队

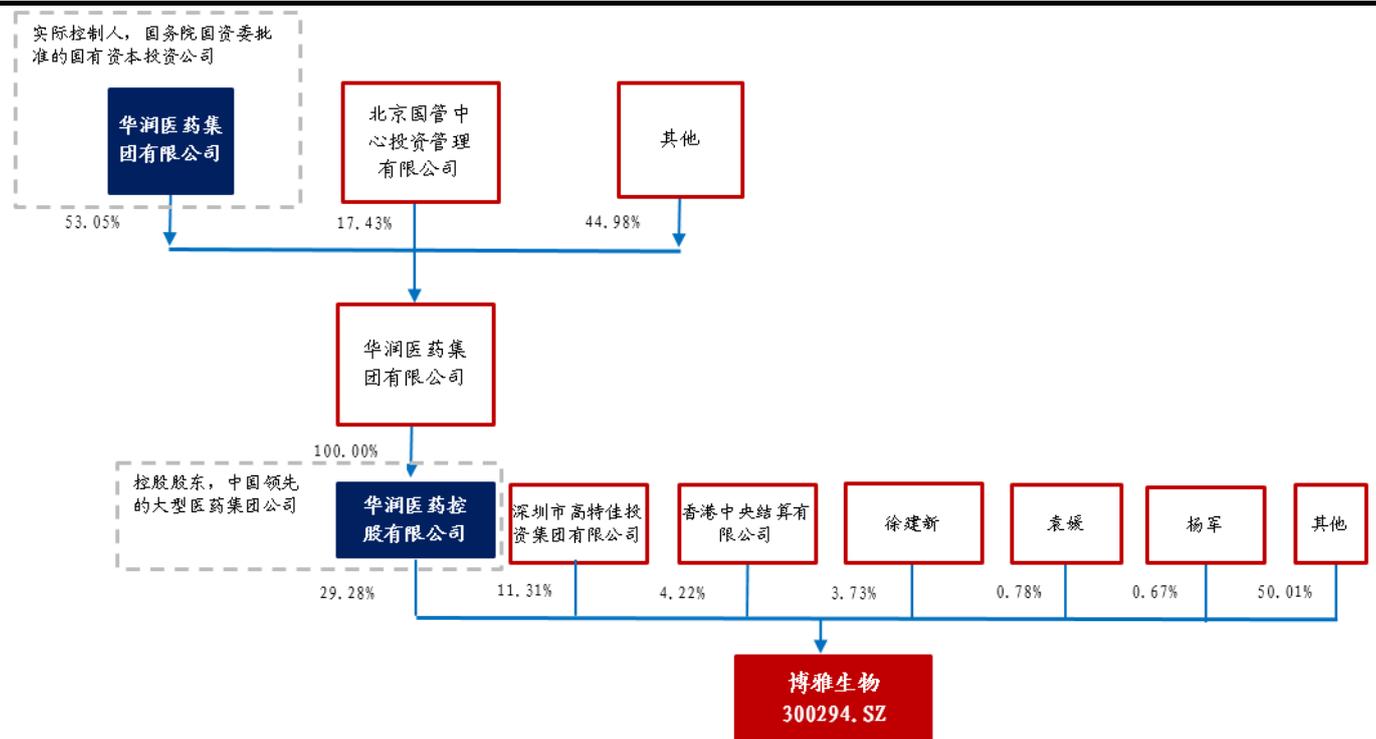
公司创建于1993年，2012年登陆深交所，2021年华润医药成为公司控股股东，公司成为华润大健康板块的血液制品平台。公司实际控制人华润集团是国务院国资委批准的国有资本投资公司，业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业6大领域。公司控股股东华润医药是中国领先的大型医药集团公司。华润集团成为公司实际控制人后，在新浆站申请、资源嫁接、浆站运营等方面给予大力支持。

图表1:公司发展历程

年份	发展历程
1993	公司组建，前身是抚州市中心血站
2001	股份制改革
2007	高特佳入主
2012	于深交所上市
2013-2017	收购天安药业、广东复大医药、南京新百，丹霞生物
2021.11	华润医药正式控股
2022.3	公司更名为“华润博雅生物制药集团股份有限公司”
2022.8	启动建设血液制品智能工厂
2023.9	转让所持有复大医药75%的股权
2023.10	转让所持有天安药业89.681%的股权

资料来源：公司公告，公司官网，万联证券研究所

图表2:公司股权结构

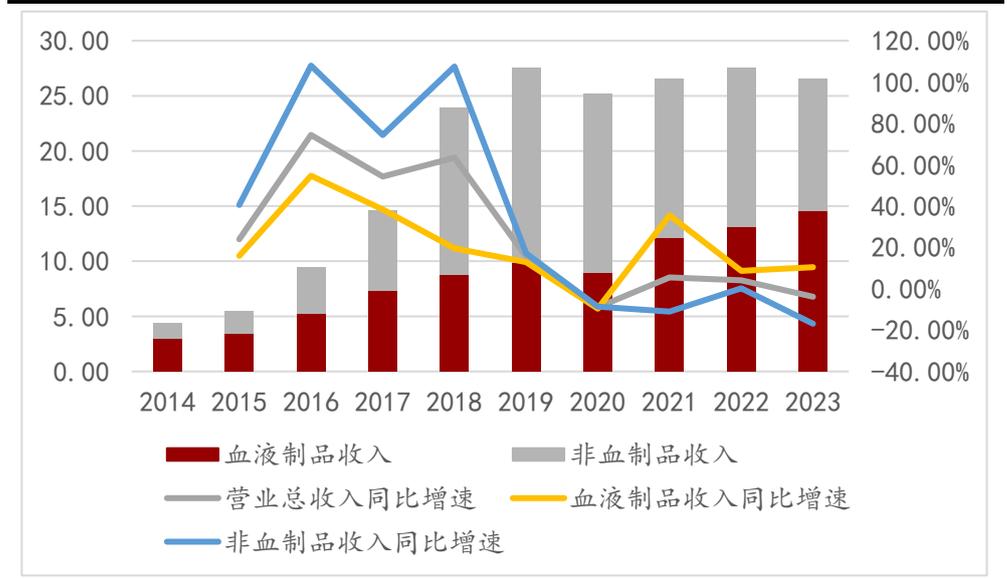


资料来源：wind，万联证券研究所

1.2 血制品规模稳步增长，逐步剥离非血制品业务

复盘公司历史业绩，总营业收入从2014年的4.38亿元增长至2019年的27.61亿元，年复合增速44.52%，这个阶段公司业绩通过血制品和非血制品双轮驱动，二者年复合增速分别为27.35%、65.45%；2020年开始公司收入受非血制品业务拖累（集采，新冠等因素），整体增长缓慢，2020/2021/2022/2023年总营业收入分别为25.13/26.51/27.59/26.52亿元。2020年至2023年血制品和非血制品收入年复合增速分别为17.59%和-9.52%。

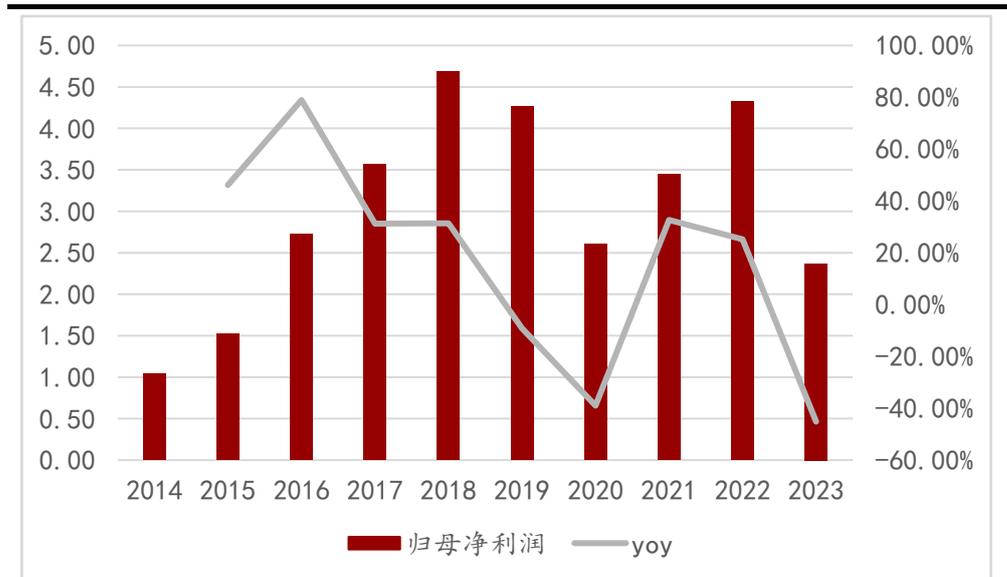
图表3:公司收入结构和总收入同比增速：亿元



资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

公司聚焦血制品产业，逐步剥离非血制品业务，2023年10月转让所持有天安药业89.681%的股权，2023年9月转让所持有复大医药75%的股权。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。公司归母净利润2020年以来稳健增长，2023年因计提收购南京新百药业有限公司形成的商誉减值准备有所下滑。

图表4:公司归母净利润和同比增速：亿元

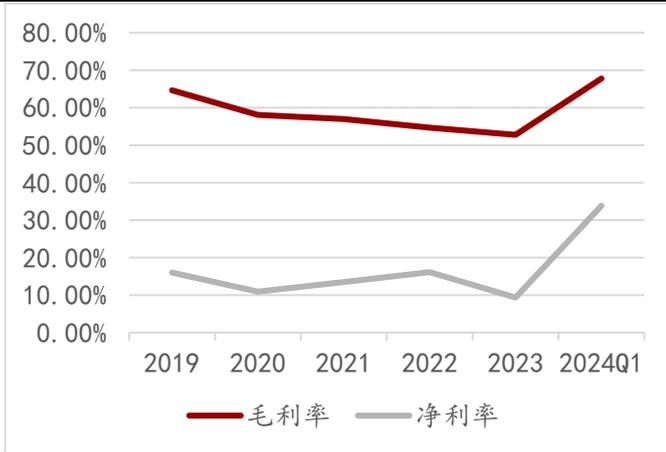


资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

1.3 费用率逐年优化，经营效率提升

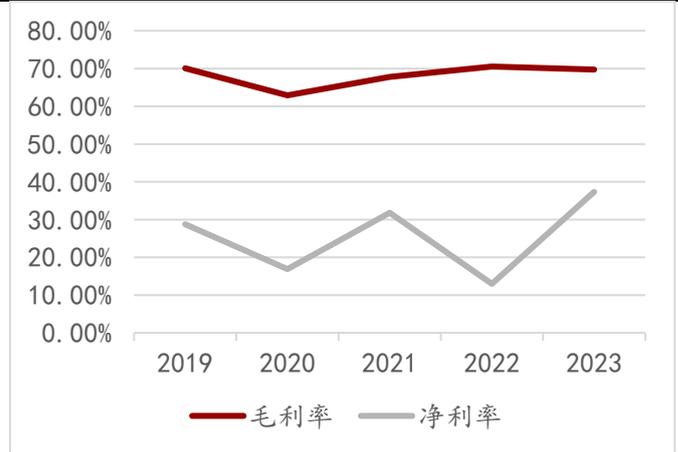
公司近几年综合毛利率呈现下滑趋势，主要受非血制品业务拖累；净利率相对稳定，主要是因为公司费用率优化，推动净利率水平提升，公司2023年毛利率和净利率分别为52.76%、9.35%。2023年底剥离复大医药和天安药业后，公司2024年一季度毛利率和净利率环比大幅提升，毛利率和净利率分别为67.79%和33.84%。单看血制品业务，血制品毛利率稳中有升，近几年保持在70%上下，净利润处于12%到40%之间。整体看，近几年非血制品业务影响公司整体盈利水平，公司逐步剥离非血制品业务，公司未来整体盈利能力有望通过血制品业务实现稳步增长。

图表5:公司综合毛利率和综合净利率



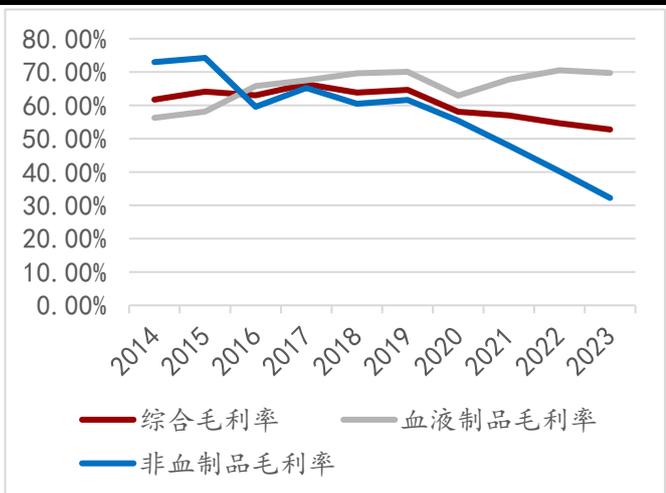
资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表6:公司血制品业务毛利率和净利率



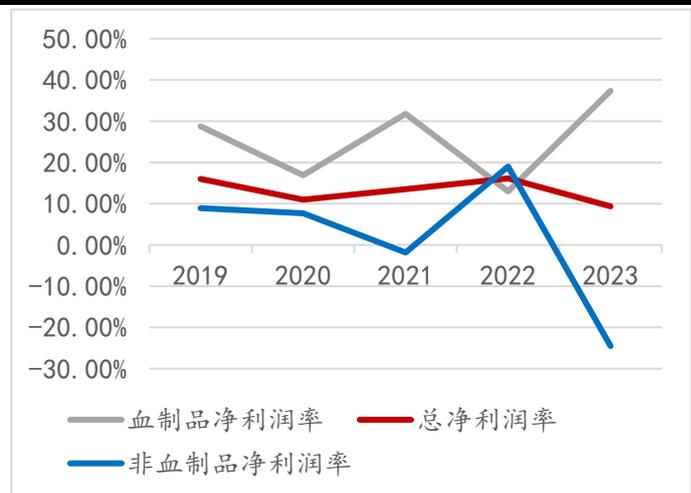
资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表7:公司毛利率拆分



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

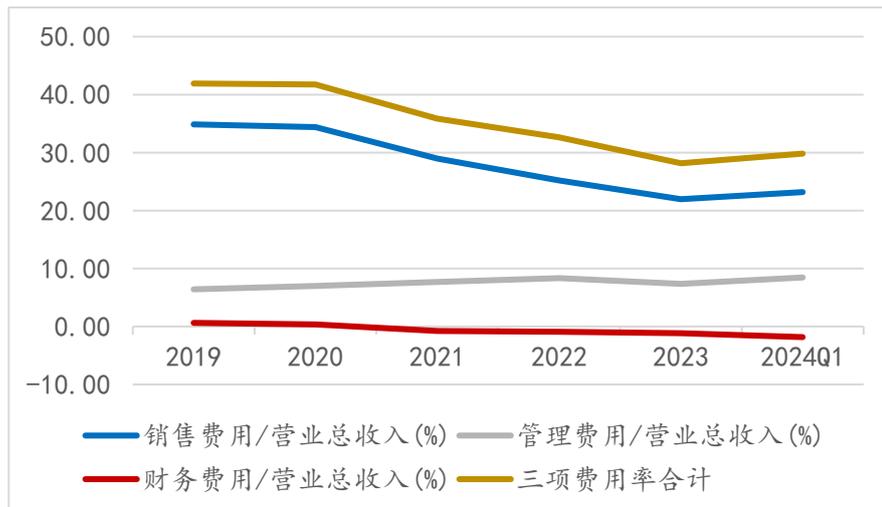
图表8:公司净利率拆分



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

费用率方面，公司三项费用率总和自2020年以来逐年减少，从2020年的41.29%减少至2023年的28.17%，主要是因为销售费用率减少所致，销售费用率从2020年的34.40%减少至2023年的21.97%。自2018年起，公司开展营销体系变革，分别从学术体系建设、激励机制、商业渠道建设、营销队伍建设进行系统优化，成效显著。未来，随着销售规模的提升，公司营销费用率有望逐步下降。

图表9:公司三项费用率合计呈降低趋势



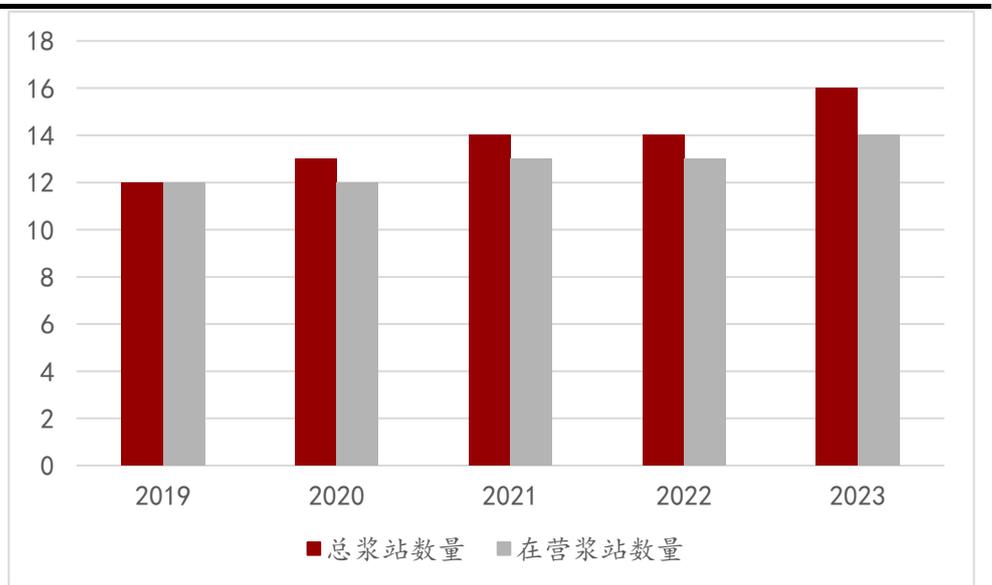
资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

2 血制品: 华润赋能, 公司核心竞争力有望持续提升

2.1 大股东赋能拓展浆站资源, 丹霞生物并购可期

浆站方面, 截至2023年年报, 公司在江西、四川、海南等地拥有16家单采血浆站, 在营浆站14个。2023年9月, 公司收到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》《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, 以上2个浆站公司采取先租后建的模式, 有望2024年完工、通过验收、开展采浆。

图表10:公司浆站总数量/在营浆站数量



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司在江西省内有明显的区域竞争优势, 现有浆站主要集中在江西省内, 在其他省份浆站数量较少, 拓展新浆站进度较慢, 进而导致公司浆站数量相对较少, 采浆总量相对较低。

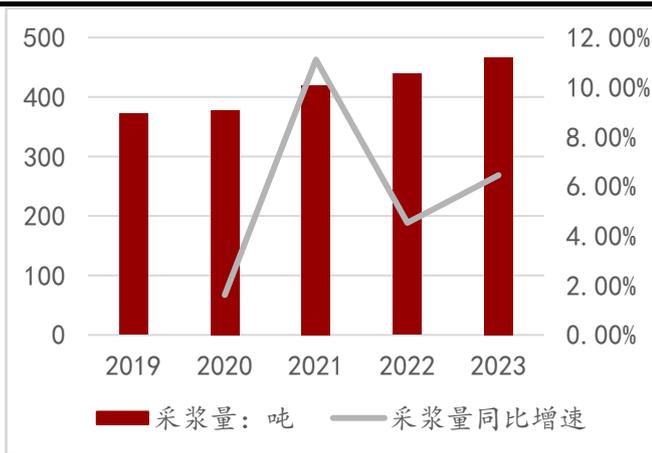
图表11:公司 14 个在采单采血浆站已获省卫生部门颁发的《单采血浆许可证》



资料来源：公司公告，万联证券研究所

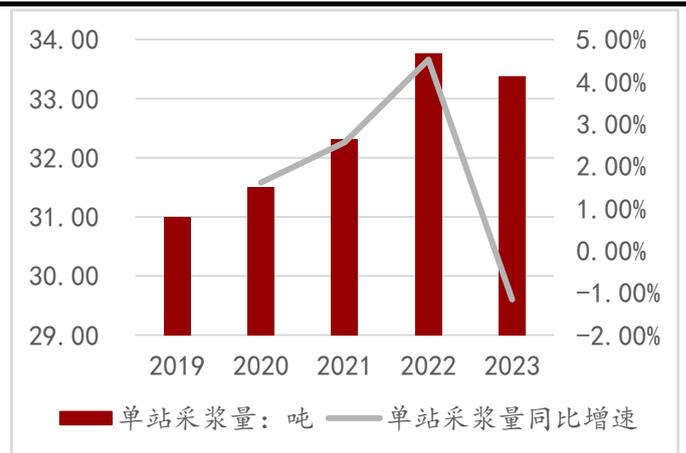
采浆量方面，截至2023年年报，14个在营浆站采浆量全年采浆467.3吨，同比增长6.45%；单站采浆量逐年提升，从2018年的29.17吨提高至2022年的33.77吨，2023年和2022年水平基本持平。从行业单站采浆量水平看，公司处于中等水平，仍存成长空间。

图表12:公司全年采浆量：吨



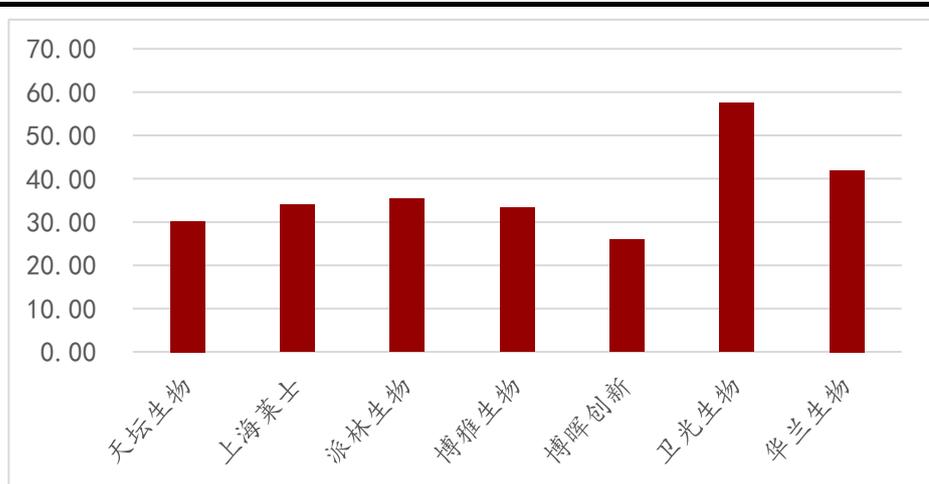
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表13:公司单站采浆量：吨



资料来源：公司公告，万联证券研究所

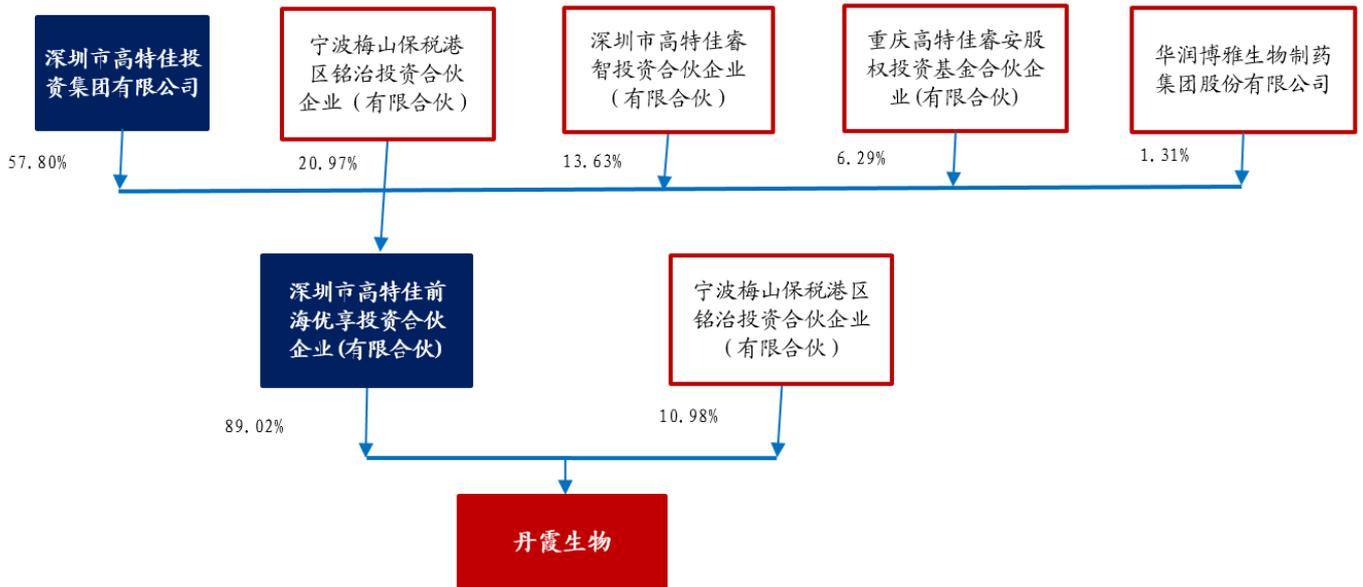
图表14:血制品上市公司单站采浆量：吨（2023年）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

推动丹霞生物合作。公司股东高特佳持有血制品企业丹霞生物99.00%股权，丹霞生物拥有25个站点，其中17个单采血浆站，8个采集点，具有丰富的浆站资源。2017年4月21日，丹霞生物因违反《中华人民共和国药品管理法》及相关规定，被广东省食品药品监督管理局收回《药品GMP证书》，暂停生产。2020年10月公司开始托管丹霞生物，高特佳集团与华润医药于2021年5月7日签署了《投资框架协议的补充协议》，华润医药支持并统一推动丹霞生物下辖浆站的续证工作。截止2024年3月，丹霞生物已有9个血浆站开采，其他8个浆站的恢复采集工作也在积极推进。未来随着丹霞生物生产经营、财务状况得到改善，在符合上市公司监管要求的前提下，经交易双方协商后，有望启动并购整合工作。

图表15:丹霞生物股权结构（截至2024.6）



资料来源：wind，万联证券研究所

2.2 核心品种静丙、白蛋白、纤原收入稳步增长

截至2023年年报，公司产品涵盖人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、人纤维蛋白原、人凝血酶原复合物等9个品种，同行业水平相比，公司血制品品种数量仍有拓展布局空间。

图表16:血制品企业品种布局（截至2023年年报）

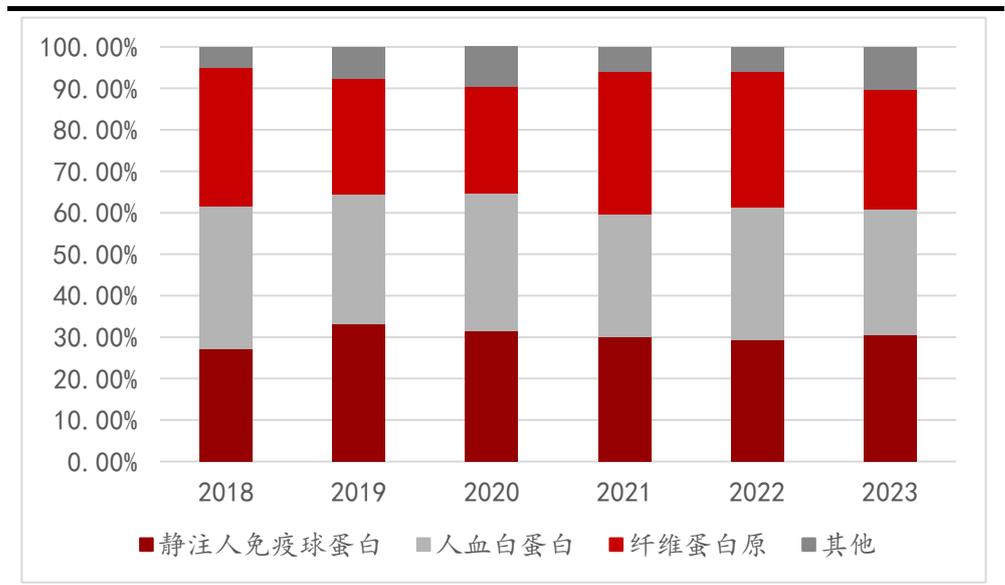
		天坛生物	上海莱士	派林生物	华兰生物	卫光生物	博雅生物	博晖创新
白蛋白	人血白蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	人血白蛋白(冻干剂型)	✓						
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	皮下注射人免疫球蛋白							
	静注人免疫球蛋白(pH4)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	静注人免疫球蛋白(pH4)(冻干剂型)	✓	✓	✓		✓	✓	
	高纯静丙(10%)	✓						
	乙型肝炎人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	乙型肝炎人免疫球蛋白(冻干剂型)	✓						

	静注乙型肝炎人免疫球蛋白			✓				
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)	✓						
	破伤风人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓		✓
	狂犬病人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	组织胺人免疫球蛋白	✓				✓		
凝血因子	人凝血因子 VIII	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	人凝血因子 IX							
	人纤维蛋白原	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	人纤溶酶原							
	人纤维蛋白胶				✓			
	人凝血酶原复合物		✓	✓	✓		✓	✓
	外用冻干人凝血酶				✓			
	人凝血酶		✓					
	人纤维蛋白粘合剂		✓					
		注射用重组人凝血因子 VIII	✓					
	品种数量	15	12	11	11	10	9	7

资料来源：公司公告，万联证券研究所

从收入结构看，静丙、白蛋白和纤维蛋白原贡献主要收入，2023年三者贡献收入占比分别为30.65%、30.17%、28.86%，其他因子类产品贡献约10%比例收入。

图表17:公司血制品收入结构



资料来源：wind，公司公告，万联证券研究所

从批签发数据看，公司静丙2018年以来批签发数量增长较快，1.25g/瓶（5%，25ml）和5g/瓶（5%，100ml）两种规格的静丙批签发数量五年年复合增速分别为40.92%和57.34%；白蛋白和纤维蛋白原相对缓慢，5g/瓶(20%,25ml)和10g/瓶(20%，50ml)两种规格的人血白蛋白批签发数量五年年复合增速分别为0.60%和2.63%；0.5g/瓶规格的纤维蛋白原批签发数量五年年复合增速4.50%；2021年上市的PCC批签发数量两年年复合增速23.63%。

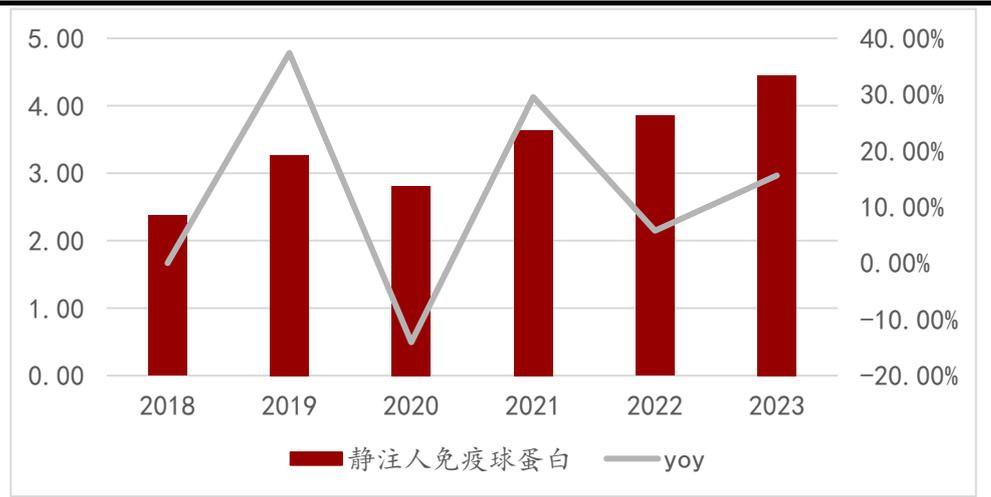
图表18:公司各血制品品种批签发数量: 瓶

品种	规格		2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR (2018-2023)
人血白蛋白	5g/瓶 (20%, 25ml)	批签发数量	309,989	218,279	277,239	410,032	315,763	319,368	0.60%
		yoy		-29.58%	27.01%	47.90%	-22.99%	1.14%	
人血白蛋白	10g/瓶 (20%, 50ml)	批签发数量	707,499	695,869	727,043	836,202	922,463	805,634	2.63%
		yoy		-1.64%	4.48%	15.01%	10.32%	-12.66%	
静丙	1.25g/瓶 (5%, 25ml)	批签发数量	22,540	206,437	25,954	127,202	128,673	125,271	40.92%
		yoy		815.87%	-87.43%	390.11%	1.16%	-2.64%	
静丙	2.5g/瓶 (5%, 50ml)	批签发数量	628,848	374,930	383,239	331,909	405,831	388,352	-9.19%
		yoy		-40.38%	2.22%	-13.39%	22.27%	-4.31%	
狂免	5g/瓶 (5%, 100ml)	批签发数量	19,463	44,789	126,100	189,498	171,120	187,645	57.34%
		yoy		130.12%	181.54%	50.28%	-9.70%	9.66%	
狂免	200IU/2ml/瓶	批签发数量	453,418	655,655	806,009	374,681	1,090,878	627,704	6.72%
		yoy		44.60%	22.93%	-53.51%	191.15%	-42.46%	
纤原	0.5g/瓶	批签发数量	507,007	273,280	271,991	564,497	586,826	631,931	4.50%
		yoy		-46.10%	-0.47%	107.54%	3.96%	7.69%	
品种	规格		2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR (2021-2023)
PCC	-	批签发数量	-	-	-	111830	196423	170,912	23.63%
		yoy		-	-	-	75.64%	-12.99%	

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所 (PCC2021年上市)

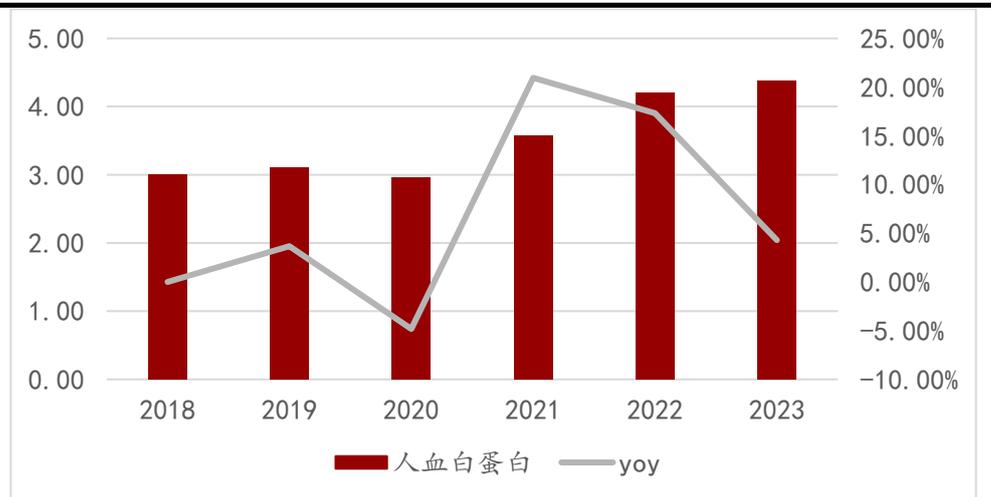
从收入端看, 公司静丙、人血白蛋白、纤维蛋白原和其他血制品2018年到2023年五年年复合增长率分别为13.33%、7.86%、7.34%、28.39%, 同批签发数量增长情况相符合。其中, 核心产品人纤维蛋白原产品收得率和市场份额在国内位于领先地位。另外, 2023年, 公司人凝血因子VIII顺利实现产业化生产并正式上市。

图表19:公司静丙收入和同比增速: 亿元



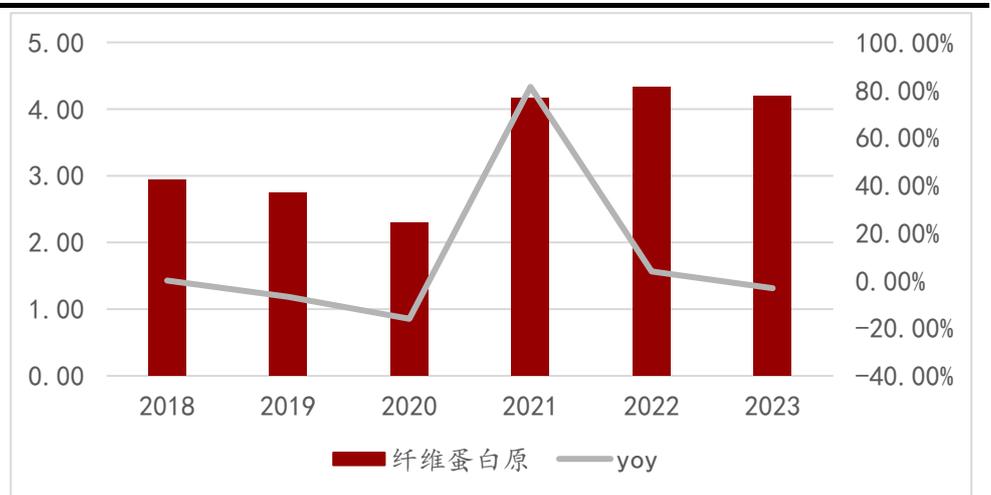
资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表20:公司白蛋白收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 公司公告, 公司公告, 万联证券研究所

图表21:公司人纤维蛋白原收入和同比增速: 亿元

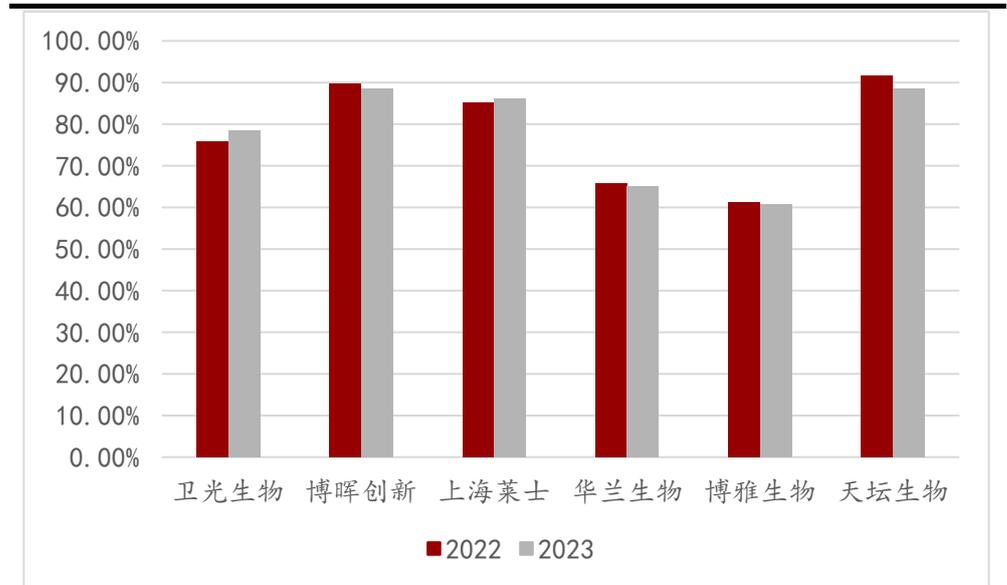


资料来源: wind, 公司公告, 公司公告, 万联证券研究所

2.3 血浆利用率高，毛利率行业领先

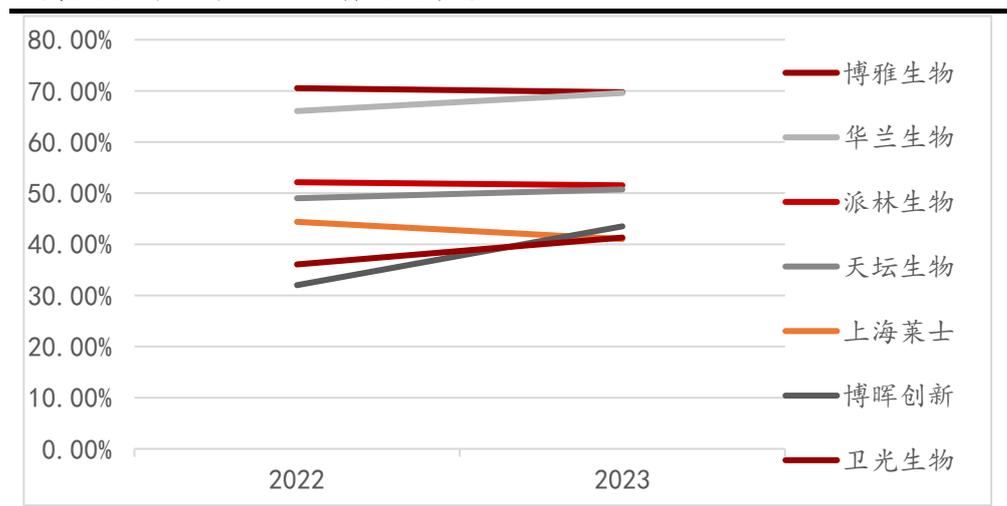
公司血制品业务毛利率行业领先，血浆综合利用率较高。相较于同业公司较高的静丙和人血白蛋白收入占比，公司血制品收入主要分布在静丙、人血白蛋白和人纤维蛋白三个品种，如前文所述，三个品种2023年收入占比均在30%左右。对比七家血制品上市公司2023年静丙和白蛋白收入占血制品收入比例，最高的为博晖创新88.57%，最低的是博雅生物60.81%。未来随着因子类产品新品的增加及市场份额提升，公司因子类产品收入占比会加大，血浆利用率水平会进一步提高，推动盈利能力提升。

图表22:血制品上市公司白蛋白和静丙收入占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所（派林生物未披露品种收入数据）

图表23:上市公司血制品业务毛利率对比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.4 1200吨智能工厂在建，匹配公司业务增长需求

博雅生物现有血液制品生产车间为2009年建成，设计生产规模为年投料血浆500吨。公司智能工厂一期计划建设匹配公司业务持续增长需求，预估2027年7月转产，预计全年累计投浆750吨，逐年递增至2029年达产1200吨。并可通过调整投料频次、增加人员及排班，实现年处理血浆1500吨。一期设备投资可满足21个品种（在产品9个、在研品12个）商业化生产，其它4个产品尚处于研发初期，暂未考虑商业化生

产设备,仅在产线布局中考虑。未来拟分阶段添置精制纯化设备、补充预留产线建设,可满足同时生产白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子和微量蛋白等4 大类 25 个品种39 个规格产品。项目工程63个月(2022年4月至2027年6月),预计2025年12月完成试生产,2027年7月正式投产。

图表24:公司智能工厂一期计划

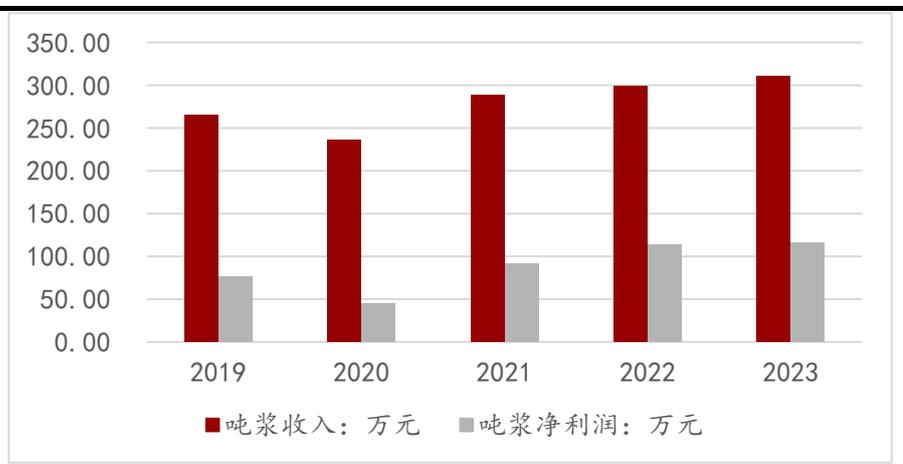
要素	内容
项目名称	血液制品智能工厂(一期)建设项目
建设期限	63个月(2022年4月至2027年6月)
投产使用	预计2025年12月完成试生产,2027年7月正式投产
规划目标	全年累计投浆750吨,逐年递增至2029年达产1200吨。并可通过调整投料频次、增加人员及排班,实现年处理血浆1500吨。 一期设备投资可满足21个品种(在产品9个、在研品12个)商业化生产,其它4个产品尚处于研发初期,暂未考虑商业化生产设备,仅在产线布局中考虑

资料来源:公司公告,万联证券研究所

2.5 研发投入丰富品种布局,推动提升吨浆盈利能力

近年来公司不断加大研发投入,成功上市了PCC和VIII因子等产品,在研项目C1酯酶、vWF因子、高浓度静注人免疫球蛋白以及微量蛋白类产品进展顺利,形成良好的在研产品梯队,将不断优化公司产品结构,吨浆盈利能力有望持续提升。从产品上市进度看,公司“十四五”期间平均每年1个获批上市,2021年新上市PCC,2023年新上市人凝血因子VIII,公司血制品吨浆收入和吨浆净利润自2021年以来逐年提升。

图表25:公司血制品吨浆收入和吨浆净利润:万元



资料来源:公司公告,万联证券研究所

公司聚焦开展“长线”和“短线”相结合的研发创新。截至2023年年报,静注人免疫球蛋白(IVIG)(10%)已完成临床总结报告,申报生产批件中;血管性血友病因子(vWF)于2021年8月获批临床;C1酯酶抑制剂于2023年6月获批临床,未来3年内上述产品有望陆续上市销售。其他在研产品按计划积极推进,智能工厂2027年正式投产后,有望有更多的产品可投产。

目前,国内大多数公司的“静丙”制备工艺中采用低温乙醇法,仅有蛋白浓度为5%的IVIG产品上市。10%静丙和普通静丙比,主要有这几方面的优点:1、浓度更高,减少临床输注时间,可以提升疗效;2、采用多步层析,产品纯度更高,杂质更少,提升临床用药安全,减少不良反应发生;3、采用甘氨酸作为保护剂,可以用于糖尿病和肝肾功能不全患者;4、采用辛酸沉淀+低pH+20纳米病毒灭活/去除工艺,提升产

品的病毒安全性。2023年9月，成都蓉生自主研发的国内首个层析静丙获批上市，截至目前，华兰生物和贵州泰邦的10%浓度静丙均处于临床3期阶段，公司的静注人免疫球蛋白（10%）处于申报生产阶段。

图表26:层析静丙（10%）国内上市&临床情况（截至2024.6）

厂商	阶段	适应症
天坛生物	已上市（2023.9获批）	1.原发性免疫球蛋白G缺乏症；2.继发性免疫球蛋白G缺陷病；3.自身免疫性疾病
博雅生物	申报生产批件	原发免疫性血小板减少症
华兰生物	临床III期	原发免疫性血小板减少症（ITP）
贵州泰邦	临床III期	原发免疫性血小板减少症（ITP）

资料来源: datayes, 公司公告, 万联证券研究所

3 盈利预测

1) 血制品业务

公司目前浆站主要分布在江西省，我们看好华润入主后带来的采浆资源拓展能力提升。目前公司单站采浆量处于行业中等水平，未来存成长空间。公司核心品种静丙、白蛋白在市场需求以及公司采浆量增长的推动下有望保持稳健增长；纤原价格压力在广东集采时已释放部分，未来在公司学术推广持续加大下有望增强市场地位；其他因子类产品随着挂网准入推进、市场开发和终端准入进一步推进，市占率有望逐步提升。预计2024/2025/2026年公司血制品收入增速为8.16%/8.35%/8.68%；

2) 非血制品业务

公司2023年底剥离天安药业和复大医药业务，目前非血制品业务主要为新百药业的生化类药物，后续有望被剥离，剥离时间尚不确定。假设非血制品业务2024/2025/2026年每年收入增速为2%，毛利率保持77%的水平。

图表27:公司盈利预测：亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27.59	26.52	19.12	20.50	22.05
YOY	0.00%	-3.88%	-27.90%	7.21%	7.54%
营业成本	12.51	12.53	5.54	5.95	6.41
YOY	0.00%	0.15%	-55.80%	7.41%	7.70%
毛利率	54.66%	52.76%	71.04%	70.99%	70.94%
1、血液制品					
收入	13.15	14.52	15.70	17.01	18.49
YOY	0.00%	10.42%	8.16%	8.35%	8.68%
成本	3.88	4.39	4.75	5.15	5.59
YOY	0.00%	13.38%	8.14%	8.31%	8.59%
毛利率	70.53%	69.74%	69.74%	69.76%	69.78%
2、其他					
收入	4.38	3.35	3.42	3.49	3.56
YOY	0.00%	-23.52%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	0.91	0.79	0.79	0.80	0.82
YOY	0.00%	-13.04%	-0.51%	2.00%	2.00%
毛利率	79.26%	76.42%	77.00%	77.00%	77.00%

资料来源: , 公司公告, 万联证券研究所预测

4 投资建议

血制品赛道具备高壁垒特性，产品需求稳定，公司逐步剥离非血制品业务，聚焦血制品赛道，有望在华润赋能下提升浆站资源获取能力，推动业绩稳步增长。基于对行业和研究，我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为5.33亿元/5.54亿元/5.94亿元，对应EPS1.06元/股、1.10元/股、1.18元/股，对应PE为29.86/28.69/26.75（对应2024年6月20日收盘价31.53元），首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料供应不足的风险，采浆成本上升的风险，产品研发进展不达预期风险

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2652	1912	2050	2205
同比增速 (%)	-3.87	-27.90	7.21	7.54
营业成本	1253	554	595	641
毛利	1399	1358	1455	1564
营业收入 (%)	52.76	71.04	70.99	70.94
税金及附加	20	15	16	17
营业收入 (%)	0.76	0.76	0.76	0.76
销售费用	583	440	492	529
营业收入 (%)	21.97	23.00	24.00	24.00
管理费用	195	153	164	176
营业收入 (%)	7.35	8.00	8.00	8.00
研发费用	68	76	82	88
营业收入 (%)	2.55	4.00	4.00	4.00
财务费用	-30	-29	-37	-43
营业收入 (%)	-1.15	-1.53	-1.79	-1.95
资产减值损失	-330	-20	-20	-20
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	22	11	12	14
投资收益	14	23	25	26
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	86	0	0	0
资产处置收益	1	0	1	1
营业利润	355	718	756	817
营业收入 (%)	13.39	37.55	36.87	37.08
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	354	718	756	817
营业收入 (%)	13.34	37.55	36.87	37.08
所得税费用	106	169	185	205
净利润	248	549	571	613
营业收入 (%)	9.36	28.71	27.87	27.80
归属于母公司的净利润	237	533	554	594
同比增速 (%)	-45.06	124.25	4.06	7.27
少数股东损益	11	16	17	18
EPS (元/股)	0.47	1.06	1.10	1.18

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.47	1.06	1.10	1.18
BVPS	14.52	15.27	16.37	17.55
PE	66.95	29.86	28.69	26.75
PEG	-1.49	0.24	7.08	3.68
PB	2.17	2.06	1.93	1.80
EV/EBITDA	22.66	18.58	17.54	15.92
ROE	3.24%	6.91%	6.71%	6.72%
ROIC	5.25%	6.84%	6.59%	6.57%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1961	2345	2689	3066
交易性金融资产	3362	3530	3698	3866
应收票据及应收账款	210	149	159	171
存货	557	276	289	310
预付款项	5	2	2	2
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	332	241	258	277
流动资产合计	6428	6543	7096	7694
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	634	647	669	694
在建工程	40	50	60	70
无形资产	269	255	241	227
商誉	73	73	73	73
递延所得税资产	47	50	50	50
其他非流动资产	338	328	316	305
资产总计	7829	7946	8505	9113
短期借款	0	-37	-55	-76
应付票据及应付账款	126	54	58	63
预收账款	0	0	0	0
合同负债	12	9	9	10
应付职工薪酬	83	39	42	45
应交税费	24	28	28	29
其他流动负债	211	57	45	32
流动负债合计	456	187	182	178
长期借款	22	11	8	10
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	4	4	4
其他非流动负债	25	24	21	17
负债合计	508	227	215	210
归属于母公司的所有者权益	7320	7701	8255	8850
少数股东权益	1	18	35	53
股东权益	7321	7719	8290	8903
负债及股东权益	7829	7946	8505	9113

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	642	786	568	596
投资	20	-169	-169	-169
资本性支出	-84	-70	-66	-64
其他	78	35	34	34
投资活动现金流净额	14	-203	-200	-198
债权融资	-22	0	-3	-4
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	22	-48	-22	-19
筹资成本	-135	-151	2	3
其他	-102	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-237	-200	-24	-20
现金净流量	419	383	344	378

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场