

华润持续赋能，血制品主业发展未来可期

——博雅生物(300294.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● 逐步剥离非血制品业务，致力于成为行业领先者

公司前身为抚州市中心血站，于1993年由江西省卫生厅、抚州市卫生局、临川市卫生局共同出资建立。2021年华润医药入主公司后，公司开始剥离非血制品业务，聚焦血制品主业，致力于构建华润大健康板块的血液制品平台。公司血制品主业经营稳健，吨浆收入处于行业领先地位。

● 血制品行业市场广阔，行业先发优势明显

血制品市场需求广阔，是关系国家医药卫生安全、国防安全和生物安全的重要战略物资。2022年中国血液制品市场规模约为50.12亿美元，预计2027年将达到88.71亿美元，年均复合增长率12.10%。国内外血制品消费品种也呈现结构化差异，未来国内静丙市场规模有望提升。血制品行业准入门槛较高，自2001年起，我国不再批准新的血制品生产企业。血制品行业集中度也相对较高，行业总体竞争格局较好。

● 央企持续赋能，公司有望迎来新突破

公司借助华润平台持续整合内外部资源，浆站数量迎来新增长。为满足公司未来采浆量快速增长的需要，公司新建血液制品智能工厂，项目总投资为21.85亿元，建成预期年处理血浆1200吨。2023年4月，公司与高特佳集团、丹霞生物签署《战略合作框架协议》，且未来随着丹霞生物生产经营状况得到改善，公司将适时启动并购整合工作，届时公司采浆量将迎来显著增长。公司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。未来随着公司新产品的研发与上市，公司产品品类得到进一步扩充，同时也为公司业绩增长提供助力。

● 投资建议与盈利预测

血制品行业市场总体紧俏，未来市场空间广阔。随着非血制品业务剥离，华润入主公司，预期公司浆站数量将迎来突破，且丹霞生物未来若被公司收购，公司采浆量也将得到大幅提升。我们预计2024-2026年公司收入为19.04/20.13/21.13亿元，归母净利润为5.55/6.10/6.40亿元，EPS为1.10/1.21/1.27元/股，对应PE分别为29.32/26.69/25.44倍。首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

● 风险提示

浆站申请不及预期风险、产品研发不及预期风险、行业竞争加剧风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2758.70	2651.98	1903.54	2013.25	2112.50
收入同比(%)	4.08	-3.87	-28.22	5.76	4.93
归母净利润(百万元)	432.20	237.47	555.29	610.04	639.91
归母净利润同比(%)	25.45	-45.06	133.84	9.86	4.90
ROE(%)	6.01	3.24	7.19	7.54	7.61
每股收益(元)	0.86	0.47	1.10	1.21	1.27
市盈率(P/E)	37.67	68.57	29.32	26.69	25.44

资料来源: Wind, 国元证券研究所

买入|首次推荐

当前价: 34.66元

基本数据

52周最高/最低价(元): 36.45 / 23.7

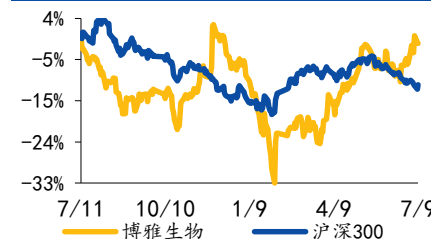
A股流通股(百万股): 425.94

A股总股本(百万股): 504.25

流通市值(百万元): 14729.01

总市值(百万元): 17436.92

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

目 录

1. 华润赋能，致力于成为血制品行业领先者	4
1.1 华润入主，逐步剥离非血制品业务	4
1.2 血制品业务稳步发展，公司业绩经营稳健	5
2. 血制品行业市场广阔，行业先发优势明显	8
2.1 血制品行业前景广阔，行业集中度相对较高	8
2.2 行业壁垒构筑天然护城河，先发优势明显	12
3. 央企持续赋能，公司有望迎来新突破	15
3.1 浆站数量迎来增长，血液制品产能逐步扩充	15
3.2 丹霞业绩逐步修复，有望纳入公司版图	17
3.3 血液制品种类丰富，营收增长可期	18
4. 盈利预测	22
4.1 公司收入拆分	22
4.2 可比公司估值比较	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图（截至 2024.03.30）	5
图 3：近年营收及增长率（亿元，%）	6
图 4：近年扣非净利润及增长率（亿元，%）	6
图 5：按行业分收入结构（%）	6
图 6：按行业分收入结构（亿元）	6
图 7：主要产品近年毛利率（%）	7
图 8：可比公司毛利率变化情况（%）	7
图 9：血制品行业企业吨浆收入情况（万元/吨）	7
图 10：公司近年销售、管理、财务费用率（%）	8
图 11：公司研发费用及占营业收入比例（百万元，%）	8
图 12：血液、血浆及血浆蛋白构成示意图	8
图 13：中国血液制品产业链结构	9
图 14：全球血液制品市场规模预测（亿美元）	10
图 15：中国血制品市场规模预测（亿美元，%）	10
图 16：全球采浆区域分布情况（%）	11
图 17：全球血液制品行业竞争格局	11
图 18：2020 年中国血液制品市场份额占比情况（%）	11
图 19：全球血液制品产品结构情况（%）	12
图 20：2020 年国内血液制品产品结构情况（%）	12
图 21：国内单采血浆站数量情况（个，%）	14
图 22：血制品主要产品工艺流程图	15

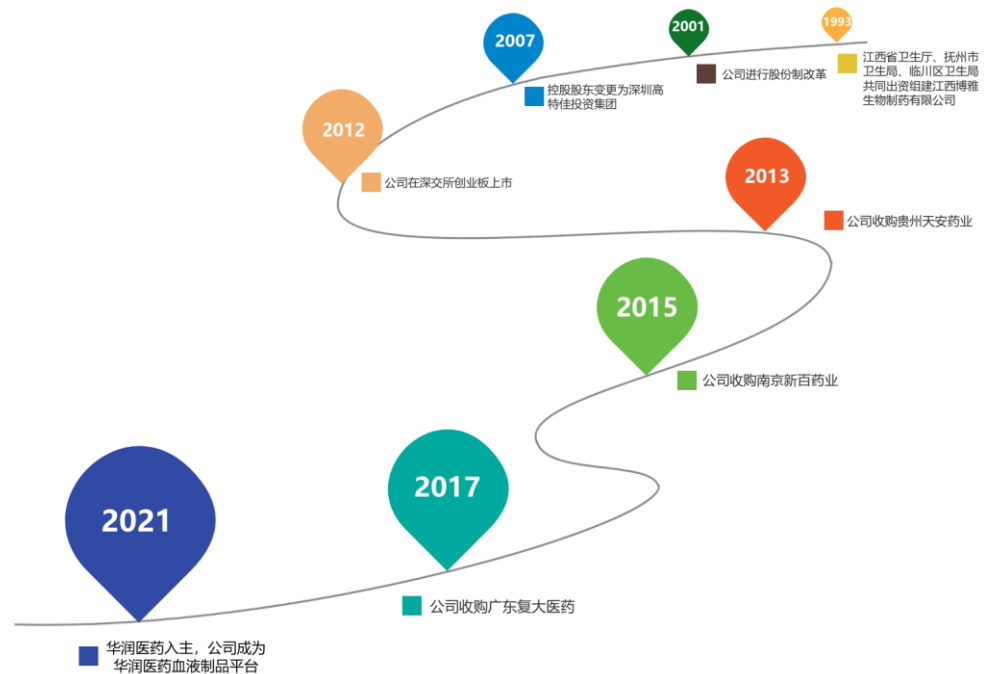
图 23: 丹霞生物股权结构图	18
图 24: 丹霞生物员工人数 (人)	18
图 25: 丹霞生物采浆量情况 (吨)	18
图 26: 公司血液制品批签发情况 (万瓶)	19
图 27: 国内人纤维蛋白原市场份额情况 (%)	19
图 28: 公司人纤维蛋白原销售情况 (亿元, %)	19
图 29: 静丙说明书内用法和有证据支持的超说明书用法获益评分	20
图 30: 公司静注人免疫球蛋白销售情况 (亿元, %)	21
图 31: 2022 年人血白蛋白批签发结构情况 (%)	21
图 32: 公司人血白蛋白销售情况 (亿元, %)	21
表 1: 血制品提取来源与主要种类	9
表 2: 全球部分地区血液制品人均消耗量、价格对比情况	12
表 3: 血制品行业相关政策情况	13
表 4: 公司现有浆站分布情况	16
表 5: 公司主要产品及应用领域和功能	17
表 6: 公司血液制品业务研发管线	22
表 7: 博雅生物收入拆分 (百万元, %)	22
表 8: 可比公司估值对比 (截至 2024.07.11)	24

1. 华润赋能，致力于成为血制品行业领先者

1.1 华润入主，逐步剥离非血制品业务

博雅生物（300294.SZ）前身为抚州市中心血站，于1993年由江西省卫生厅、抚州市卫生局、临川市卫生局共同出资建立江西博雅生物制药有限公司。2001年公司经历股份制改革，2012年公司于深交所创业板上市，2021年华润医药入主公司。公司是华润大健康板块的血液制品平台，以血液制品业务为主，集生化药、化学药、原料药等为一体的综合性医药产业集团，同时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。公司现有单采血浆站16家，其中在营浆站14家，2023年原料血浆采集量约为467.3吨。

图1：公司发展历程

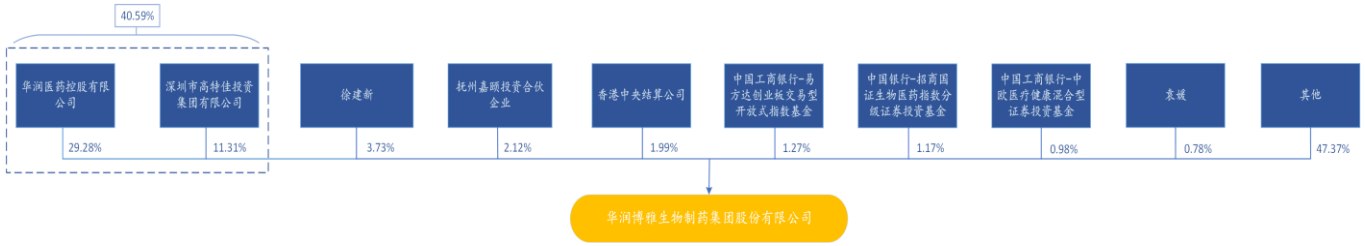


资料来源：公司官网，国元证券研究所

华润入主赋能，公司股权结构稳定。截至2024年3月30日，公司第一大股东为华润医药控股有限公司，持股比例为29.28%；第二大股东为深圳高特佳投资集团，持股比例为11.31%。同时，深圳高特佳将其11.31%股份表决权委托给华润医药控股有限公司，华润医药合计持有公司40.59%的股份表决权。

公司实际控制人中国华润有限公司由国务院国有资产监督管理委员会批准设立，经过多年发展，华润奠定了目前的业务格局和经营规模，旗下业务涵盖大消费、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，公司位列2023年《财富》世界五百强第74位。

图 2：公司股权结构图（截至 2024.03.30）



资料来源：公司公告，iFinD，国元证券研究所

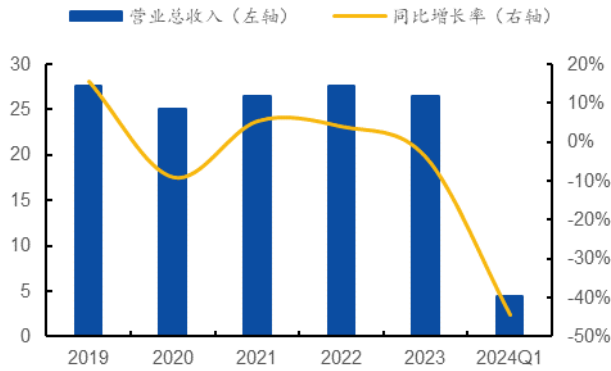
血制品行业竞争格局愈发严峻。近年来，我国血液制品行业并购整合加速，派林生物、卫光生物、广西冠峰、上海莱士实际控制人先后发生变更，目前已形成以天坛生物、泰邦生物、上海莱士、华兰生物等大型血液制品公司为行业龙头的竞争格局。据不完全统计，2023 年我国新增在营浆站 33 家，全年共采集血浆 12,079 吨，同比增长 18.6%，前四家公司合计采集原料血浆超 7000 余吨，约占国内总采浆量的 60%。

公司剥离复大医药和天安药业。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。2023 年 9 月 26 日，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的同业竞争问题，同时也让公司聚焦血制品主业，致力于构建华润大健康板块的血液制品平台。

1.2 血制品业务稳步发展，公司业绩经营稳健

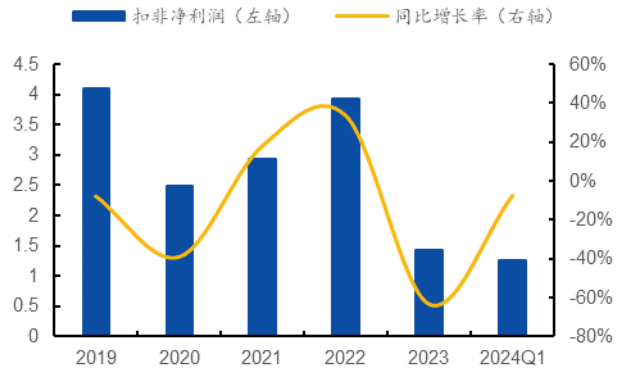
公司近年营收稳定，一季度业绩略有下滑。公司 2019-2023 年营业收入规模总体平稳，维持在 26 亿上下浮动。2020-2022 年扣非净利润保持增长态势，2023 年扣非净利润下降主要由于公司计提收购南京新百药业形成的商誉减值准备 2.98 亿元。公司坚持以血液制品为主导原则，积极稳定非血液制品业务，并逐步推进非血液制品业务剥离。公司今年一季度业绩有所下滑，主要原因是由于公司转让了复大医药和天安药业所致，营业收入和利润较往年有所下降。剥离了糖尿病业务（天安药业）和药品经销业务（复大医药）后，预期公司毛利率会有所提升，有利于公司长远发展。

图 3：近年营收及增长率（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

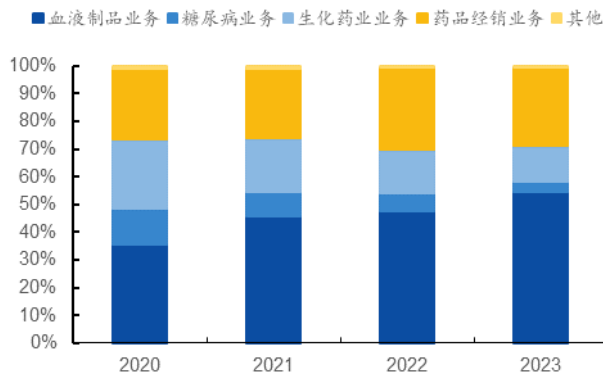
图 4：近年扣非净利润及增长率（亿元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

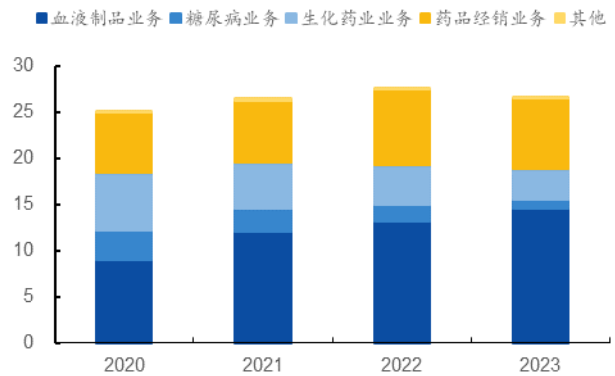
从收入结构上看，血液制品业务是目前公司最主要的收入来源。血液制品业务成为公司主要收入来源，血液制品业务的比重从 2020 年的 35.55% 提升到 2023 年 54.75%。血液制品业务收入不断提升，从 2020 年的 8.93 亿元上升到 2023 年的 14.52 亿元，年均复合增速达 17.57%。华润入主公司后，公司坚持以血液制品为主导原则，积极稳定非血液制品业务，并逐步推进非血液制品业务剥离。2023 年 9 月公司将广东复大医药和贵州天安药业的全部股权分别转让给华润医药商业集团和华润双鹤药业。

图 5：按行业分收入结构（%）



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

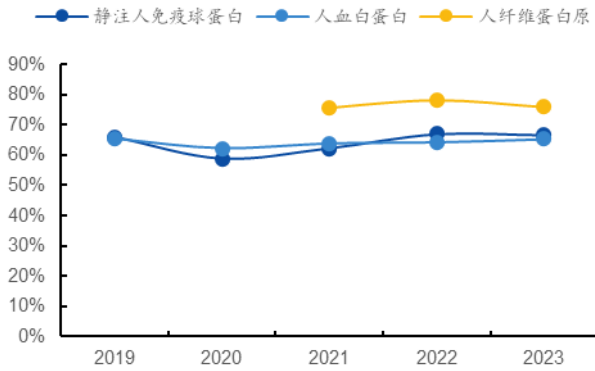
图 6：按行业分收入结构（亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，国元证券研究所

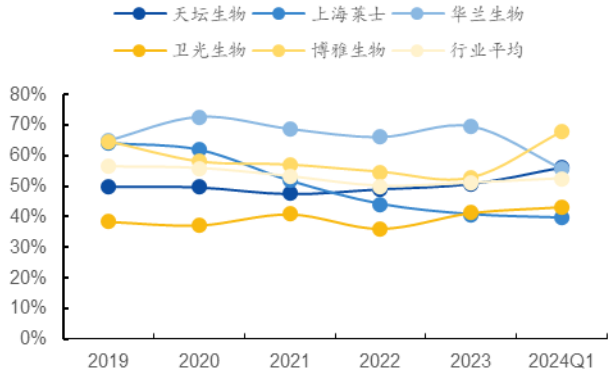
公司血液制品业务主要产品毛利率均维持在 60% 以上，其中人纤维蛋白原毛利率维持在 75% 以上。血制品行业准入门槛相对较高，血液制品生产周期长，技术壁垒较高，成品需要多道程序分离加工，产品毛利率也相对维持较高水平。且国务院颁布文件，自 2001 年起，不再批准新的血液制品生产企业，供给端企业竞争压力相对较小。公司是全国少数人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类产品齐全的企业之一，毛利率水平在行业内位于中上游水平。24 年一季度公司毛利率水平上升到 67.79%，主要系公司部分非血液制品业务剥离。

图 7：主要产品近年毛利率（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

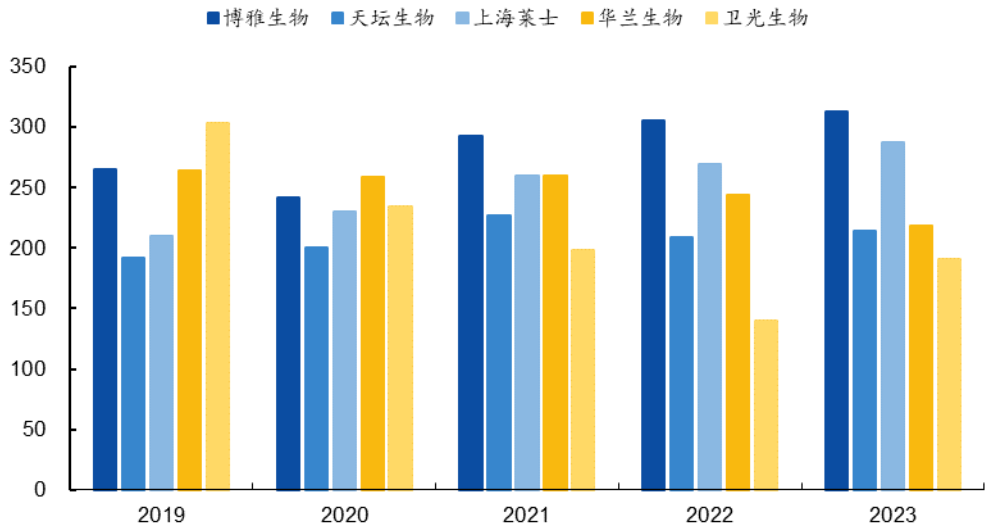
图 8：可比公司毛利率变化情况（%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司吨浆收入行业领先。公司具备良好的质量管理水平，并是全国较早通过国家药品新版 GMP 认证的企业之一。公司结合资源情况，建立了完整的药品质量管理体系，确保持续稳定地生产出符合预定用途和注册要求的药品。公司不断优化生产工艺，核心产品收得率位于行业领先地位。公司自有专利方法制备的纤维蛋白原，在收得率和市场占有率方面名列前茅。公司吨浆收入从 2019 年的 265.56 万元/吨上升到 2023 年的 312.71 万元/吨，吨浆收入提升显著，位于行业前列。

图 9：血制品行业企业吨浆收入情况（万元/吨）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

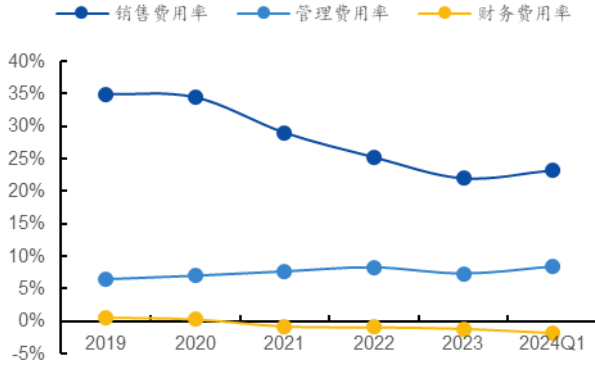
公司销售费用率、管理费用率和财务费用率总体呈现下降趋势。销售费用率从 2019 年的 34.87% 下降至 2023 年的 21.97%；管理费用率总体维持在 7% 上下浮动；财务费用率总体呈现下降趋势，其中 2024 年一季度财务费用率为 -1.83%。公司成本管控方面取得一定成效。

公司持续注重研发，从血液制品行业重难点出发，聚焦开展“长线”和“短线”相结合的

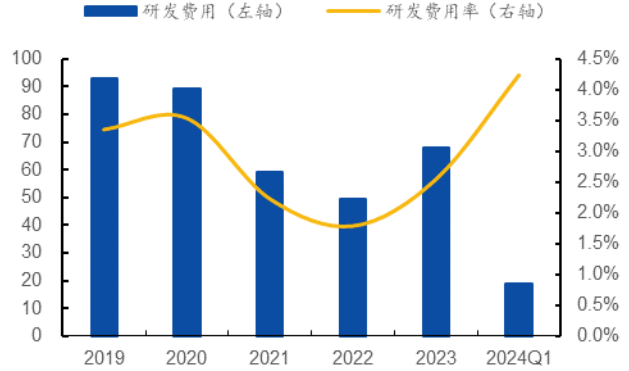
研发创新。积极加快在研产品进度，同时持续抓好产品创新，加大经费投入，激发创新活力。2024年一季度公司研发费用率 4.24%，较去年有所提升。

图 10：公司近年销售、管理、财务费用率（%）

图 11：公司研发费用及占营业收入比例（百万元，%）



资料来源：iFinD，国元证券研究所



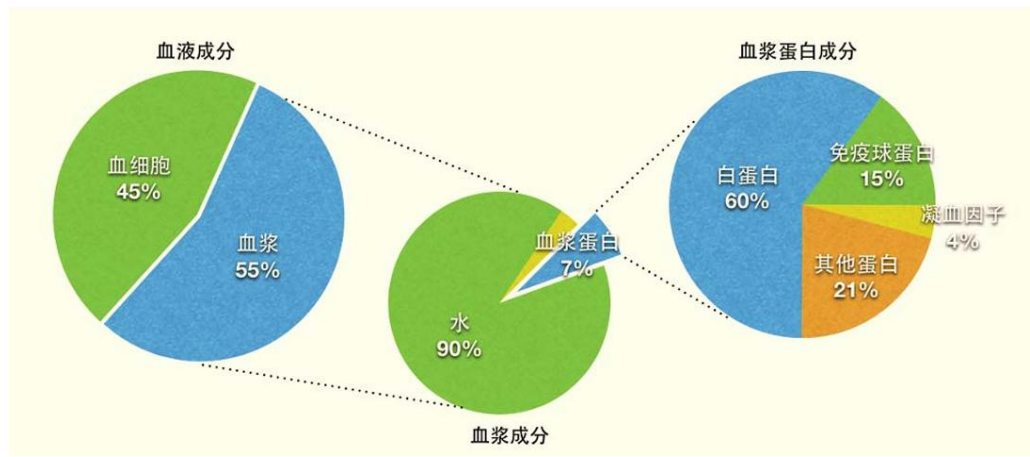
资料来源：iFinD，国元证券研究所

2. 血制品行业市场广阔，行业先发优势明显

2.1 血制品行业前景广阔，行业集中度相对较高

人体血液是由血浆、红细胞、白细胞和血小板组成。血浆约占血液体积的 55%。人血浆中约 90%是水，仅有约 7%是蛋白质。在蛋白质中约 60%为白蛋白、约 15%为免疫球蛋白、约 4%为凝血因子类、约 21%为其他蛋白成分。

图 12：血液、血浆及血浆蛋白构成示意图



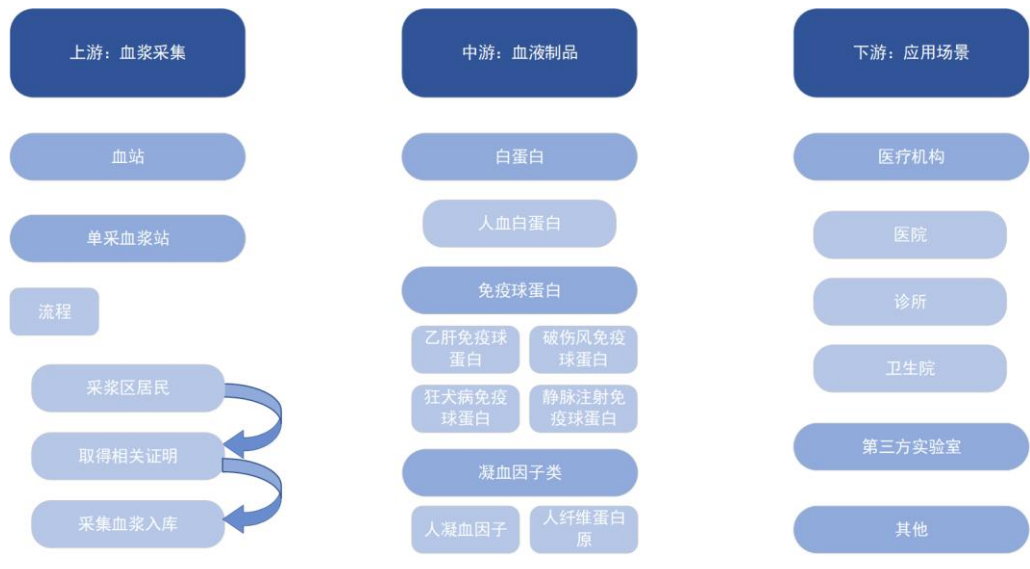
资料来源：卫光生物招股说明书，国元证券研究所

血液制品是由健康人血浆或经特异免疫的人血浆，经分离、提纯或由重组 DNA 技术制备的血浆蛋白组分，以及血液细胞有形成分的统称。血液制品的原料是血浆，来源于献浆员。由血浆到产品这个过程在生产企业内部完成，产品经过批签发后，直接销往医院，最终由医院提供给患者。

由于血液制品行业产业链比较短，生产企业占据了产业链的大部分，具有较强的话语

权。从供血浆者、浆站、产品设计到经销商、医院再到患者，生产企业控制了浆站及产品，加之由于血液制品目前处于供不应求的状态，因而血液制品企业基本控制了整个产业。

图 13：中国血液制品产业链结构



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

血液制品主要有人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子三大类。人血白蛋白主要用于调节血浆胶体渗透压、扩充血容量，治疗创伤性、出血性休克、严重烧伤及低蛋白血症，在中风、肝硬化和肾病等常见疾病中都有着广泛应用；人免疫球蛋白类产品主要用于免疫球蛋白缺乏症、自身免疫性疾病以及各类感染性疾病的预防和治疗，与抗生素或抗病毒类药物合用可提高对某些严重性细菌性或病毒性感染疾病的疗效；凝血因子类产品用于治疗各种凝血障碍类疾病，并且外科手术止血中也有广泛的应用，其包含组分种类众多，各组分对应的适应症又有不同，是未来新产品开发的重点。

表 1：血制品提取来源与主要种类

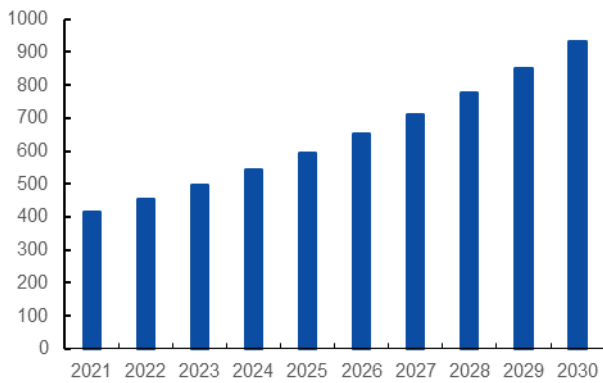
提取来源	血制品主要种类
白蛋白	人血白蛋白
免疫球蛋白	肌肉注射用人免疫球蛋白
	静脉注射用人免疫球蛋白 (pH4)
	狂犬病人免疫球蛋白
	乙型肝炎人免疫球蛋白
	组织胺人免疫球蛋白
凝血因子	破伤风人免疫球蛋白
	人凝血酶原复合物
	人纤维蛋白原
	人凝血因子 VIII
	重组人凝血因子 VIII

		外用冻干人凝血酶
		外用冻干人纤维蛋白胶
其他蛋白成分	蛋白酶抑制剂	α -1 蛋白酶抑制剂
	酯酶抑制剂	C1 酯酶抑制剂

资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

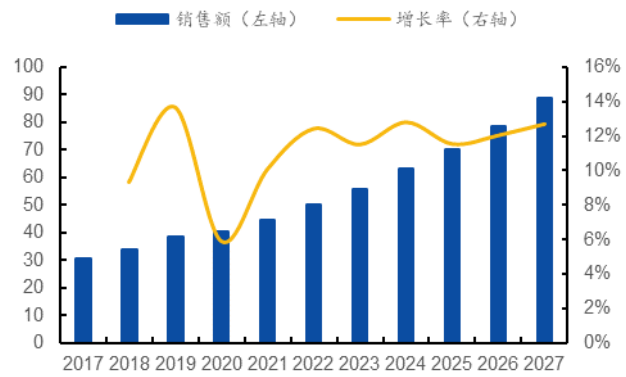
血制品市场需求广阔。在紧急的临床救治、重大灾害及战伤抢救中，血液制品发挥着无可替代的关键作用，被誉为“救命药”，是关系国家医药卫生安全、国防安全和生物安全的重要战略物资。伴随着全球人口老龄化的趋势加剧和医疗技术的进步，血制品市场的需求预期将持续增长。2021 年全球血液及血制品市场规模约为 417 亿美元，预计 2030 年将达到 931 亿美元，年均复合增长率 9.33%。根据 QYResearch 数据统计，预计到 2027 年中国血制品市场规模将达到 88.71 亿美元，2022-2027 年复合增长率 12.1%。

图 14：全球血液制品市场规模预测（亿美元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

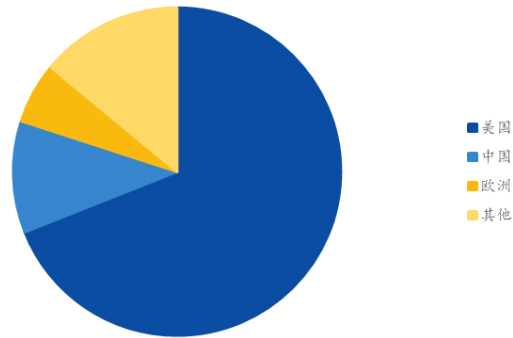
图 15：中国血制品市场规模预测（亿美元，%）



资料来源：QYResearch，国元证券研究所

采浆量是血液制品和核心要素。采浆量是否充足，直接决定了一个国家血液制品行业的发展。而采浆能力的大小，极大程度上取决于单采血浆站的数量。全球共设置有上千家单采血浆站，血浆采集量约 6 万吨，主要集中在美国、中国、德国、捷克等地，其中大约 70% 浆站设置在美国。美国 2021 年采浆量约为 4 万吨，境内有数家大型血浆蛋白制品企业和中介组织，500 多个血浆采集站，2000 多个采血中心，构成了从原料血浆到血浆蛋白制品的组织机构。

图 16: 全球采浆区域分布情况 (%)



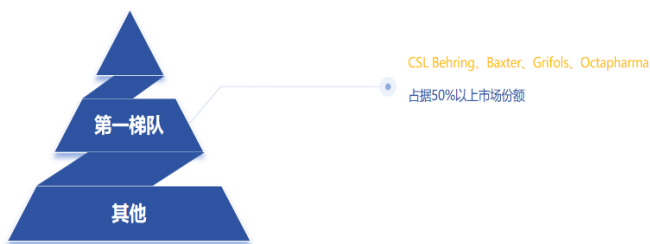
资料来源: XYZ RESEARCH, 国元证券研究所

全球范围内, 血液制品行业呈现出寡头垄断的态势, 行业高度集中。随着企业间的兼并重组, 全球血液制品企业数量大幅减少, 目前国外仅剩不到 20 家血液制品企业(不含中国), 其中美国 5 家, 欧洲 8 家。根据智研咨询资料显示, 杰特贝林、基立福、奥克特珐玛等前五家血液制品巨头凭借其技术优势和规模效应, 占据全球 80%-85% 的市场份额, 采浆量和销售份额均占据行业大头, 血制品业务遍布全球。

国内血制品行业集中度相对较高。根据中商产业研究院数据显示, 前七大血制品企业批签发量占整体血制品市场的 89.9%。按批签发量统计, 2020 年我国生物医药血液制品行业中天坛生物占比最多, 达 31.6%; 其次为上海莱士, 占比 16.1%。血液制品的专业化程度高、市场监管力度较严格, 血液制品行业潜在进入者威胁较小; 当前血液制品行业的供给很难覆盖现有需求, 同时供应方产品标准化程度高, 具备较强的议价能力; 血液制品作为医疗急救及某些特定疾病的关键药物, 行业替代品威胁小。总体行业竞争格局相对稳定, 存量企业探求增量业务。

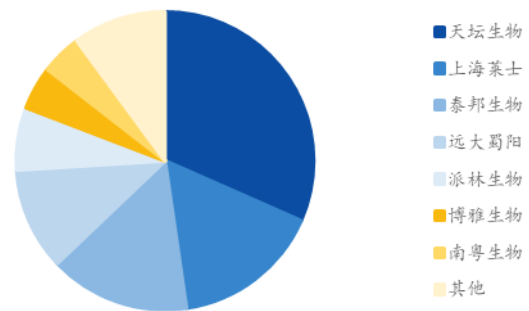
图 17: 全球血液制品行业竞争格局

图 18: 2020 年中国血液制品市场份额占比情况 (%)



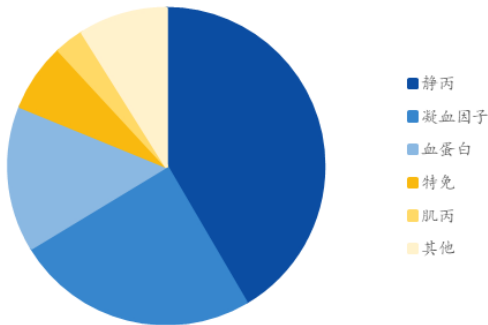
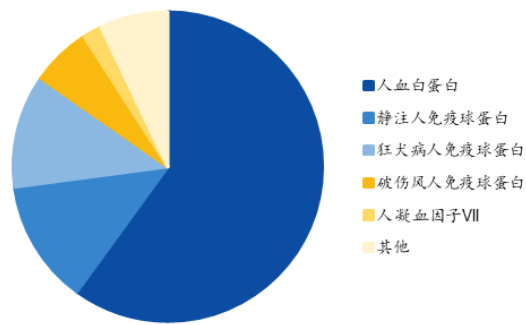
资料来源: 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

2020年中国血液制品市场份额占比情况



资料来源: 中商产业研究院, 国元证券研究所

血液制品品种丰富, 静丙占据主要市场。目前, 国际血液制品行业中的龙头企业可以从血浆中分离出超过 20 种产品, 除了国内现有的品种外, 还有人凝血因子 X、人凝血因子 XIII、血管性血友病因子等, 免疫球蛋白类产品更是多达十几种。海外发达国家目前血制品销售以静丙为主, 从全球范围看, 血制品销售中静丙占比达到 41%。

图 19：全球血液制品产品结构情况（%）

图 20：2020 年国内血液制品产品结构情况（%）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：ResearchInChina，国元证券研究所

国内血制品需求主要以人血白蛋白为主。我国血液制品品种结构和国外差异较大，其中人血白蛋白占据我国血液制品的消费主导位置，占比近 60%，欧美血液制品市场结构中人血白蛋白类仅占 15%，凝血因子类产品占 30%，免疫球蛋白类占 30%。产品结构的差距主要是因为医疗水平、生产水平和价格差距导致。据统计，2017 年我国每千人入血白蛋白用量为美国的 54%，静丙用量为美国的 8.5%，PCC 用量不足美国的 5%。

表 2：全球部分地区血液制品人均消耗量、价格对比情况

产品	国内	欧美	用量倍数	国内价格（人民币）	国际价格（折合人民币）
白蛋白	304kg/百万人	537kg/百万人（美国）	1.5-2	38 元/g	30 元/g
		600kg/百万人（意大利）			
球蛋白	19.2kg/百万人	75.9kg/百万人（意大利）	3-10	230 元/g	503 元/g
凝血因子VIII	0.17IU/人	2.4IU/人（意大利）	14	1.9 元/IU	3.2 元/IU
人纤维蛋白原	0.4g/千人	1.28g/千人（美国，适应症未放开）	3-7	1800 元/g	4000 元/g
		2.66g/千人（德国）			
		2.96g/千人（法国）			

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.2 行业壁垒构筑天然护城河，先发优势明显

血制品行业准入门槛较高，监管政策严格。由于血液制品行业属高风险行业，血液制品的安全性要求很高，国家近年来不断加大监管力度，不断出台监管措施，涵盖了从供血浆者管理及筛选、浆站的安全措施及 GMP 改造、全自动机采、供血浆者身份识别、“检疫期”追溯检疫制度、病毒安全检测、多步病毒灭活工艺、质量保障体系、成品批签发等方面并且要逐步和国际接轨。自 2001 年起，不再批准新的血制品生产企业。不断加强的监管政策提高了行业准入门槛和企业的经营成本，促使行业优胜劣汰和强强联合，行业集中度提高。

表 3：血制品行业相关政策情况

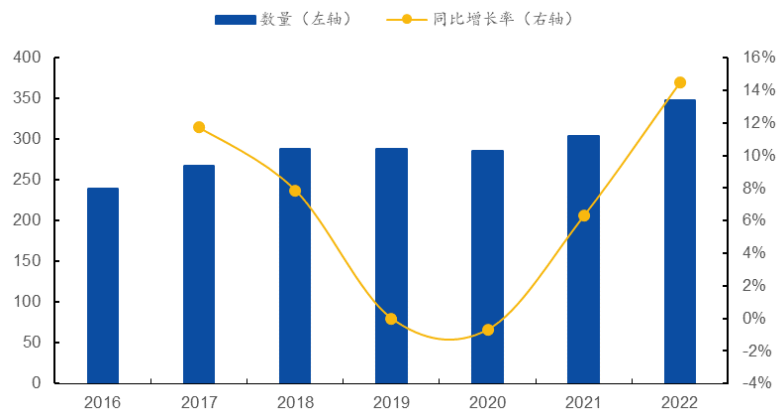
发布时间	政策文件	主要相关内容
1996.12	《血液制品管理条例》	健康人血浆的采集须通过单采血浆站进行，而单采血浆站需取得由省级政府卫生行政部门核发的《单采血浆许可证》才能进行采浆活动，且在一个采血区域内只能设置一个单采血浆站。
2001.05	《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001-2005 年）的通知》	开始对血液制品生产企业实行总量控制，加强监督管理，从 2001 年起，不再批准新的血液制品生产企业。
2006.02	《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划（2006-2010 年）的通知》	重申将继续实行血液制品生产企业的总量控制。
2007.07	《关于实施血液制品生产用原料血浆检疫期的通知》	血液制品生产企业应当建立原料血浆投料前的检疫期制度。
2008.02	《单采血浆站管理办法》	申请设置新的单采血浆站，血液制品生产单位注册的血液制品不得少于 6 个品种(承担国家计划免疫任务的血液制品生产单位不得少于 5 个品种)，同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品，新建浆站需于 3 年内达到 30 吨的年采浆水平。
2016.12	《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	严格新增单采血浆站设置审批，并向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜，新设单采血浆站难度明显增加。
2019.08	《血液制品管理条例》	新建、改建或扩建血制品生产单位，经国务院卫生厅相关部门审查后，由当地各级政府审核批准。
2020.06	《血液制品附录修订稿的公告》	提升了对血液制品企业生产管理负责人、质量管理负责人和质量授权人的资质要求；要求企业定期开展实验室能力评估，确保实验结果准确、可靠和检验过程信息记录的真实、准确、完整和可追溯；要求企业对所有投料生产的原料血浆，必须留样至相应产品有效期届满后 1 年；要求原料血浆留样量应当满足规定病毒的核酸、病毒标志物检测及复测等的用量要求，原料血浆留样使用的容器应当满足留样期间样品保存、信息标识等的需要。
2021.12	《单采血浆站基本标准（2021 年版）》	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。
2022.06	《单采血浆站技术操作规程（2022 年版）》	加强单采血浆站管理，保障献血浆者安全和血浆质量

资料来源：政府官网，国家药品监督管理局，公司招股说明书，卫光生物招股说明书，锐观咨询，国元证券研究所

单采浆站设立相对困难，国内浆站数量增长缓慢。国内回收血浆不允许用于血液制品的生产，原料血浆只能通过单采血浆技术采集。拥有一定数量的浆站是血液制品企业生存和发展的基础，我国对单采血浆站的设立和管理均十分严格，《单采血浆站管理办法》的设立条件主要有：“单采血浆站由血液制品生产单位设置”；“血液制品生产单位设置单采血浆站应当符合当地单采血浆站设置规划，并经省、自治区、直辖市人

民政府卫生行政部门批准”；“血液制品生产单位注册的血液制品不少于 6 个品种，承担国家计划免疫任务的血液制品生产单位不少于 5 个品种”；“单采血浆站只能设置在县及县级市，在一个采浆区域内，只能设置一个单采血浆站，并且不得与全血血站设置在同一行政区划内”等。基于此，血站数量有限，限制了血浆的采集和供应。因而，设立单采血浆站十分困难，近年来我国单采血浆站数量增长缓慢。

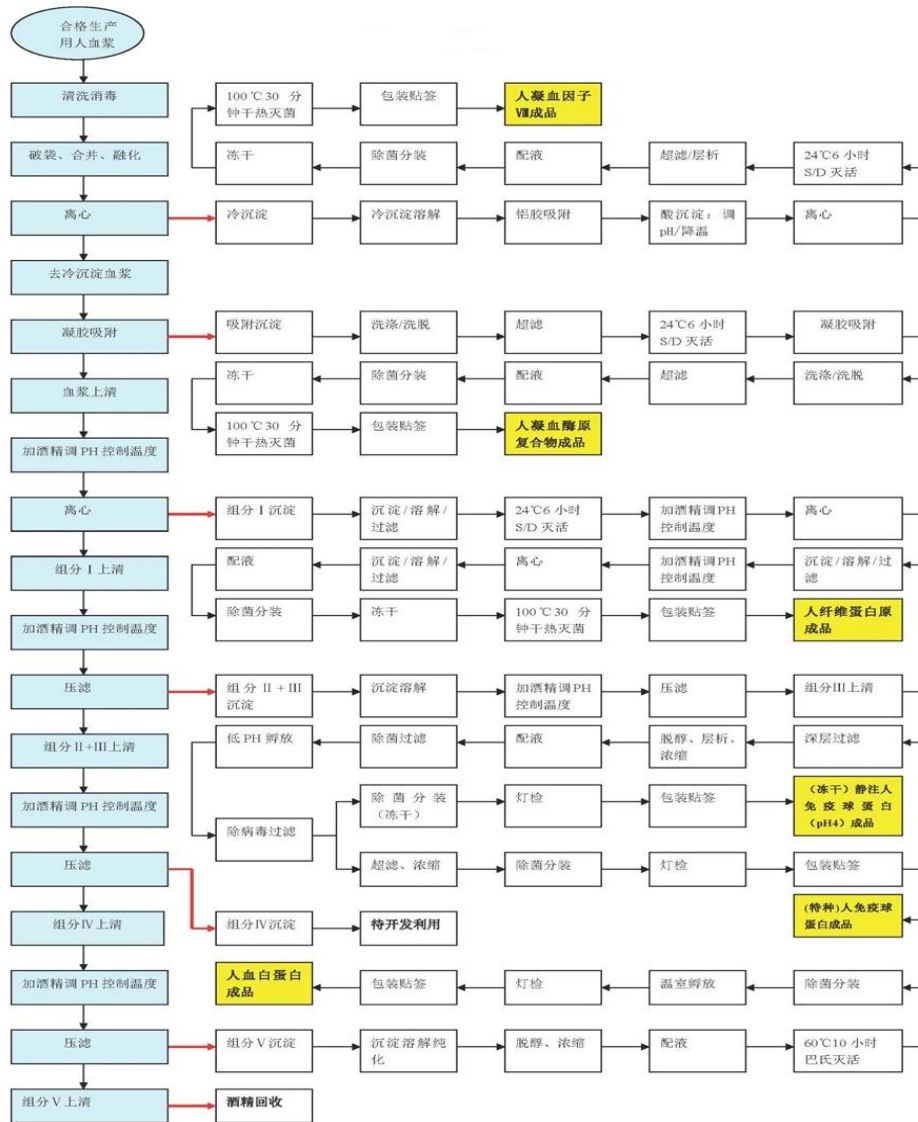
图 21：国内单采血浆站数量情况（个，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

技术壁垒相对较高。血液制品的制作往往需要经过多道工序加工，随着血液制品创新和生产技术的发展，作为技术密集型的制药行业，对血液制品的功效和质量稳定性的要求日益提高，从而亦对生产、质控和研发人员的技术水平、经验积累等综合素质提出了更高的要求。血液制品企业具有极高的原料血浆刚性成本，生产企业要想降低单位成本以提高竞争力就必须提高血浆的综合利用率。一方面需拥有先进的技术力量以提高产品收率；另一方面，需具备强大研发能力以开发新产品和新工艺，丰富产品种类。因此，血液制品行业存在较高的技术壁垒。

图 22：血制品主要产品工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3. 央企持续赋能，公司有望迎来新突破

3.1 浆站数量迎来增长，血液制品产能逐步扩充

借助华润平台，浆站迎来新增长，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，获得若干县、市批文以及泰和县、乐平市的 2 个省级批文，新浆站拓展取得近年来重大突破。新浆站争取 6-7 月份通过验收、开展采浆。

表 4：公司现有浆站分布情况

浆站名称	所在地区	经营状态
南城浆站	江西省	在营
南康浆站	江西省	在营
崇仁浆站	江西省	在营
金溪浆站	江西省	在营
岳池浆站	四川省	在营
邻水浆站	四川省	在营
丰城浆站	江西省	在营
信丰浆站	江西省	在营
于都浆站	江西省	在营
都昌浆站	江西省	在营
广昌浆站	江西省	在营
乐安浆站	江西省	在营
屯昌浆站	海南省	在营
阳城浆站	山西省	在营
泰和浆站	江西省	在建
乐平浆站	江西省	在建

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

目前，国内血液制品行业第一梯队企业为天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物，四家企业的产品线丰富程度相当、产品差异性较小，共占据了 60% 以上的市场份额。从原料血浆规模角度评判，华兰生物、上海莱士、泰邦生物、天坛生物等年采浆规模均超过千吨，浆站数量占比 45%，年采浆量占比 55%。同时，**华兰生物、泰邦生物等已在建设新一代智能工厂建设**，产能优势、产线优势、智慧监管优势等将在新车间投入使用后展现，行业呈现多强并立的局面。公司作为华润集团大健康版块唯一的血液制品平台将聚焦主业，积极拓展浆站、整合国内血液制品行业资源，为进入国内血液制品行业第一梯队打好基础。

构建血液制品智能工厂，扩大相关产能。为满足公司未来采浆量快速增长的需要，公司新建血液制品智能工厂，预估 2027 年 7 月转产，按 2 天 1 批投料，全年累计投浆 750 吨，逐年递增至 2029 年达产 1200 吨，项目总投资为 21.85 亿元。设计年处理血浆 1200 吨，1 天 1 批、每批 6 吨、全年 300 个生产日投料 200 个批次，结合产品规划，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，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。

表 5：公司主要产品及应用领域和功能

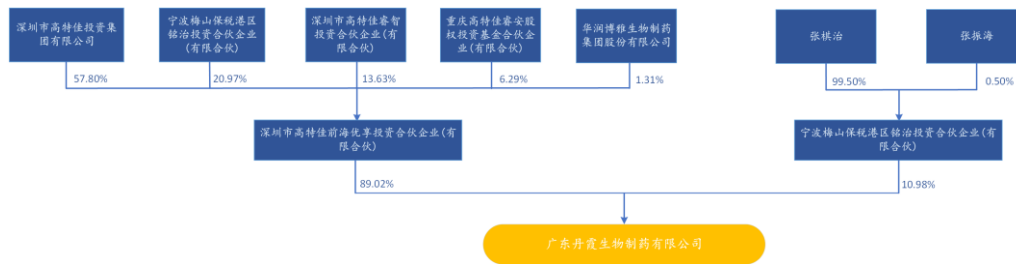
分类	品种	应用领域和功能
白蛋白	人血白蛋白	具有调节血浆渗透压、运输、解毒和营养供给功能；适用于癌症化疗或放疗患者、低蛋白血症、烧伤、失血创伤引起的休克，肝病、糖尿病患者，可用于心肺分流术、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症。
	人免疫球蛋白	预防麻疹和传染性肝炎，若与抗生素合并使用，可提高对某些细菌和病毒感染的疗效。
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性，临床适应症较多。适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等。
	冻干静注人免疫球蛋白	适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等。
	乙肝人免疫球蛋白	主要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）。
	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：公司公告，国元证券研究所

3.2 丹霞业绩逐步修复，有望纳入公司版图

公司与第二大股东达成战略合作协议。2023 年 4 月，公司发布关于签署战略合作框架协议暨关联交易的公告。博雅生物与高特佳集团、丹霞生物签署《战略合作框架协议》以加强各方在医药大健康领域的深入合作。具体内容包括以下几项：一、公司将派对丹霞派出经营管理团队及业务骨干协助且运营管理，为丹霞经营计划、投资方案等提出合理建议。高特佳将协调丹霞现有股东各方关系，改善优化股权结构，为丹霞运营及发展协调资金支持。二、高特佳同意在改善优化丹霞的股权结构过程中，将同步促成博雅通过前海优享基金间接持有丹霞的份额调整成为丹霞的直接股东；若前海优享基金或丹霞股权结构变动，高特佳将促成博雅享有优先合作权。

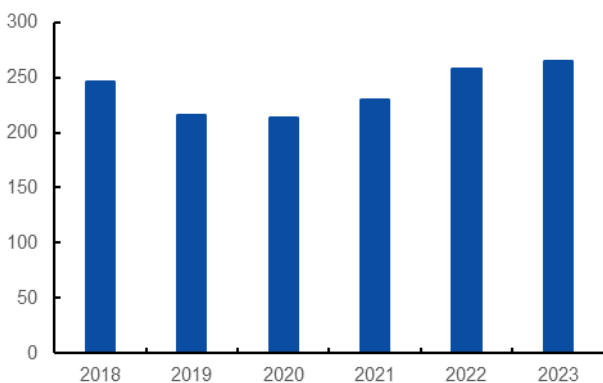
图 23：丹霞生物股权结构图



资料来源：iFinD，国元证券研究所

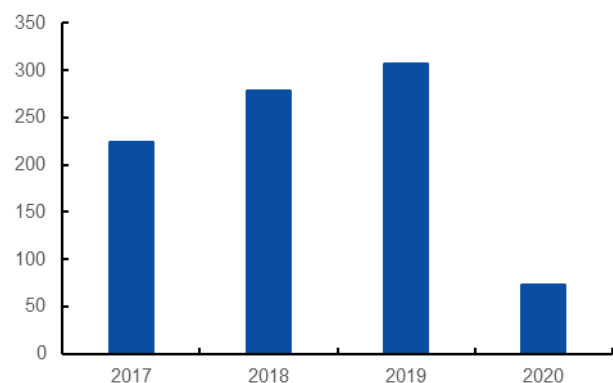
广东丹霞生物制药有限公司成立于 2002 年，公司主要经营范围包括药品批发、药品委托生产、药品零售、原料血浆的采集与供应等。根据公司公开信息显示，丹霞生物经营正常，目前丹霞生物已有 9 个站开采，其他 8 个浆站的恢复采集工作也在积极推进。丹霞生物拥有人血白蛋白和人免疫球蛋白 2 个品种。目前年处理血浆能力 300 吨。2023 年丹霞生物已有盈利，其肌丙产品销售情况表现良好，为公司带来稳定收入。未来随着丹霞生物生产经营、财务状况得到改善，在符合上市公司监管要求的前提下，经交易双方协商后，公司将适时启动并购整合工作，为公司产能以及浆站数量带来增量。

图 24：丹霞生物员工人数（人）



资料来源：企查查，国元证券研究所

图 25：丹霞生物采浆量情况（吨）

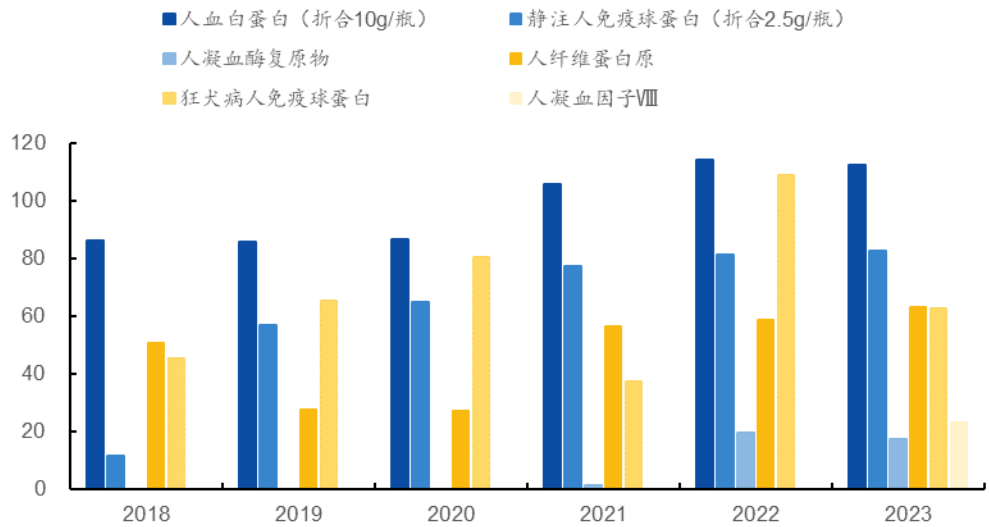


资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 血液制品种类丰富，营收增长可期

公司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。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，多用于免疫性疾病治疗，传染性疾病被动免疫和治疗等；凝血因子在血液中含有量最少，凝血因子类产品主要用于凝血、止血。公司是国内重要的血液制品生产企业之一，产品涵盖人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）和凝血因子等 9 个品种 23 个规格的产品。

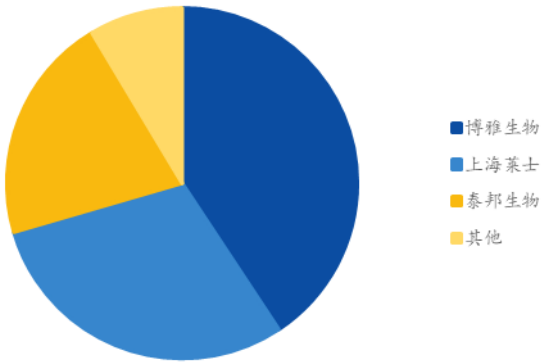
图 26：公司血液制品批签发情况（万瓶）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

人纤维蛋白原作为公司核心产品，占据国内市场较大份额。公司人纤维蛋白原收入稳步增长，销售收入从 2018 年的 2.94 亿元增长到 2023 年的 4.19 亿元，年均复合增长率 7.34%。根据中商产业研究院数据显示，2022 年中国纤维蛋白原市场中，前三企业市场总份额超过 90%，其中公司以 40.7% 的市场份额位于首位，在市场端，公司具有一定的竞争优势。

图 27：国内人纤维蛋白原市场份额情况（%）



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

图 28：公司人纤维蛋白原销售情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

静丙未来或迎来转变，国内市场仍待开拓。长期来看，静注人免疫球蛋白（静丙）市场还有巨大的增长空间和潜力。目前国内静丙获批适应症较少，主要包括：原发性免疫球蛋白缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异性免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染，新生儿败血症等；自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病。美国 FDA 已批准了静丙 9 类适应症，涉及免疫缺陷疾病、血液疾病、神经系统疾病等；相比国际经验，我国静丙

的治疗覆盖面仍有一定提升空间,适应症有待开拓。国内静丙消费量约为 12.7g/1000 人,远低于美国 200.4g/1000 人的消费水平。对比国外用量,静丙的使用还有巨大的上升空间。

图 29: 静丙说明书内用法和有证据支持的超说明书用法获益评分

主要诊断	例数及构成比 (%)	我国说明书	临床用药须知 (2010)	获益评分					平均分
				指南 A	指南 B	指南 C	指南 D	指南 E	
重症肺炎 a	15 (9.26)	√	√	NI	NI	NI	NI	NI	—
重症腺毒症 a	6 (3.70)	√	√	0	NI	NI	NI	NI	0
肠道病毒性脑膜炎	3 (1.85)	×	×	NI	NI	NI	2	NI	2
系统性红斑狼疮	8 (4.94)	×	√	0	NI	NI	1	NI	0.5
干燥综合征	1 (0.62)	×	×	1	NI	NI	NI	NI	1
原发性免疫缺陷	1 (0.62)	√	√	3	3	NI	3	NI	3
胸腺瘤伴免疫缺陷	1 (0.62)	×	×	NI	3	NI	NI	NI	3
血管炎	1 (0.62)	×	×	NI	1	NI	1	NI	1
急性移植物抗宿主病	1 (0.62)	×	×	2	NI	NI	2	NI	2
中毒性表皮坏死松解症	3 (1.85)	×	×	2	3	NI	2	NI	2.33
噬血细胞综合征	14 (8.64)	×	×	2	2	1	NI	NI	1.67
原发性血小板减少性紫癜	8 (4.94)	√	√	3	3	3	3	NI	3
自身免疫性溶血性贫血	5 (3.09)	×	×	2	2	1	1	NI	1.5
急性髓细胞白血病	1 (0.62)	×	×	3	NI	0	NI	NI	1.5
造血干细胞移植	4 (2.47)	×	×	2	NI	1	2	NI	1.67
伊文思综合症	2 (1.23)	×	×	2	2	2	NI	NI	2
慢性淋巴细胞白血病	2 (1.23)	×	×	3	NI	0	2	NI	1.67
重症肌无力	12 (7.41)	×	×	3	2	NI	2	2	2.25
格林-巴利综合征	11 (6.79)	×	×	3	3	NI	3	3	3
急性播散性脑脊髓膜炎	1 (0.62)	×	×	2	1	NI	1	NI	1.33
视神经脊髓炎	2 (1.23)	×	×	1	NI	NI	NI	NI	1
脱髓鞘脑干脑炎	3 (1.85)	×	×	3	3	NI	3	3	3
慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病	8 (4.94)	×	×	3	3	NI	3	3	3
脱髓鞘脑干脑炎	3 (1.85)	×	×	NI	NI	NI	1	NI	1
抗 NMDA 受体脑炎	5 (3.09)	×	×	NI	1	NI	NI	NI	1
Bicker-staff 脑干脑炎	1 (0.62)	×	×	NI	3	NI	NI	NI	3
僵人综合征	1 (0.62)	×	×	3	2	NI	2	NI	2.33
多灶性运动神经病	1 (0.62)	×	×	3	2	NI	3	2	2.5
肝移植	8 (4.94)	×	×	1	NI	NI	1	NI	1

注: √: 表示核准适应症; ×: 表示非核准适应症; NI: 表示指南中未提及; —: 表示所有指南均未提及, 无法评分。a: 查阅病例并结合相关文献进行分析, 最终均判定为“重症感染”, 视为符合我国 IVIg 说明书的适应症。

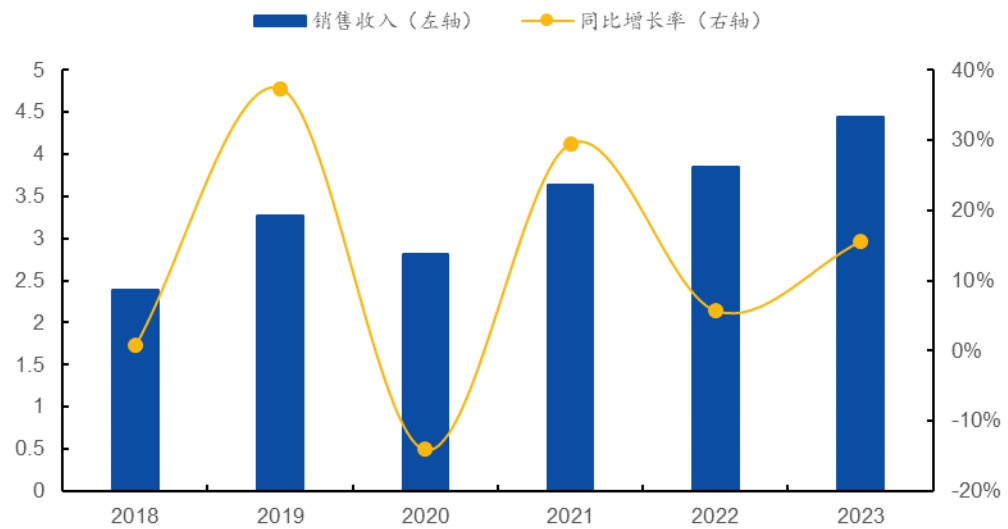
获益评分的评价标准: 3 分肯定获益, <3 且 ≥2 分很可能获益, <2 且 ≥1 分可能获益, <1 分不可能获益

2008 年澳大利亚 IVIG 临床使用标准 (A)、2011 年英国 IVIg 临床使用指南 (B)、2007 年加拿大国家血液和血液制品咨询委员会静脉注射免疫球蛋白治疗血液病指南 (C)、2006 年美国变态反应哮喘和免疫学会 IVIg 使用指南 (D)、2012 年美国神经病学学会治疗和技术评价委员会关于静脉注射免疫球蛋白在神经肌肉疾病治疗中应用的循证指南 (E)

资料来源:《成人患者应用静注人免疫球蛋白的情况及合理性分析》王维娜等, 国元证券研究所

公司静注人免疫球蛋白产品稳定增长。2023 年公司静注人免疫球蛋白销售收入为 4.45 亿元, 较去年同期增长 15.55%。公司静注人免疫球蛋白销售收入从 2018 年的 2.38 亿元上升到 2023 年的 4.45 亿元, 年均复合增长率 13%。

图 30：公司静注人免疫球蛋白销售情况（亿元，%）



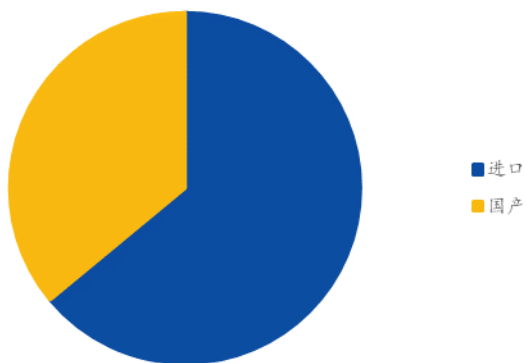
资料来源：公司公告，国元证券研究所

人血白蛋白市场广阔，进口比重较高。人血白蛋白作为人体重要的基础营养物质之一，对维持正常生命活动发挥不可或缺的作用。在国内，受血制品进口限制影响，人血白蛋白市场起步最快，行业发展较为成熟。根据智研咨询数据显示，2022 年我国人血白蛋白行业市场规模从 2015 年的 160.27 亿元增长至 338.58 亿元，预计 2023 年我国人血白蛋白行业市场规模有望达到 361.79 亿元。

随着国内对白蛋白使用量增加明显，我国每年临床需要白蛋白产品有超 60% 靠从欧美国家进口。2022 年，国产人血白蛋白共 1569 批次，占比 36%，进口人血白蛋白共 2743 批次，占比 64%。

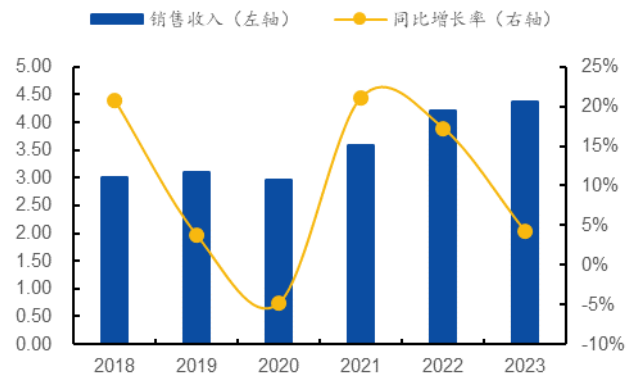
公司国产替代可期。伴随公司未来产能进一步扩大，有望逐步在国内市场实现国产替代。公司人血白蛋白产品 2023 年销售收入为 4.38 亿元，较去年上升 4.26%，总体增长稳健。

图 31：2022 年人血白蛋白批签发结构情况 (%)



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

图 32：公司人血白蛋白销售情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司技术雄厚，先后承担了国家“863 计划”项目、江西省重大研发专项等 20 多项政府专项，拥有各类专利 200 余项，多次荣膺省、市科学技术奖和优秀新产品奖。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。

血液制品方面，2023 年 6 月，公司 C1 酯酶抑制剂获得《药物临床试验批准通知书》，进一步加快公司在研产品的进度；开展血管性血友病因子（vWF）、静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）项目的临床研究，以尽快申报生产批件，其他研发项目正在推进。

表 6：公司血液制品业务研发管线

项目名称	项目进展	拟达到的目标
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	获批《药品注册证书》
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	获批《药品注册证书》
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	获批《药品注册证书》

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测

4.1 公司收入拆分

关键假设：

1、血液制品业务：公司血液制品主要产品包括静注人免疫球蛋白、人血白蛋白以及人纤维蛋白原。人纤维蛋白原作为公司优势品种，预期保持行业强势地位；静注人免疫球蛋白随着国内市场的逐步开拓，预期未来将带来增量；人血白蛋白作为国内血制品消费的主要品种，市场空间广阔。我们预计 2024-2026 年营收的同比增速分别为 8.78%、7.45%、5.67%。

2、生化类用药业务：预期总体规模大体保持不变，业绩维持稳定状态。我们预计 2024-2026 年营收的同比增速分别为-5.71%、-2.30%、0.92%。

表 7：博雅生物收入拆分（百万元，%）

收入拆分（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	1314.87	1451.69	1579.12	1696.77	1793.03
增速	8.63%	10.41%	8.78%	7.45%	5.67%
血液制品业务					
成本	387.45	439.32	477.88	513.49	542.62
毛利	927.42	1012.37	1101.24	1183.28	1250.41
毛利率	70.53%	69.74%	69.74%	69.74%	69.74%

生化类用药业务	收入	438.09	335.11	315.97	308.70	311.54
	增速	-14.26%	-23.51%	-5.71%	-2.30%	0.92%
	成本	90.86	79.03	74.52	72.80	73.47
	毛利	347.22	256.09	241.45	235.90	238.07
	毛利率	79.26%	76.42%	76.42%	76.42%	76.42%
复大医药经销业务	收入	814.21	757.80	0.00	0.00	0.00
	成本	709.79	673.49	0.00	0.00	0.00
	毛利	104.42	84.31	0.00	0.00	0.00
	毛利率	12.82%	11.13%	0.00%	0.00%	0.00%
糖尿病业务	收入	178.39	97.44	0.00	0.00	0.00
	成本	49.14	34.15	0.00	0.00	0.00
	毛利	129.25	63.29	0.00	0.00	0.00
	毛利率	72.45%	64.95%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	收入	13.14	9.94	8.45	7.77	7.93
	增速	-52.58%	-24.36%	-15.00%	-8.00%	2.00%
	成本	13.64	26.88	22.85	21.02	21.44
	毛利	-0.50	-16.94	-14.40	-13.25	-13.51
汇总	营业收入	2758.70	2651.98	1903.54	2013.25	2112.50
	增速	4.08%	-3.87%	-28.22%	5.76%	4.93%
	营业成本	1250.87	1252.86	575.25	607.31	637.53
	毛利	1507.83	1399.12	1328.29	1405.94	1474.97
	毛利率	54.66%	52.76%	69.78%	69.83%	69.82%

资料来源：iFinD，国元证券研究所

我们预计 2024-2026 年公司收入为 19.04/20.13/21.13 亿元，归母净利润为 5.55/6.10/6.40 亿元，EPS 为 1.10/1.21/1.27 元/股，对应 PE 分别为 29.32/26.69/25.44 倍。首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

4.2 可比公司估值比较

公司主要从事血液制品业务，主要产品为静注人免疫球蛋白、人血白蛋白以及人纤维蛋白原等。血液制品业务收入占公司营收比例为 50% 左右，随着天安药业和复大医药的剥离，这一比例将进一步提升。因此我们选取同样以血液制品业务为主的天坛生物、上海莱士、华兰生物、卫光生物为可比公司。目前公司估值水平处于行业平均水平附近，公司浆站丰富的储备以及未来采浆量的提升带来业绩的确定性，有望带动公

司估值上行。

表 8：可比公司估值对比（截至 2024.07.11）

证券代码	股票简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
600161.SH	天坛生物	23.77	470.0	0.81	0.98	35.23	29.13
002252.SZ	上海莱士	7.74	514.4	0.36	0.41	20.75	18.26
002007.SZ	华兰生物	16.33	298.6	0.93	1.07	17.42	15.04
002880.SZ	卫光生物	28.25	64.1	1.14	1.35	24.40	20.59
平均值						24.45	20.76

资料来源：iFinD，国元证券研究所注：可比公司 EPS、PE 来自 iFinD 一致预期

5. 风险提示

- 1、浆站申请不及预期风险：如若未来公司浆站数量申请不及预期，公司采浆量受到影响，从而影响公司营收；
- 2、产品研发不及预期风险：血液制品新产品的研发是一个漫长、高风险的过程，产品研发具有一定的不确定性；
- 3、行业竞争加剧风险：若未来有新企业通过并购进入参与竞争，可能影响公司销售。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6073.39	6427.63	6576.14	7110.51	7606.19
现金	1531.62	1961.48	2710.79	3109.27	3583.94
应收账款	461.71	209.84	262.62	257.78	242.90
其他应收款	100.62	264.40	102.76	126.58	152.27
预付账款	9.66	4.67	4.38	3.86	3.76
存货	666.96	556.94	301.23	303.88	312.05
其他流动资产	3302.82	3430.31	3194.37	3309.13	3311.27
非流动资产	1959.79	1401.27	1693.93	1544.28	1368.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	639.88	634.23	612.75	547.14	475.72
无形资产	312.17	269.31	276.27	300.01	289.36
其他非流动资产	1007.73	497.72	804.91	697.12	603.25
资产总计	8033.18	7828.90	8270.08	8654.79	8974.52
流动负债	705.34	456.45	474.29	473.67	453.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	270.38	76.61	91.36	88.28	77.63
其他流动负债	434.96	379.84	382.93	385.38	375.65
非流动负债	43.01	51.63	49.78	43.85	45.48
长期借款	0.00	22.15	11.19	7.54	10.06
其他非流动负债	43.01	29.48	38.59	36.31	35.43
负债合计	748.35	508.07	524.07	517.52	498.77
少数股东权益	99.19	1.07	22.25	45.13	70.75
股本	504.25	504.25	504.25	504.25	504.25
资本公积	4065.50	4063.00	4063.00	4063.00	4063.00
留存收益	2615.89	2752.50	3156.52	3524.90	3837.76
归属母公司股东权益	7185.63	7319.75	7723.76	8092.14	8405.01
负债和股东权益	8033.18	7828.90	8270.08	8654.79	8974.52

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	596.44	641.73	993.52	560.42	548.78
净利润	445.49	248.15	576.46	632.92	665.53
折旧摊销	106.91	110.33	104.83	107.45	109.05
财务费用	-25.28	-30.49	-95.34	-119.67	-137.79
投资损失	-38.73	-14.01	-19.08	-22.87	-25.42
营运资金变动	45.78	54.71	391.67	-1.26	-10.00
其他经营现金流	62.27	273.04	34.99	-36.15	-52.59
投资活动现金流	-560.22	14.25	-150.18	-49.37	112.30
资本支出	138.41	87.50	0.00	0.00	0.00
长期投资	500.00	248.85	20.22	-7.90	-1.47
其他投资现金流	78.19	350.59	-129.96	-57.27	110.83
筹资活动现金流	-85.01	-236.65	-94.03	-112.56	-186.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-22.15	22.15	-10.95	-3.65	2.51
普通股增加	-7.38	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-192.58	-2.50	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	137.10	-256.29	-83.08	-108.91	-188.93
现金净增加额	-48.79	419.33	749.31	398.49	474.67

资料来源: Wind, 公司公告, 公司招股书, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2758.70	2651.98	1903.54	2013.25	2112.50
营业成本	1250.87	1252.86	575.25	607.31	637.53
营业税金及附加	21.92	20.07	14.63	15.57	16.19
营业费用	695.45	582.59	418.78	422.78	422.50
管理费用	229.97	194.85	138.01	140.93	143.65
研发费用	49.58	67.70	70.00	75.00	80.00
财务费用	-25.28	-30.49	-95.34	-119.67	-137.79
资产减值损失	-52.61	-329.66	-93.02	-111.30	-133.46
公允价值变动收益	5.10	85.74	20.31	24.37	29.25
投资净收益	38.73	14.01	19.08	22.87	25.42
营业利润	532.18	355.23	737.24	818.67	885.22
营业外收入	5.56	3.80	4.18	4.51	4.16
营业外支出	5.74	5.31	4.72	5.26	5.10
利润总额	532.00	353.71	736.69	817.92	884.29
所得税	86.51	105.56	160.24	185.01	218.76
净利润	445.49	248.15	576.46	632.92	665.53
少数股东损益	13.29	10.68	21.17	22.88	25.62
归属母公司净利润	432.20	237.47	555.29	610.04	639.91
EBITDA	613.81	435.07	746.72	806.45	856.48
EPS (元)	0.86	0.47	1.10	1.21	1.27

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.08	-3.87	-28.22	5.76	4.93
营业利润(%)	20.12	-33.25	107.54	11.05	8.13
归属母公司净利润(%)	25.45	-45.06	133.84	9.86	4.90
获利能力					
毛利率(%)	54.66	52.76	69.78	69.83	69.82
净利率(%)	15.67	8.95	29.17	30.30	30.29
ROE(%)	6.01	3.24	7.19	7.54	7.61
ROIC(%)	17.86	13.39	29.53	35.02	41.29
偿债能力					
资产负债率(%)	9.32	6.49	6.34	5.98	5.56
净负债比率(%)	3.34	4.54	3.92	3.73	3.49
流动比率	8.61	14.08	13.87	15.01	16.78
速动比率	7.66	12.85	13.23	14.37	16.09
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.33	0.24	0.24	0.24
应收账款周转率	5.76	7.44	7.58	7.29	7.94
应付账款周转率	5.03	7.22	6.85	6.76	7.68
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.47	1.10	1.21	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.27	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	14.25	14.52	15.32	16.05	16.67
估值比率					
P/E	37.67	68.57	29.32	26.69	25.44
P/B	2.27	2.22	2.11	2.01	1.94
EV/EBITDA	17.49	24.67	14.38	13.31	12.53

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027