

## 股票投资评级

**买入 | 维持**

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	32.13
总股本/流通股本(亿股)	5.04 / 4.26
总市值/流通市值(亿元)	162 / 137
52周内最高/最低价	36.45 / 23.70
资产负债率(%)	6.5%
市盈率	68.36
第一大股东	华润医药控股有限公司

## 研究所

分析师: 蔡明子  
 SAC 登记编号: S1340523110001  
 Email: caimingzi@cnpsec.com  
 分析师: 陈成  
 SAC 登记编号: S1340524020001  
 Email: chencheng@cnpsec.com

**博雅生物(300294)**
**采浆增速提升，内生外延共成长**
**● 事件：**

8月23日，公司发布2024年半年报：2024H1营业收入8.96亿元(-41.87%)，归母净利润3.16亿元(-3.05%)，扣非净利润2.59亿元(+0.57%)。对应2024Q2营业收入4.47亿元(-39.14%)，归母净利润1.64亿元(+5.36%)，扣非净利润1.32亿元(+10.02%)。公司2023年陆续转让复大医药和天安药业股权，造成收入和利润波动。

**● 采浆增速提升，泰和浆站和乐平浆站获证开采**

2024上半年，公司采浆量达247吨(+14.63%)，采浆端增速提升。2024年7月公司下属江西泰和和乐平浆站获证开采，目前共计16家在采浆站。2024H1公司血制品业务实现收入7.9亿元(+3.64%)，分产品来看：白蛋白2.33亿元(+3.48%)、静丙2.2亿元(-14.27%)、纤维蛋白原2.08亿元(-1.64%)，其他血制品1.29亿元(+86.91%)。血制品整体毛利率为67.44%(-1.67pct)，毛利率小幅下降预计是采浆综合成本上升所致。分产品上看，白蛋白63.16%(-1.59pct)、静丙65.59%(-1.25pct)、纤维蛋白原71.42%(-4.64pct)、其他血制品71.96%(+1.43pct)。白蛋白维持稳定增长；静丙阶段性放缓；纤维蛋白原受到集采价格联动影响，出厂价有所下降；八因子、PCC快速放量，拉动其他血制品收入大幅增长。公司静注人免疫球蛋白(IVIG)(10%)报产已获受理，有望于明年上市。血液制品智能工厂(一期)项目已完成主体结构封顶，建设进度稳步推进。

**● 收购绿十字，获得1张血制品牌照、4家浆站**

今年7月公司完成了对绿十字的收购，获得1张血制品牌照、4家浆站和2个省份区域的浆站布局，未来公司有望借助绿十字牌照在更多省份进行浆站拓展和布局。2024上半年绿十字采浆量52.1吨。绿十字的凝血八因子在国内具备良好市场份额和品牌口碑，同时也代理销售重组凝血八因子。博雅的凝血八因子处于放量初期，双方有望在因子类产品销售上实现良好协同增效。同期，博雅与GC签署了《战略合作框架协议》，双方在药品进出口销售和产品技术合作等多方面进行至少为期10年的合作，共同推动产品技术创新升级，实现双方合作共赢发展。在华润赋能下，公司内生外延增长均有望再获新突破。

**● 盈利预测与投资建议：**

暂不考虑绿十字并表的影响，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.67/6.29/6.92亿元，对应EPS分别为1.12/1.25/1.37元，当前股价对应PE分别为28.56/25.78/23.42倍。维持推荐，给予“买入”评级。

**● 风险提示：**

采浆量不及预期风险；产品销售不及预期风险；新品上市不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2652	1945	2117	2302
增长率(%)	-3.87	-26.65	8.85	8.72
EBITDA(百万元)	664.06	643.49	724.91	884.58
归属母公司净利润(百万元)	237.47	567.25	628.50	691.76
增长率(%)	-45.06	138.88	10.80	10.06
EPS(元/股)	0.47	1.12	1.25	1.37
市盈率(P/E)	68.23	28.56	25.78	23.42
市净率(P/B)	2.21	2.10	1.99	1.89
EV/EBITDA	22.66	22.60	20.83	16.88

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（数据为2024年8月26日收盘价）

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2652	1945	2117	2302	营业收入	-3.9%	-26.7%	8.9%	8.7%
营业成本	1253	562	610	662	营业利润	-33.3%	89.8%	10.8%	10.1%
税金及附加	20	15	16	17	归属于母公司净利润	-45.1%	138.9%	10.8%	10.1%
销售费用	583	486	519	552	<b>获利能力</b>				
管理费用	195	159	165	170	毛利率	52.8%	71.1%	71.2%	71.2%
研发费用	68	78	85	92	净利率	9.0%	29.2%	29.7%	30.1%
财务费用	-30	-29	-25	-17	ROE	3.2%	7.4%	7.7%	8.1%
资产减值损失	-330	-25	-27	-30	ROIC	5.3%	7.0%	7.4%	7.9%
<b>营业利润</b>	<b>355</b>	<b>674</b>	<b>747</b>	<b>823</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	6	7	8	资产负债率	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%
营业外支出	5	5	6	7	流动比率	14.08	12.11	10.78	10.86
<b>利润总额</b>	<b>354</b>	<b>675</b>	<b>748</b>	<b>824</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	106	108	120	132	应收账款周转率	7.90	9.20	9.86	10.44
<b>净利润</b>	<b>248</b>	<b>567</b>	<b>629</b>	<b>692</b>	存货周转率	4.33	3.54	3.87	4.15
<b>归母净利润</b>	<b>237</b>	<b>567</b>	<b>629</b>	<b>692</b>	总资产周转率	0.33	0.24	0.25	0.26
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.47</b>	<b>1.12</b>	<b>1.25</b>	<b>1.37</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.47	1.12	1.25	1.37
货币资金	1961	1680	1123	1292	每股净资产	14.52	15.30	16.13	17.00
交易性金融资产	3362	3462	3562	3662	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	210	213	216	225	PE	68.23	28.56	25.78	23.42
预付款项	5	6	6	7	PB	2.21	2.10	1.99	1.89
存货	557	542	551	558	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>6428</b>	<b>6092</b>	<b>5661</b>	<b>5964</b>	净利润	248	567	629	692
固定资产	634	652	670	1413	折旧和摊销	114	-2	2	78
在建工程	40	790	1640	1050	营运资本变动	51	156	-30	-40
无形资产	269	274	279	284	其他	228	13	18	21
<b>非流动资产合计</b>	<b>1401</b>	<b>2151</b>	<b>3024</b>	<b>3186</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>642</b>	<b>734</b>	<b>619</b>	<b>751</b>
<b>资产总计</b>	<b>7829</b>	<b>8243</b>	<b>8685</b>	<b>9150</b>	资本开支	-84	-779	-878	-238
短期借款	0	0	0	0	其他	98	-59	-89	-93
应付票据及应付账款	126	130	134	140	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>14</b>	<b>-838</b>	<b>-967</b>	<b>-331</b>
其他流动负债	330	374	391	410	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>456</b>	<b>503</b>	<b>525</b>	<b>549</b>	债务融资	0	-1	0	0
其他	52	26	26	26	其他	-237	-176	-209	-251
<b>非流动负债合计</b>	<b>52</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-237</b>	<b>-177</b>	<b>-209</b>	<b>-251</b>
<b>负债合计</b>	<b>508</b>	<b>529</b>	<b>551</b>	<b>575</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>419</b>	<b>-281</b>	<b>-558</b>	<b>169</b>
股本	504	504	504	504					
资本公积金	4063	4063	4063	4063					
未分配利润	2500	2809	3134	3472					
少数股东权益	1	1	1	1					
其他	252	337	431	535					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7321</b>	<b>7714</b>	<b>8134</b>	<b>8575</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>7829</b>	<b>8243</b>	<b>8685</b>	<b>9150</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048