

博雅生物 (300294.SZ) 华润赋能，公司内生及外延并购有望加速发展

2025年01月10日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

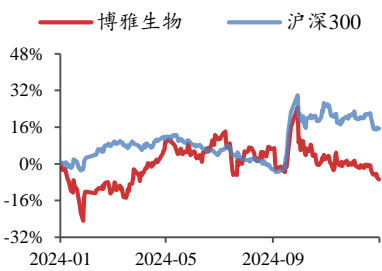
ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2025/1/9
当前股价(元)	28.99
一年最高最低(元)	41.98/22.91
总市值(亿元)	146.18
流通市值(亿元)	146.18
总股本(亿股)	5.04
流通股本(亿股)	5.04
近3个月换手率(%)	92.33

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 华润赋能，公司内生浆站拓展及外延并购有望加速发展

供给端，血制品行业进入壁垒较高，新设浆站要求严格，生产牌照数持续减少。通过设置进入壁垒及鼓励行业并购整合，国内血制品企业浆站及采浆量集中度持续提升。需求端，受中国老龄化程度加深，临床对血制品需求持续增长，此外，中国静丙等产品适应症较国外偏少，患者及医生认知度较低，市场渗透率有望逐步提升。博雅生物作为国内血制品龙头企业，进入华润体系后，浆站拓展、产品研发、并购整合方面有望大大加速，未来有望跻身全球一线血制品企业层次。我们预计2024-2026年归母净利润为5.24/5.51/6.53亿元，当前股价对应PE分别为27.9/26.5/22.4倍，维持“买入”评级。

● 行业渗透率逐步提升，血制品市场规模持续增长

中国凝血因子类产品渗透率远低于国外水平，凝血因子VIII及人纤维蛋白原与国外使用差距在3倍以上，销售价格远低于国际价格。随着中国老年人口比例逐年上升以及血液制品临床适用症及医保目录覆盖范围的逐渐扩大，中国居民对血制品需求逐步提升。中国血制品市场规模从2019年的350亿元快速增长至2023年的544.30亿元，CAGR为11.67%，整体呈较快增长态势，未来有望维持较快增长趋势。

● 高纯度静丙有望提交上市申请，采浆量有望迎来快速增长

公司持续聚焦血制品业务，业务规模持续增长，血制品营收从2019年的9.88亿元增长至2023年14.52亿元，其中人血白蛋白、静丙及纤原占比较均衡。近些年公司采浆量维持增长，从2019年的372吨增长至2023年的467.3吨，随着绿十字的加入及未来可能的外延并购，公司采浆量有望迎来快速增长。公司吨浆收入从2020年的236.24万元/吨增长至2023年的310.72万元/吨，吨浆利润从2020年的45.13万元/吨增长至2023年的116.04万元/吨，处于行业前列水平。高纯度静丙完成临床总结报告，有望提交上市申请。

● **风险提示：**原材料供应不足风险、新产品研发风险、医药政策风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,759	2,652	1,885	2,075	2,276
YOY(%)	4.1	-3.9	-28.9	10.1	9.7
归母净利润(百万元)	432	237	524	551	653
YOY(%)	25.4	-45.1	120.7	5.1	18.4
毛利率(%)	54.7	52.8	71.3	71.4	71.9
净利率(%)	15.7	9.0	27.8	26.6	28.7
ROE(%)	6.1	3.4	7.1	7.0	7.8
EPS(摊薄/元)	0.86	0.47	1.04	1.09	1.29
P/E(倍)	33.8	61.6	27.9	26.5	22.4
P/B(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 博雅生物：迈入华润时代的血制品龙头公司.....	4
1.1、 管理层行业经验丰富，各板块业务协同发展.....	5
1.2、 业绩稳健增长，盈利能力维持较高水平.....	6
2、 高纯度静丙有望申报上市，外延并购有望加速公司全国布局.....	9
2.1、 中国血制品行业监管趋严，市场规模持续增长.....	9
2.2、 公司静丙增长较快，纤维蛋白原市场份额较大.....	13
2.3、 公司采浆量稳健增长，外延并购有望加速公司全国布局.....	18
2.4、 持续加大研发投入，高纯度静丙有望申报上市.....	21
3、 盈利预测与投资建议.....	22
3.1、 关键假设.....	22
3.2、 盈利预测与估值.....	23
4、 风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1： 公司股权结构清晰，子公司业务明确、协同发展.....	5
图 2： 近些年公司营收稳定.....	7
图 3： 近些年盈利水平较好，2023 年受资产减值影响.....	7
图 4： 血液制品业务营收占比持续提升.....	7
图 5： 血液制品业务毛利占比快速提升.....	7
图 6： 疫情后公司血制品净利润保持较好增长.....	8
图 7： 近些年华东和华南地区占总营收比重持续提升.....	8
图 8： 近年来公司整体毛利率与净利率保持稳定.....	9
图 9： 近些年公司血制品业务毛利率维持稳定.....	9
图 10： 销售费用率逐年下降，其他费用率维持相对稳定.....	9
图 11： 血液制品行业涵盖从采集到应用的复杂流程.....	10
图 12： 中国血制品市场持续保持良好增长势头.....	11
图 13： 全国人口老龄化趋势明显.....	11
图 14： 近年来中国血制品的批签发量逐年增长.....	12
图 15： 中国主要血制品企业营业收入整体呈增长趋势.....	12
图 16： 博雅生物血制品的毛利率保持行业较高水平.....	12
图 17： 公司血制品业务营收呈较快增长趋势.....	13
图 18： 公司血制品业务的主要收入来自静丙、人血白蛋白和纤原.....	14
图 19： 国内静丙市场量价齐升.....	14
图 20： 静丙市场竞争格局较分散.....	14
图 21： 公司静丙营业收入保持稳健增长趋势.....	15
图 22： 国内人血白蛋白市场规模保持较快增长趋势.....	16
图 23： 2023 年人血白蛋白市场主要由海外血制品企业主导.....	16
图 24： 进口白蛋白占据主导地位.....	16
图 25： 公司人血白蛋白营业收入持续增长.....	17
图 26： 中国纤原市场规模呈增长趋势（单位：亿元）.....	17

图 27: 2023 年纤原批签发市场中上海莱士、博雅生物份额较大	18
图 28: 2023 年全国采浆量迅速增长 (单位: 吨)	18
图 29: 2023 年我国在营浆站数量突破 300 个 (单位: 个)	18
图 30: 各企业采浆量逐年增长 (单位: 吨)	19
图 31: 天坛生物浆站数量最多且增速较快 (单位: 个)	19
图 32: 2023 年血液制品行业采浆量份额较集中	19
图 33: 博雅生物的浆站数量总体呈现增长趋势 (单位: 个)	20
图 34: 博雅生物的采浆量稳定增长	20
图 35: 智能工厂投产后营收与净利润有望大幅增长	20
图 36: 博雅生物吨浆收入与吨浆利润均呈现上升趋势	21
图 37: 2023 年上海莱士以及博雅生物的吨浆收入较高	21
图 38: 公司并购绿十字 (中国), 持续推进行业并购整合	21
图 39: 2019-2023 年公司研发费用率呈稳定趋势	22
表 1: 历经 31 年发展, 华润博雅生物已成为业内优秀的血液制品企业	4
表 2: 公司主营产品丰富, 适应症广泛	4
表 3: 公司高管均具有丰富的行业经验	6
表 4: 中国血液制品行业监管政策严格	10
表 5: 我国的血液制品人均消耗量远低于欧美国家水平	11
表 6: 目前各企业获批产品较丰富	12
表 7: 美国 FDA 批准静丙的适应症较为广泛	14
表 8: 持续加大研发投入, 丰富在研管线	22
表 9: 2024-2026 年博雅生物血液制品业务板块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)	23
表 10: 与可比公司平均估值相比, 公司估值存在溢价, 华润赋能有望加速公司浆站拓展及外延并购	24

1、博雅生物：迈入华润时代的血制品龙头公司

华润博雅生物制药集团股份有限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，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。

自1993年创立以来，公司经历多次发展并更名，2022年正式更名为华润博雅生物制药集团股份有限公司。2024年公司进一步扩张，收购绿十字香港100%股权，巩固其在血液制品领域的领先地位，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。

表1：历经31年发展，华润博雅生物已成为业内优秀的血液制品企业

年份	发展历程
1993年	江西博雅生物制药有限公司成立
2001年	更名为江西博雅生物制药股份有限公司
2007年	控股股东变更为深圳高特佳投资集团
2009年	生产基地整体搬迁至抚州高新区 新厂区顺利通过GMP认证
2012年	成功登陆深交所创业板
2013年	收购并控股贵州天安药业股份有限公司 定位糖尿病治疗药及慢性病服务专业提供商
2014年	设立江西博雅欣和制药有限公司 定位高端小分子化学原料药与制剂一体化专业制造商
2015年	收购南京新百药业有限公司 定位为骨科及产科等治疗药专业制造商
2017年	收购广东复大医药 定位为规模化、专业化的血液制品经销商 国内规模最大的凝血因子类产品生产和研发功能一体化厂房建成投产使用
2021年	华润医药控股博雅生物 博雅生物正式成为华润医药血液制品平台
2022年	正式更名为“华润博雅生物制药集团股份有限公司”
2024年	收购绿十字香港100%股权

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司血液制品主要包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类。目前国内用量最大的血液制品是白蛋白，广泛用于肿瘤、肝病、糖尿病的治疗；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，主要用于凝血、止血。目前公司涵盖人血白蛋白、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。

表2：公司主营产品丰富，适应症广泛

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。

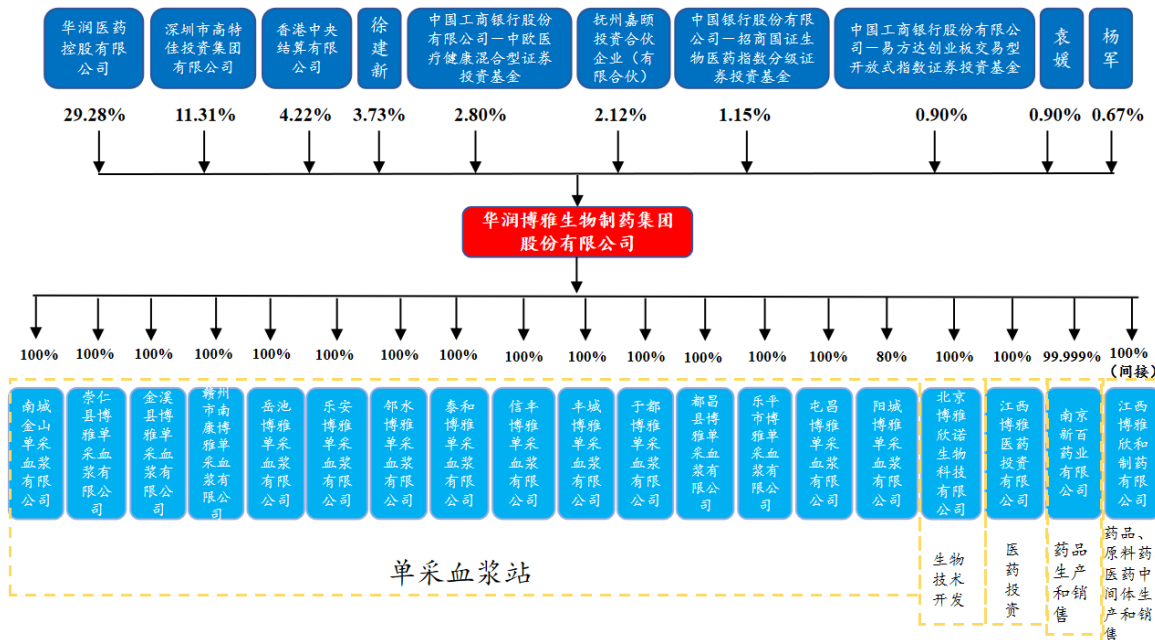
静注人免疫球蛋白	使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性，临床适应症较多。适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等。
冻干静注人免疫球蛋白	适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等。
乙肝人免疫球蛋白	主要用于乙肝的被动免疫、治疗和肝移植等。
狂犬病人免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒的动物咬伤、抓伤患者的被动免疫和治疗。
人纤维蛋白原	主要用于先天性或获得性纤维蛋白原缺乏症、弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。
凝血因子	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏症（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。
人凝血酶原复合物	
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、开源证券研究所

1.1、管理层行业经验丰富，各板块业务协同发展

公司股权结构清晰，子公司业务明确、协同发展。公司大股东为华润医药控股有限公司，持股比例达 29.28%。公司拥有子公司 19 余家，主要业务分布于药品、原料药、医药中间体生产销售、医药投资、生物技术开发以及单采血浆等领域。

图1：公司股权结构清晰，子公司业务明确、协同发展



资料来源：公司公告、开源证券研究所，统计截止于 2023 年年报

公司高管行业经验丰富。董事长邱凯于 1969 年出生，中山大学本科毕业，曾任华润三九医药股份有限公司营销中心副总经理、康复慢病事业部总经理；昆明华润圣火药业有限公司执行董事、总经理；现兼任华润医药集团有限公司副总裁。董事、总裁梁小

明，中国医药生物技术协会生物技术产品质量控制专业委员会第一届委员，2010年江西省新世纪百千万人才工程人选，兼任江西省执业（从业）药师继续教育特聘专家，1993年11月起任职于华润博雅生物制药集团股份有限公司。其余高管均拥有丰富的行业经验。

表3：公司高管均具有丰富的行业经验

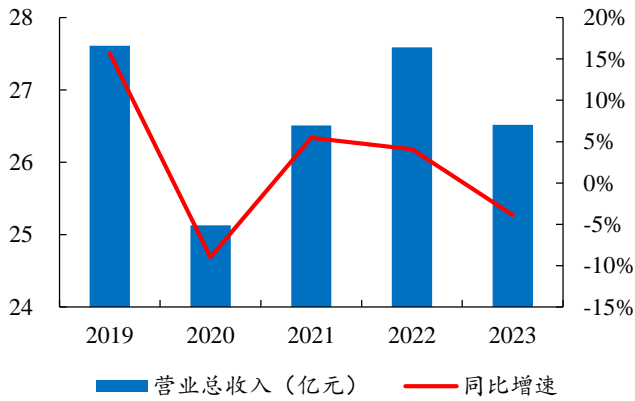
姓名	职务	工作经历
邱凯	董事、董事长	曾任华润三九医药股份有限公司营销中心副总经理、康复慢病事业部总经理；昆明华润圣火药业有限公司执行董事、总经理；现任华润医药集团有限公司副总裁及本公司董事
梁小明	董事、总裁	曾兼任江西省执业（从业）药师继续教育特聘专家。1993年11月起任职于华润博雅生物制药集团股份有限公司，历任质检部部长、副总经理、常务副总经理及本公司董事
申劲锋	董事	曾任昆明圣火药业（集团）有限公司助理总经理、副总经理（后更名为昆明华润圣火药业有限公司）；华润三九医药股份有限公司康复慢病事业部助理总经理、副总经理；华润医药集团有限公司研发管理部副总经理
梁化成	董事、副总裁、财务总监、董事会秘书	曾任衢州恒顺化工有限公司会计，力飞车料(深圳)有限公司成本会计，深圳华润九新药业有限公司财务总监，华润三九医药股份有限公司抗感染事业部助理总经理、副总经理兼财务总监，华润医药集团有限公司财务管理部副总裁（外派财务总监）
孙金妮	董事	曾任北京赛科药业有限责任公司财务审计部成本专业、成本主管，华润医药集团有限公司运营信息部经理、战略发展部经理、高级经理及副总经理，现任华润医药集团有限公司战略管理部总经理及本公司董事
潘宇轩	董事	曾任富汇创业投资管理有限公司投资经理、东方集团投资控股有限公司北京分公司投资经理兼风控经理，华润医药控股有限公司财务管理部高级经理、副总经理。现任华润医药集团有限公司财务管理部副总经理及本公司董事

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩稳健增长，盈利能力维持较高水平

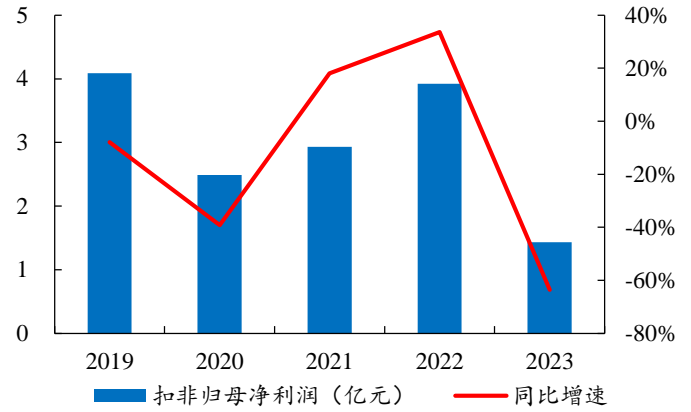
博雅生物营收整体保持稳定。公司营收整体保持稳定，营收规模维持在26亿左右；扣非归母净利润整体表现良好，自2019年至2022年，公司扣非归母净利润维持较好水平，2023年出现较大幅度下滑主要由于计提收购南京新百药业形成的商誉减值准备2.98亿元、计提固定资产减值准备1.38亿元、计提无形资产减值准备1279.82万元、计提存货跌价准备324.03万元以及计提其他非流动资产减值准备141.3万元。

图2：近些年公司营收稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

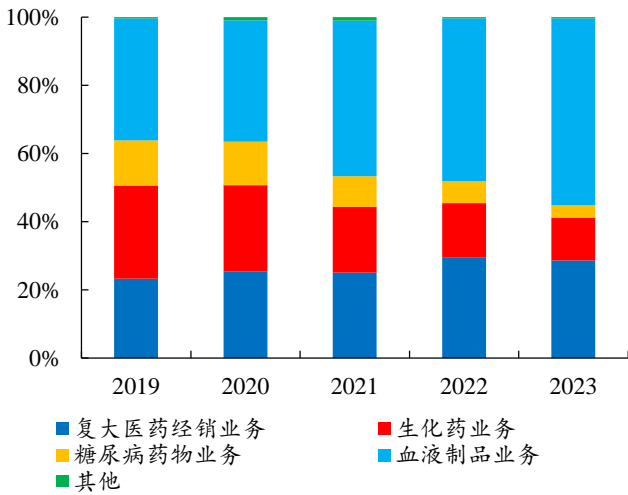
图3：近些年盈利水平较好，2023年受资产减值影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

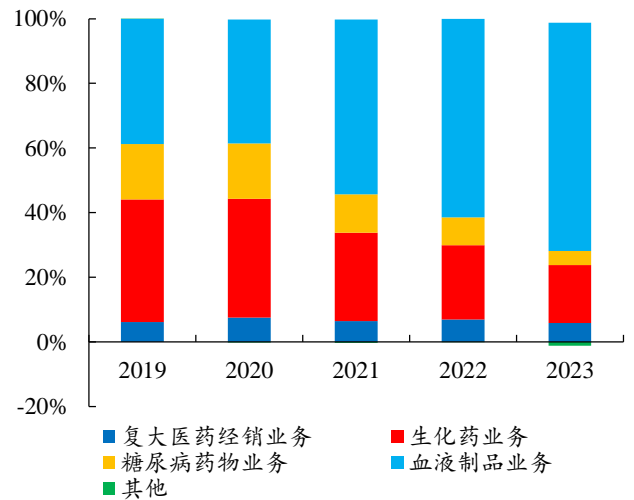
血液制品业务营收占比持续提升，毛利占比快速提升。公司持续聚焦血液制品业务，血液制品业务为公司的主要收入来源。血液制品收入占总营收比重从2019年的35.78%上升至2023年的54.74%，血液制品业务的毛利占比从2019年的38.78%上升至2023年的72.36%，生化药业务和糖尿病药物业务的毛利占比逐年下降。

图4：血液制品业务营收占比持续提升



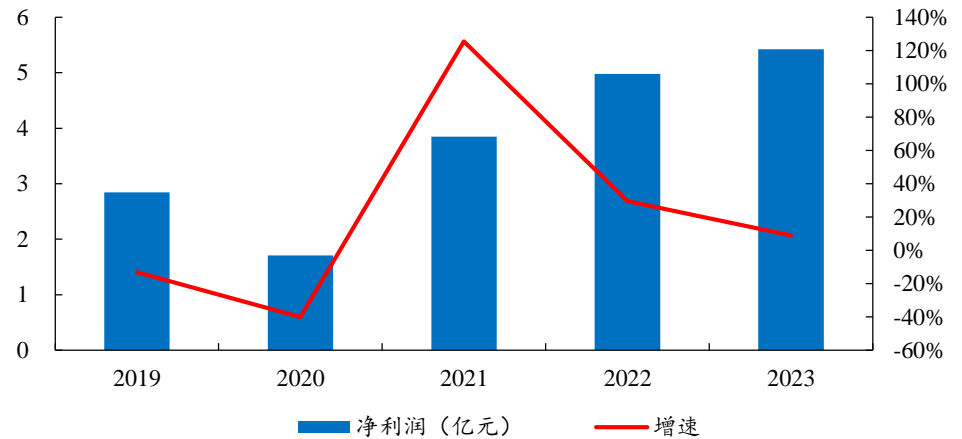
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：血液制品业务毛利占比快速提升



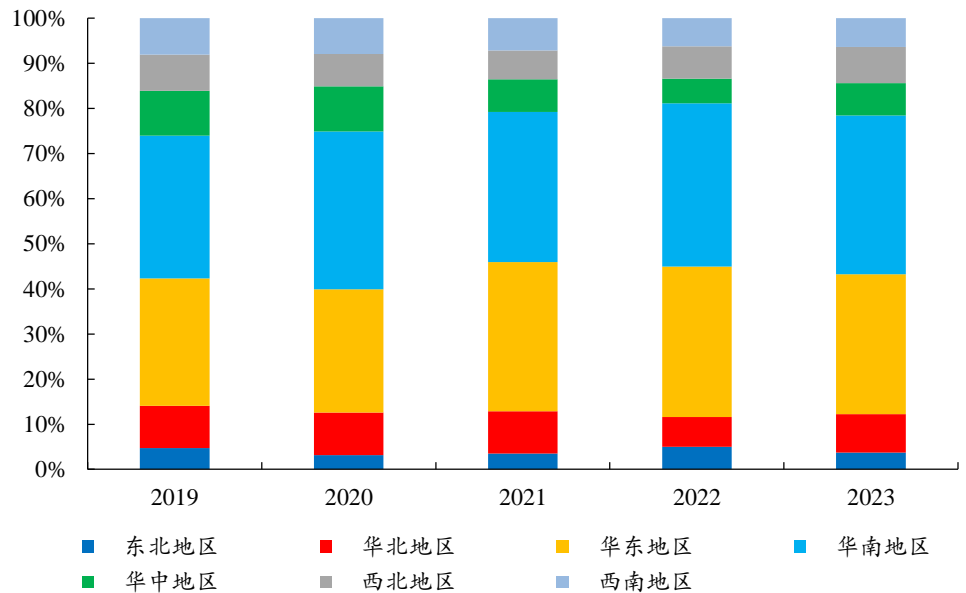
数据来源：Wind、开源证券研究所

血液制品业务净利润保持较好增长。公司坚持以血液制品为主导的原则，逐步完成复大医药和天安药业等非血液制品业务的剥离处置。受产品销量及毛利率提升影响，公司血液制品业务净利润从2019年的2.84亿元增长至2023年的5.42亿元，CAGR为17.52%。

图6：疫情后公司血制品净利润保持较好增长


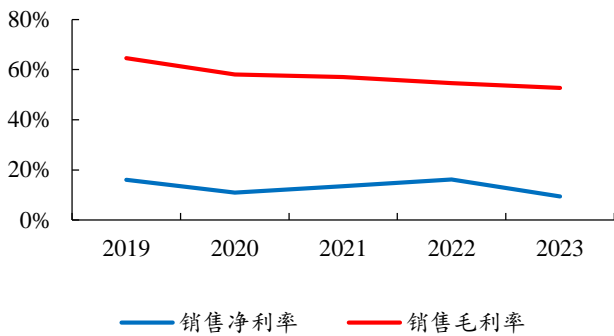
数据来源：Wind、开源证券研究所

按地区划分，华东地区营收占比从2019年的28.22%持续提升至2023年的31.00%；华南地区营收占比最大，从2019年的31.62%提升至2023年的35.15%。

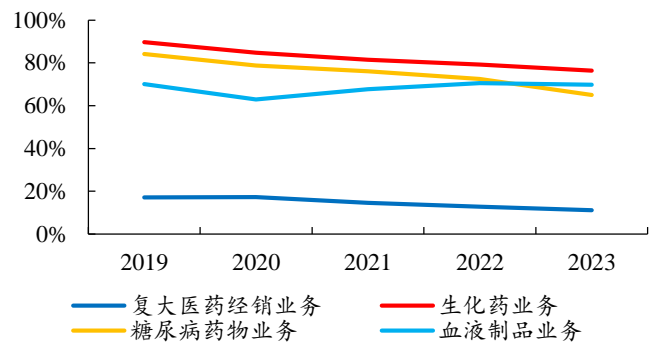
图7：近些年华东和华南地区占总营收比重持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利能力保持较高水平。公司近些年整体毛利率保持在50%以上；生化药业务的毛利率维持高位，近些年保持75%以上；近五年血液制品业务的毛利率维持稳定，均保持在60%以上。公司整体净利率在10%以上。

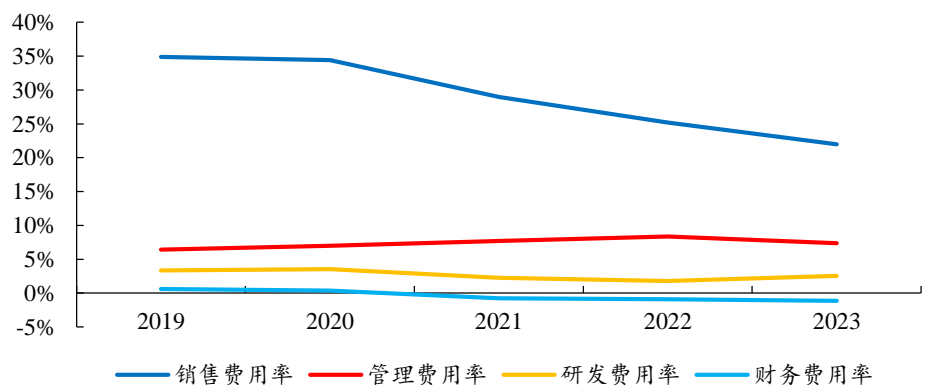
图8：近年来公司整体毛利率与净利率保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：近些年公司血制品业务毛利率维持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售费用率逐年下降，研发费用率保持稳定趋势。公司销售费用率逐年下降，从2019年的34.87%下降至2023年的21.97%；管理费用率与研发费用率保持相对稳定；财务费用率从2019年的0.63%下降至2023年的-1.15%。

图10：销售费用率逐年下降，其他费用率维持相对稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、高纯度静丙有望申报上市，外延并购有望加速公司全国布局

2.1、中国血制品行业监管趋严，市场规模持续增长

中国血制品行业监管政策愈发严格。自1996年以来，中国血液制品行业监管政策不断加强，从《血制品管理条例》规定单采血浆站许可制度，到2001年《中国防治艾滋病行动计划》实施血液制品企业总量控制，再到2013年新版GMP认证要求，以及2017年《生物制品批签发管理办法》的实施，政策逐步严格，强调原料血浆追溯和生物制品安全。2020年进一步强化信息化追溯体系建设，确保血液制品的全程可追溯性，以提升产品质量和安全。

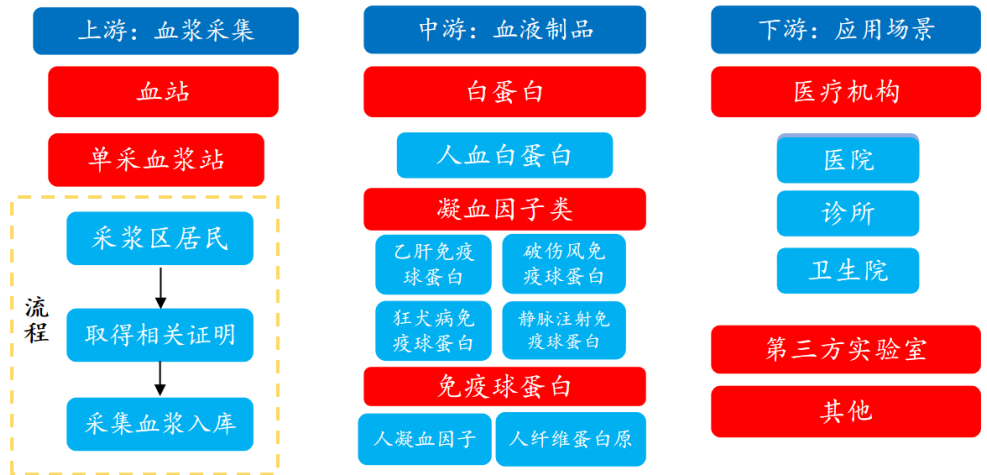
表4: 中国血液制品行业监管政策严格

发布时间	政策名称	主要内容
1996年12月	《血制品管理条例》	健康人血浆的采集需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年5月	《中国遏制与防治艾滋病行动计划(2001-2005年)》	实行血液制品生产企业总量控制，加强监督管理，不再批准新的血液制品生产企业。
2007年7月	《关于实施血液制品生产用原料血浆检疫期的通知》	原料血浆检疫期规定为不少于90天。
2011年1月	《药品生产质量管理规范(2010年修订)》(新版GMP认证)	要求药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在2013年12月31日前达到新版GMP要求，未达到新版GMP要求的企业(车间)在2013年12月31日后不得继续生产。
2017年12月	《生物制品批签发管理办法》	加强生物制品监督管理，规范生物制品批签发行为，保证生物制品安全、有效。未通过批签发的产品，不得上市销售或者进口。
2020年6月	《药品生产质量管理规范(2010年修订)》血液制品附录修订稿	企业应当建立原料血浆的追溯系统，确保每份血浆可追溯至献血浆者，并可向前追溯到献血浆者最后一次采集的血浆之前至少60天内所采集的血浆。
2020年10月	《关于做好重点品种信息化追溯体系建设工作的公告》	建立信息化追溯系统，2020年12月31日前基本实现包括血液制品在内的重点品种的可追溯。

资料来源：政府公告、开源证券研究所

血液制品行业涵盖从采集到应用的复杂流程。血液制品，是从健康人血或经特异免疫的人血浆中分离、提纯或由重组DNA技术制备的，用于治疗和预防的蛋白或细胞组分的统称，主要有白蛋白类、免疫球蛋白类和凝血因子类等三大类产品。血液制品的原料是血浆，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。

图11: 血液制品行业涵盖从采集到应用的复杂流程



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

中国血制品人均消耗量远低于欧美国家，产品销售价格较低。国内血浆供应紧张，进口白蛋白占比较大，随着国内血制品行业浆站快速增加及采浆量提升，人血

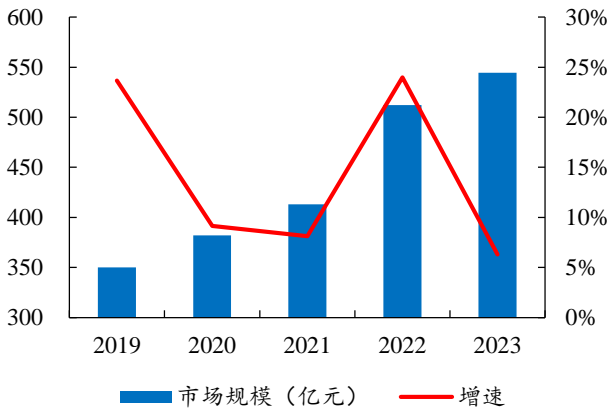
白蛋白领域具备较大进口替代空间；免疫球蛋白缺乏相应的学术推广和临床认知，人均使用量远低于欧美国家；凝血因子类产品种类相对较少，处于快速成长期。随着国民经济发展、医疗水平的提高及医疗保障体系的完善，血液制品临床使用量将不断增加，市场需求将不断扩大，行业未来仍将持续稳定增长。

表5：我国的血液制品人均消耗量远低于欧美国家水平

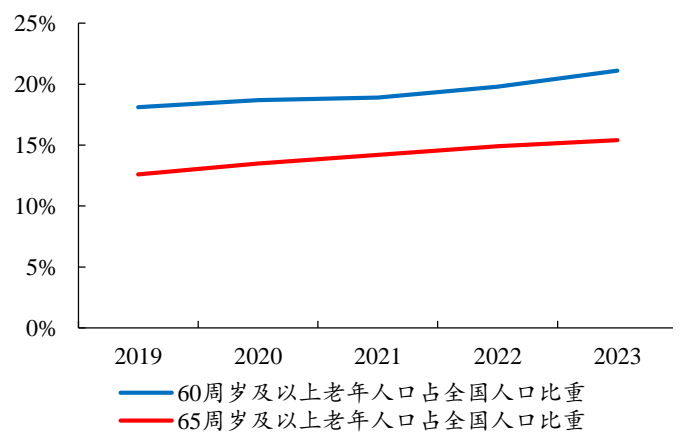
产品	中国	欧美	用量倍数	国内价格 (人民币)	国际价格(折合成 人民币)
白蛋白	<0.1g/人	0.5g/人(美国、加拿大、日本)	5	38元/g	30元/g
球蛋白	<0.01g/人	0.04g/人(美国、加拿大、日本)	4	230元/g	503元/g
凝血因子VIII	0.17IU/人	2.4IU/人(意大利)	14	1.9元/IU	3.2元/IU
人纤维蛋白原	0.4g/千人	1.28g/千人(美国, 适应症未放开) 2.66g/千人(德国) 2.96g/千人(法国)	3-7	1800元/g	4000元/g

资料来源：公司公告、开源证券研究所

人口老龄化趋势不断加剧，血制品市场需求持续增长。2019年至2023年，中国60岁及以上老年人口占总人口的比重从18%上升到21%，65岁及以上老年人口占比从12.6%增长到15.4%，随着中国老年人口比例逐年上升以及血液制品临床适用症及医保目录覆盖范围的逐渐扩大，中国居民对血制品需求逐步提升。中国血制品市场规模从2019年的350亿元快速增长至2023年的544.30亿元，CAGR为11.67%，整体呈较快增长态势。

图12：中国血制品市场持续保持良好增长势头


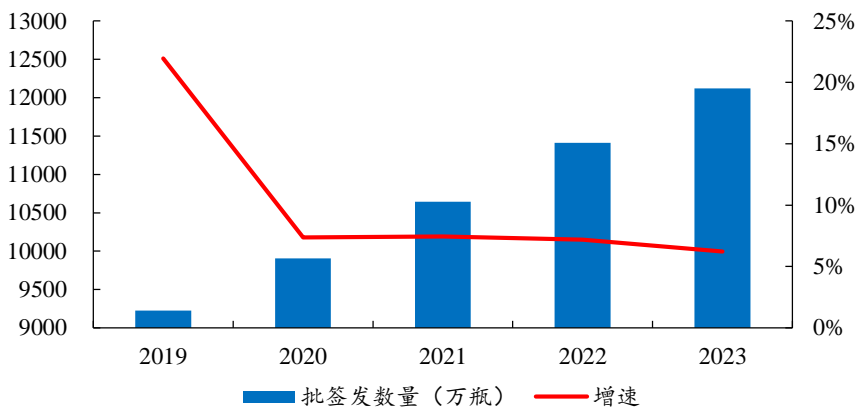
数据来源：中商产业研究院、中商情报网、开源证券研究所

图13：全国人口老龄化趋势明显


数据来源：《2023年度国家老龄事业发展公报》、开源证券研究所

中国血制品批签发量持续增长。2019至2023年中国血制品批签发量稳步上升，从9226万瓶迅速增至12121.75万瓶，CAGR为7.06%。中国血制品整体市场增长稳健，批签发量持续增加。

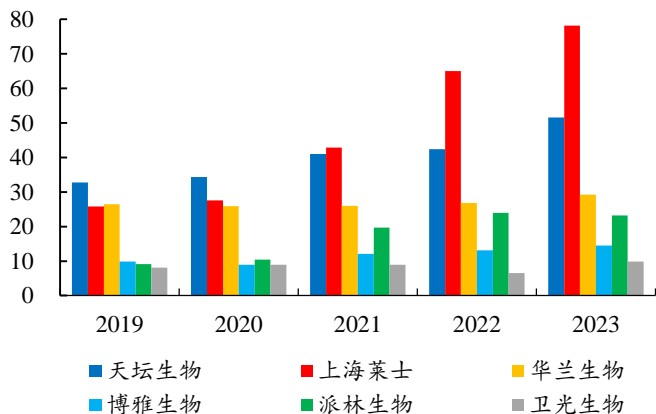
图14：近年来中国血制品的批签发量逐年增长



数据来源：中商产业研究院、中商情报网、开源证券研究所

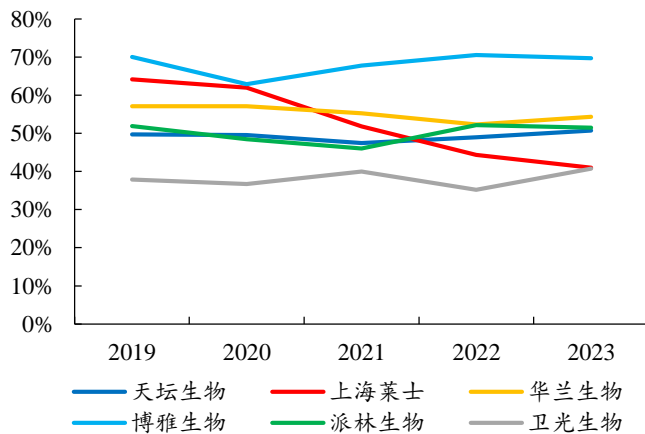
各公司业绩呈增长趋势。近五年上海莱士营业收入始终保持在较高水平，从2019年的25.85亿元增至2023年的78.21亿元，CAGR高达31.89%。近五年博雅生物营业收入呈现稳步增长的趋势，从2019年的9.88亿元增长至2023年的14.52亿元，CAGR为10.10%，毛利率处于同业领先水平，2023年毛利率达到69.74%。

图15：中国主要血制品企业营业收入整体呈增长趋势



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图16：博雅生物血制品的毛利率保持行业较高水平



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

天坛生物获批产品最丰富。截至2023年，天坛生物在获批产品种类上最为丰富，共计15个，在重组人凝血因子类和人免疫球蛋白类产品的研发领域保持国内同行业的领先地位。博雅生物获批的产品主要集中在白蛋白和免疫球蛋白类，共计9个。

表6：目前各企业获批产品较丰富

分类	品种	天坛生物	上海莱士	华兰生物	博雅生物	派林生物	卫光生物
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%)						

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

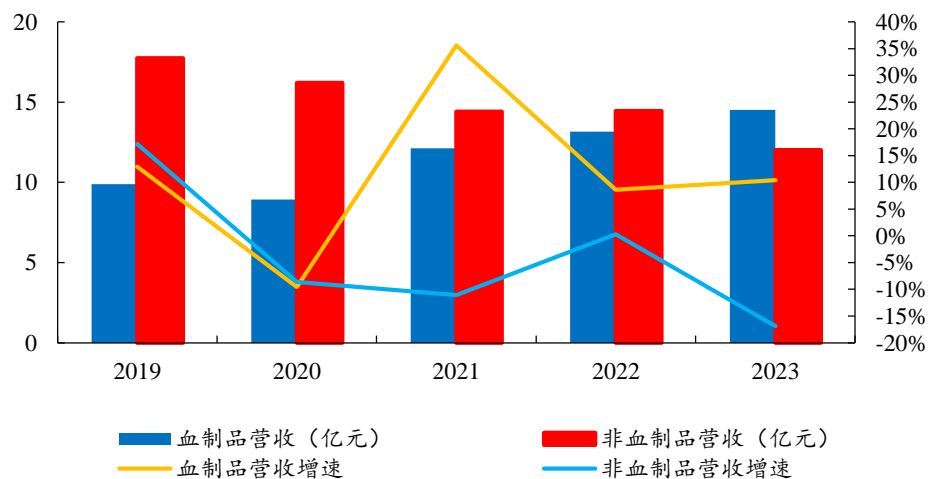
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	乙型肝炎人免疫球蛋白(冻干剂型)	√					
	静注乙型肝炎人免疫球蛋白					√	
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白(pH4)	√					
	破伤风人免疫球蛋白	√	√	√		√	√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	组织胺人免疫球蛋白	√					√
凝血因子	人凝血因子VIII	√	√	√	√	√	√
	人凝血因子IX						
	人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√
	人纤溶酶原						
	人纤维蛋白胶			√			
	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	
	外用冻干人凝血酶			√			
	人凝血酶		√			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

资料来源：各公司年报、开源证券研究所

2.2、公司静丙增长较快，纤维蛋白原市场份额较大

持续聚焦血制品业务，逐步完成非血业务的剥离。公司持续聚焦血液制品主业，逐步完成复大医药和天安药业等非血业务的剥离处置。从2019年到2023年，博雅生物的血制品业务营收持续增长，从9.88亿元增至14.52亿元，CAGR为10.10%；非血制品业务营收从2019年的17.73亿元逐年下降至2023年的12亿元。

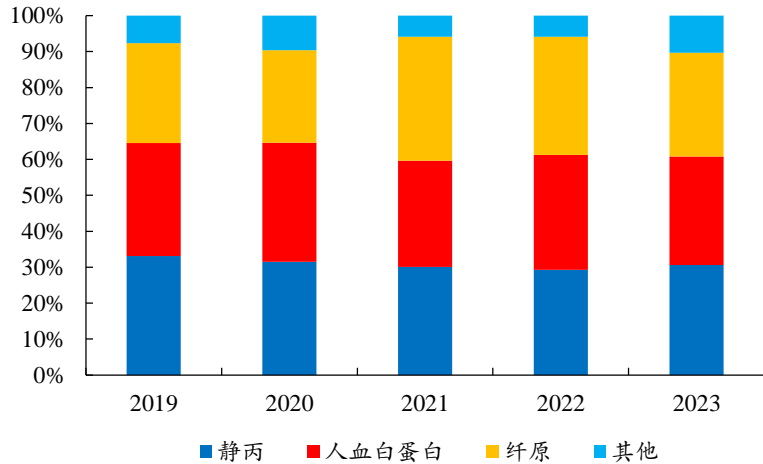
图17：公司血制品业务营收呈较快增长趋势



数据来源：公司年报、开源证券研究所

公司人血白蛋白、静丙和纤原三大产品收入占比较均衡。静丙、人血白蛋白和纤原产品为公司主要收入来源，2023年三大类产品分别占血制品收入的30.6%、28.9%和30.2%，占比较为均衡。

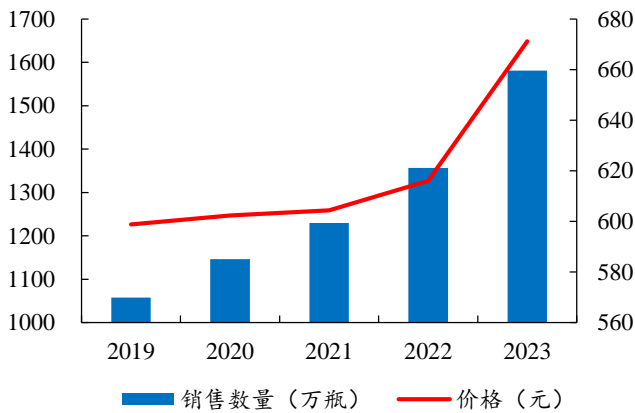
图18: 公司血制品业务的主要收入来自静丙、人血白蛋白和纤原



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

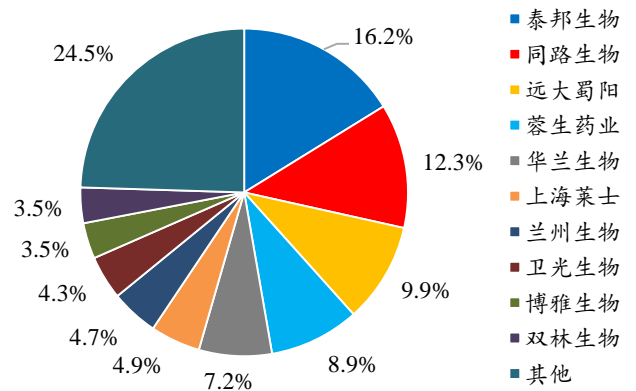
近些年国内静丙市场呈现量价齐升的趋势。国内静丙销售数量从 2019 年的 1058.03 万瓶增长至 2023 年的 1581.33 万瓶, CAGR 为 10.57%。国内静丙价格从 2019 年的 598.82 元/瓶上涨至 2023 年的 671.24 元/瓶。国内静丙市场呈现出较为分散的竞争格局, 2023 年泰邦生物以 16% 的市场份额占据国内静丙市场的领先地位。

图19: 国内静丙市场量价齐升



数据来源: PDB、开源证券研究所

图20: 静丙市场竞争格局较分散



数据来源: PDB、开源证券研究所

FDA 批准静丙的适应症较为广泛, 中国市场有望拓展更多适应症。美国 FDA 批准的适应症较为广泛, 包括多种免疫类疾病、抗感染类疾病以及神经性自身免疫疾病, 如多灶性运动神经病和炎症性脱髓鞘性多发性神经病。中国国内批准的适应症相对集中, 多数适应症主要集中于免疫类, 且在抗感染类适应症上较为统一。整体而言, 静丙在中国的适应症范围有待进一步拓展, 以满足更多患者的治疗需求。

表7: 美国 FDA 批准静丙的适应症较为广泛

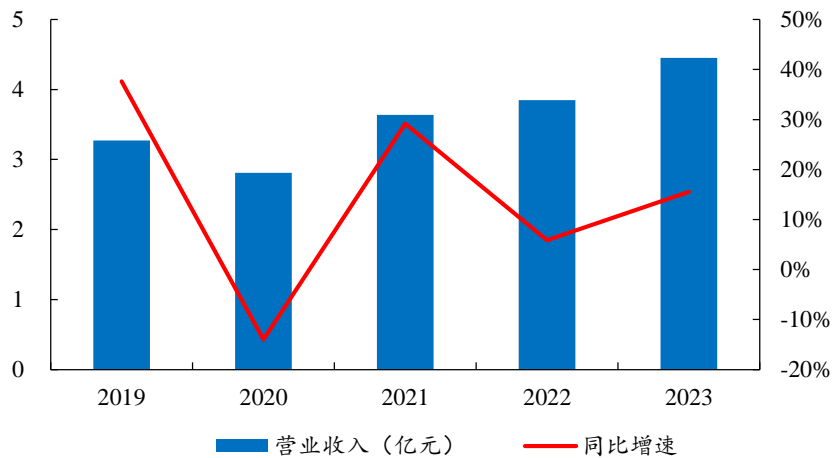
分类	FDA 批准的适应症	国内批准的适应症
免疫类	治疗原发性免疫疾病	原发性或继发性免疫球蛋白缺陷病(选择性 IgA 缺乏症除外)

	预防川崎病患者冠状动脉瘤	自身免疫性疾病，如特发性血小板减少性紫癜、川崎病、类风湿性关节炎
	特发性血小板减少紫癜患者的血小板计数预防和控制出血	肾脏疾病，如 IgA 肾病、肾病综合症、狼疮性肾炎等
	皮炎	
抗感染类	预防肺炎、急性移植抗宿主病及骨髓移植感染	各种严重感染的预防与治疗
	预防低免疫球蛋白血症患者细菌感染及慢性淋巴细胞白血病患者反复细胞感染	
	减少艾滋病感染儿童的严重细菌感染	
	孕妇风疹暴露后预防	
神经性自身免疫疾病类	多灶性运动神经病	
	炎症性脱髓鞘性多发性神经病	

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

公司静丙营业收入持续增长。公司静丙产品的营业收入从 2019 年的 3.27 亿元增长至 2023 年的 4.45 亿元，CAGR 为 8.01%。

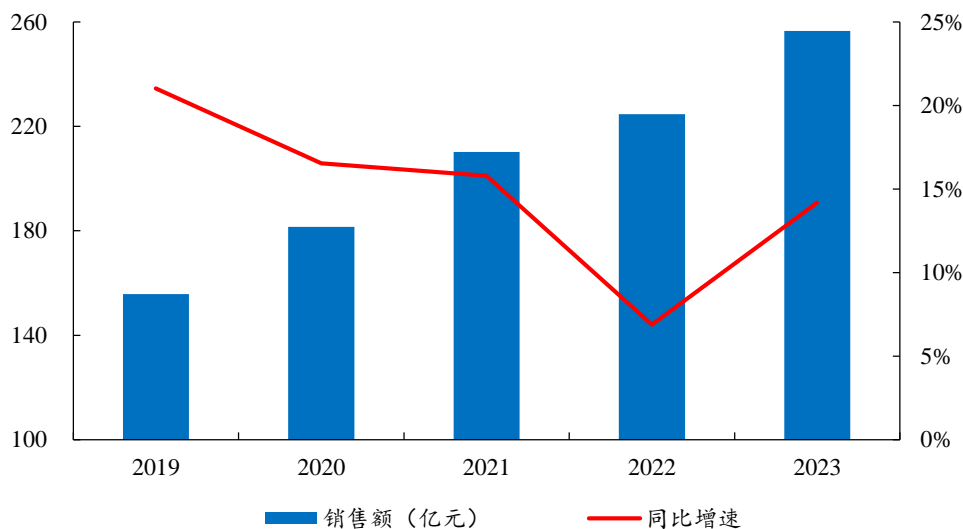
图21：公司静丙营业收入保持稳健增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

国内人血白蛋白市场规模较快增长。国内人血白蛋白市场规模从 2019 年的 155.82 亿元增长至 2023 年的 256.65 亿元，CAGR 为 13.29%。

图22：国内人血白蛋白市场规模保持较快增长趋势

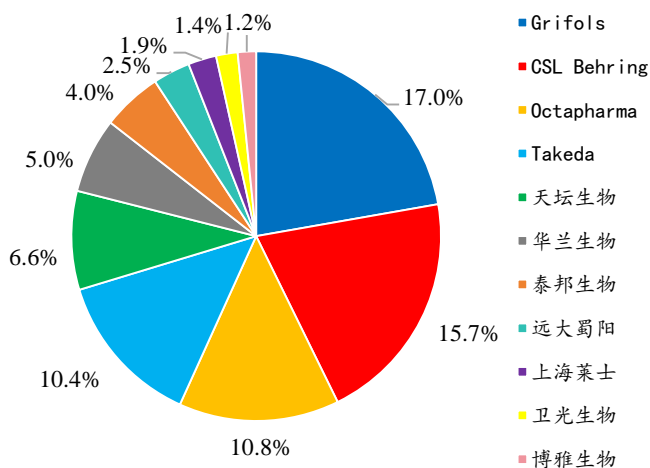


数据来源：PDB、开源证券研究所

我国人血白蛋白市场由海外4家血制品企业主导。2023年海外血制品企业西班牙 Grifols（基立福）以17%的市场份额占据主导地位，4家海外血制品龙头企业在我国人血白蛋白批签发市场的占比超过50%，国内市场中天坛生物以6.61%的市场份额在国内企业中领先。整体来看，全球人血白蛋白市场由少数几家大型企业主导。

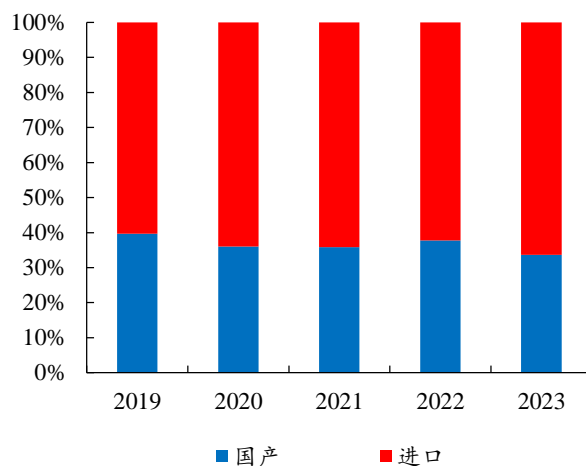
人血白蛋白市场中进口产品占据主导地位。2019年至2023年，国产人血白蛋白的批签发量占比从39.7%微降至33.7%，进口产品从60.3%增长至66.3%，国产份额有所下降。

图23：2023年人血白蛋白市场主要由海外血制品企业主导



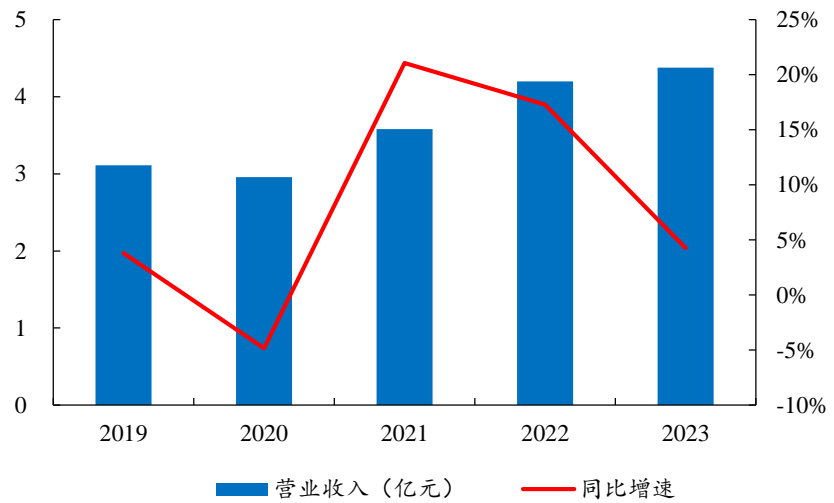
数据来源：中检院、开源证券研究所

图24：进口白蛋白占据主导地位



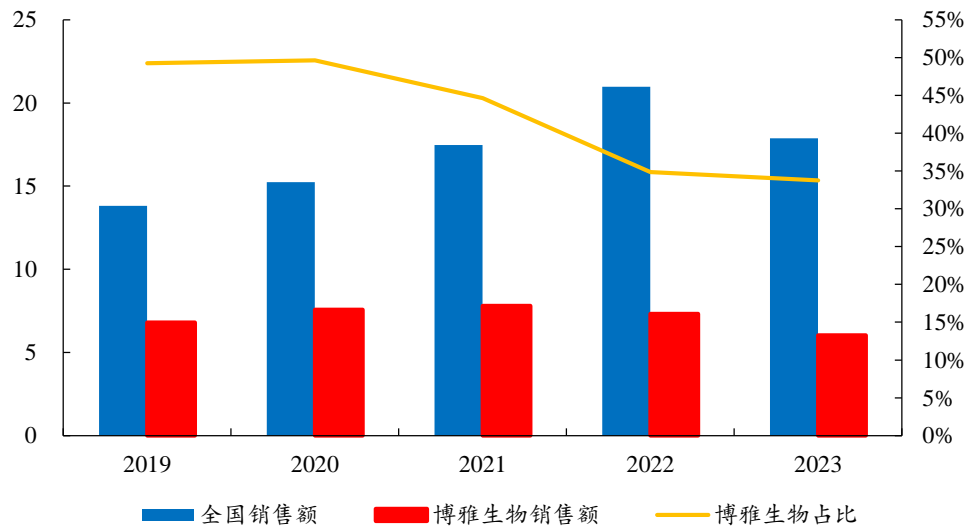
数据来源：博雅生物和兴科蓉医药年报、开源证券研究所

公司人血白蛋白营收呈现增长态势。公司人血白蛋白的营业收入从2019年的3.11亿元增长至2023年的4.38亿元，CAGR为8.94%。

图25：公司人血白蛋白营业收入持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

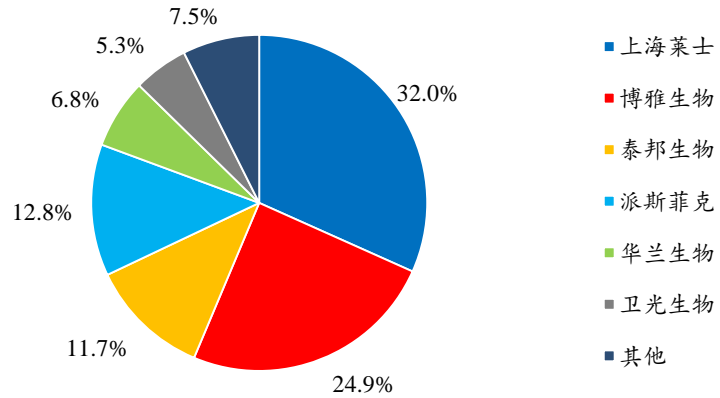
中国纤原市场规模呈增长趋势，博雅生物保持国内市场领先地位。国内纤维蛋白原市场规模从2019年的13.81亿元增长至2023年的17.87亿元，CAGR为6.66%。近五年博雅生物纤原的销售额始终维持在6亿元以上。

图26：中国纤原市场规模呈增长趋势（单位：亿元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

上海莱士与博雅生物在纤原的批签发份额较高。上海莱士以32%的占比位列第一，博雅生物以24.9%的占比紧随其后，这两家公司的批签发份额合计超过50%。

图27：2023年纤原批签发市场中上海莱士、博雅生物份额较大



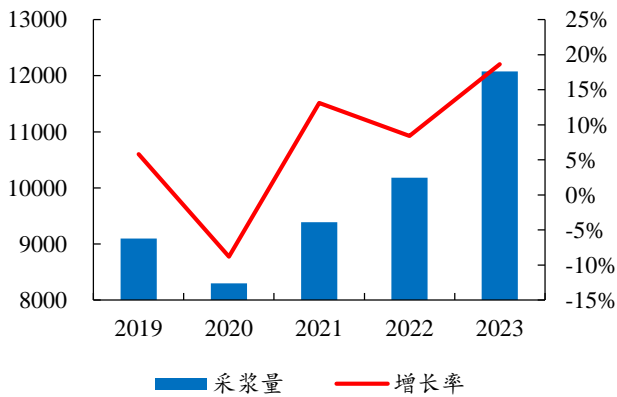
数据来源：中检院、开源证券研究所

2.3、公司采浆量稳健增长，外延并购有望加速公司全国布局

近几年全国采浆量呈现较快增长趋势。受献浆宣传教育的普及和新浆站增长贡献，全国采浆量从2019年的9100吨增长至2023年的12079吨，CAGR为7.34%，预计未来我国采浆量有望保持较高增速。受中国人口老龄化影响，血液制品临床使用量有望不断增加。

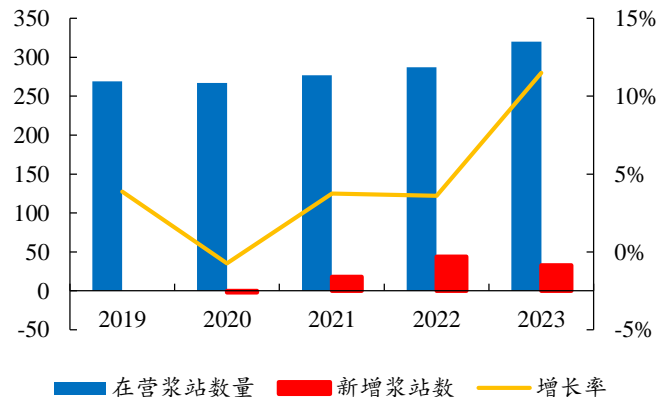
全国浆站数量持续增长。全国在营浆站数量呈现稳步增长趋势，从2019年的269个增长至2023年的320个。

图28：2023年全国采浆量迅速增长（单位：吨）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

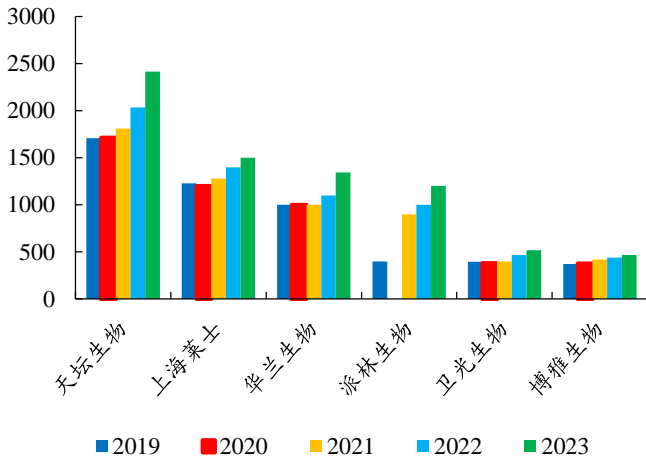
图29：2023年我国在营浆站数量突破300个（单位：个）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

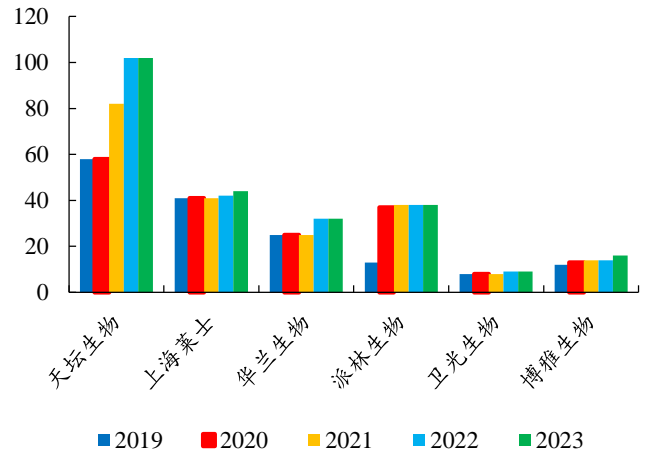
天坛生物浆站数量最多且增速较快。2023年天坛生物、上海莱士、华兰生物以及派林生物采浆量均突破1000吨，合计采集原料血浆超6400余吨，约占国内总采浆量的53%。2023年全国浆站总数为320个，天坛生物浆站数量从2019年的58个增长至2023年的102个，2023年占国内总浆站数量的31.88%。

图30：各企业采浆量逐年增长（单位：吨）



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

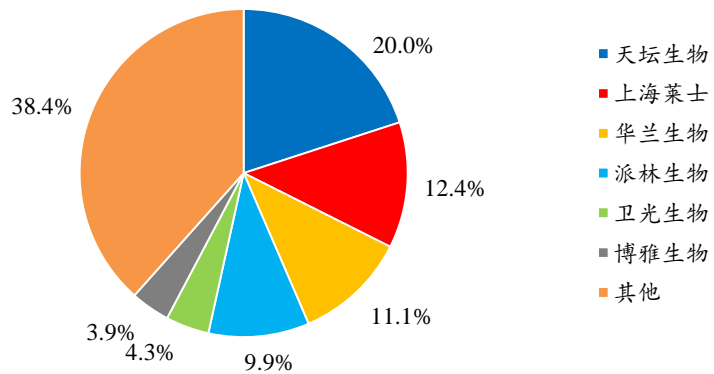
图31：天坛生物浆站数量最多且增速较快（单位：个）



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

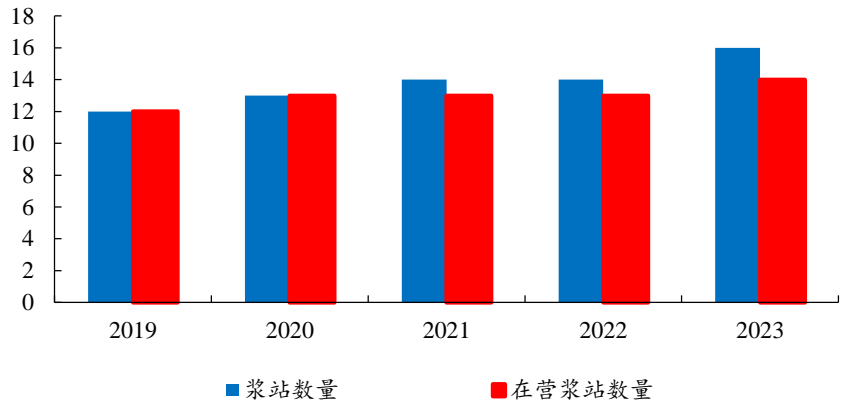
血液制品行业采浆量份额较集中。2023年血液制品行业采浆量份额较集中，天坛生物以近20%的市场份额位居首位，上海莱士和华兰生物分别以12.42%和11.11%的市场份额紧随其后，博雅生物市场份额为3.87%。中国采浆格局来看，市场集中度较高，头部企业采浆量占比较大。

图32：2023年血液制品行业采浆量份额较集中



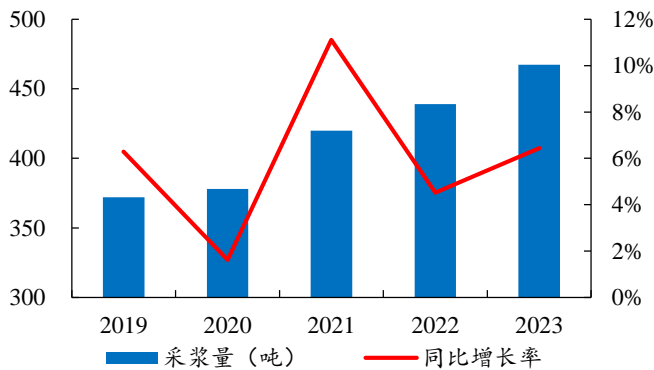
数据来源：各公司年报、开源证券研究所

博雅生物的浆站数量呈现温和增长态势。公司总浆站数量从2019年的12个增长至2023年的16个，在营浆站数量相对稳定，2020至2022年维持在13个，2023年增至14个。

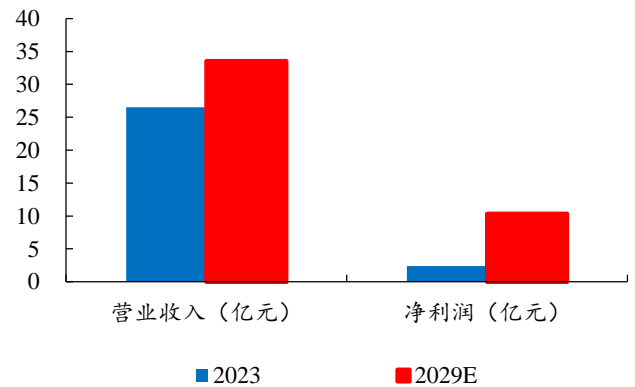
图33：博雅生物的浆站数量总体呈现增长趋势（单位：个）


数据来源：公司年报、开源证券研究所

采浆量逐年稳定增长，产能持续扩张。博雅生物采浆量从2019年的372吨增至2023年的467.3吨。智能工厂一期预计2025年底试生产，2027年7月投产，2029年产能达1200吨（可柔性扩展至1500吨）。根据公司测算，2029年智能工厂项目达产后，营业收入有望达到33.55亿元，净利润超过10亿元。

图34：博雅生物的采浆量稳定增长


数据来源：公司年报、开源证券研究所

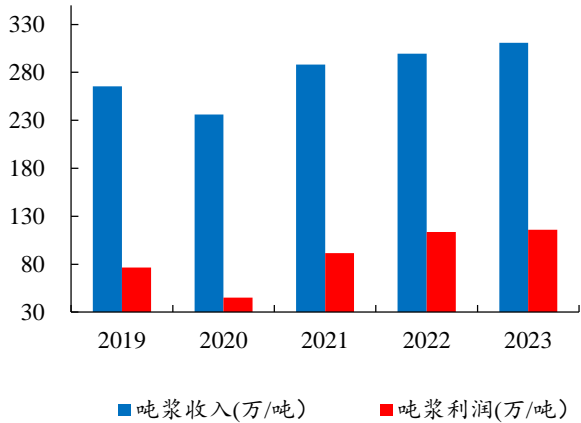
图35：智能工厂投产后营收与净利润有望大幅增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

博雅生物吨浆收入和吨浆利润均实现较好增长。博雅生物的吨浆收入从2020年的236.24万元/吨增长至2023年的310.72万元/吨，吨浆利润从2020年的45.13万元/吨增长至2023年的116.04万元/吨。

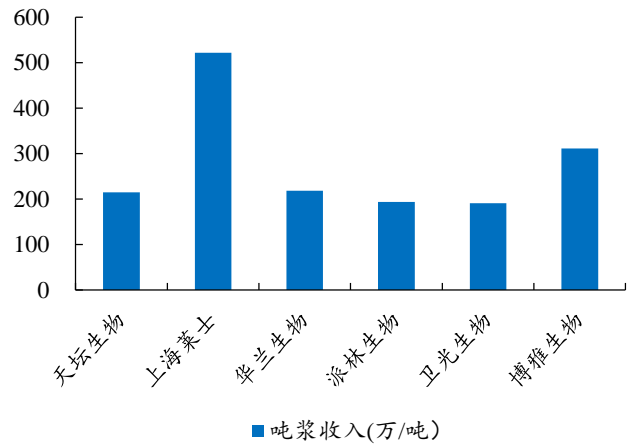
上海莱士及博雅生物的吨浆收入水平居于行业前列。上海莱士以521.42万元/吨的吨浆收入位居行业首位，远超其他企业。博雅生物吨浆收入为310.92万元/吨，拥有较高的吨浆产值。

图36：博雅生物吨浆收入与吨浆利润均呈现上升趋势



数据来源：公司年报、开源证券研究所

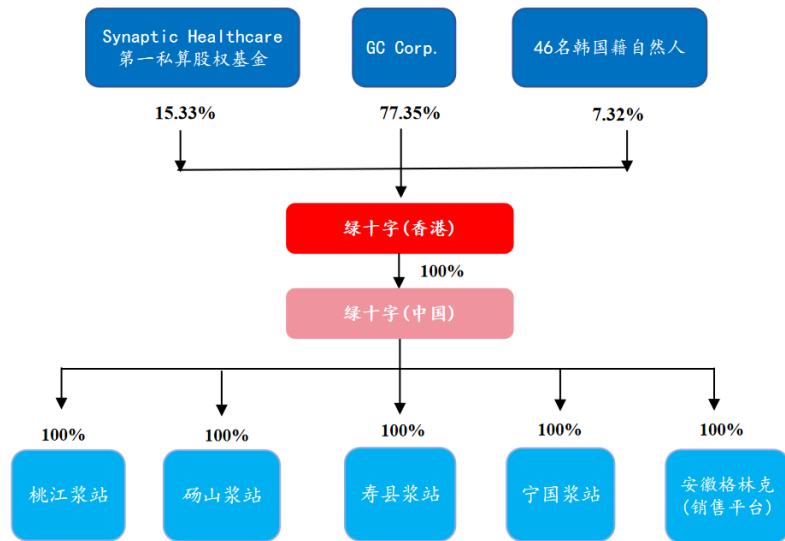
图37：2023年上海莱士以及博雅生物的吨浆收入较高



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

公司并购绿十字（中国），持续推进行业并购整合。本次交易完成后，公司将全资控股一家血液制品生产企业，新增一张生产牌照，新增4个在营单采血浆站，新增2个省份区域的浆站布局，助力公司加快全国浆站拓展。

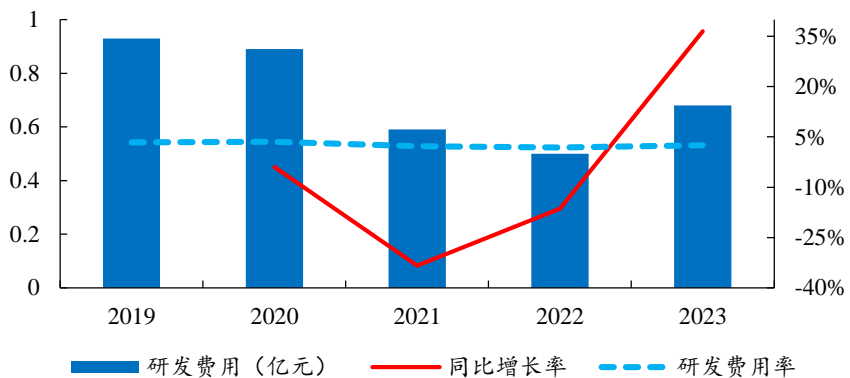
图38：公司并购绿十字（中国），持续推进行业并购整合



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、持续加大研发投入，高纯度静丙有望申报上市

研发费用率稳定。近五年公司研发支出始终维持在0.5亿元以上，研发费用率从2021年的2.24%提升至2023年的2.55%，呈现稳定增长趋势。

图39：2019-2023 年公司研发费用率呈稳定趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

高纯度静丙有望提交上市申请。近年来公司不断加大研发投入，PCC 和VIII因子等产品成功上市，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。

表8：持续加大研发投入，丰富在研管线

研发项目名称	项目进展	开发支出 (百万元)
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	7.11
高浓度(10%)静注人免疫球蛋白	已完成临床总结报告，申报生产批件	9.10
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	14.32
注射剂再评价及标准提高	已获得药品补充申请批准通知书	5.06

资料来源：公司年报、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

现阶段，博雅生物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，我们预计：

(1) 静注人免疫球蛋白业务在 market 需求的推动下，营收和毛利率均呈现稳定增长。预计 2024-2026 年的营收增速分别为-14.00%、10.00%、10.00%；毛利率预计将保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率为 65.83%、65.83%、65.83%。

(2) 人血白蛋白业务营收增长平稳，毛利率略有波动，但整体保持在较高水平。预计 2024-2026 年的营收增速分别为 3.48%、4.00%、4.00%；毛利率预计将保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率为 65.48%、64.48%、65.29%。

(3) 人纤维蛋白原业务营收在 2023 年出现小幅下滑，但预计未来几年将恢复增长。预计 2024-2026 年的营收增速分别为 2.00%、2.00%、2.00%；毛利率预计将保

持稳定，预计 2024-2026 年毛利率为 75.84%、75.81%、75.79%。

(4) 血液制品业务其他产品在市场拓展和新产品推广的推动下，营收预计将实现快速增长。预计 2024-2026 年的营收增速分别为 80.00%、40.00%、30.00%。

(5) 生化类药业务受集采政策及国家医保目录调整等市场综合因素影响业绩下滑。未来公司将及时制定相应应对措施，预计 2024-2026 年的营收增速分别为 5%、5%、5%，预计 2024-2026 年毛利率为 76.42%、76.5%、76.5%。

(6) 其他类产品在 2023 年经历营收的下降，由于公司调整战略以适应市场变化，但预计从 2024 年开始将恢复增长。预计 2024-2026 年的营收增速分别为 5%、5%、5%。

表9：2024-2026 年博雅生物血液制品业务板块营收预计稳健增长（单位：百万元）

子版块	财务表现	2023A	2024E	2025E	2026E
静注人免疫球蛋白	营收	444.73	382.47	420.71	462.78
	同比增速 (%)	15.55	-14.00	10.00	10.00
	成本	148.52	130.69	143.76	158.14
	毛利率 (%)	66.61	65.83	65.83	65.83
人血白蛋白	营收	438.19	453.44	471.58	490.44
	同比增速 (%)	4.26	3.48	4.00	4.00
	成本	151.66	156.53	167.50	170.23
	毛利率 (%)	65.39	65.48	64.48	65.29
人纤维蛋白原	营收	419.02	427.40	435.95	444.67
	同比增速 (%)	-3.20	2.00	2.00	2.00
	成本	100.83	103.26	105.46	107.65
	毛利率 (%)	75.94	75.84	75.81	75.79
血液制品业务其他	营收	149.75	269.55	377.36	490.57
	同比增速 (%)	94.95	80.00	40.00	30.00
	成本	38	67.05	90.51	113.14
	毛利率 (%)	74.42	75.13	76.01	76.94
生化类药业务	营收	335.11	351.87	369.46	387.93
	同比增速 (%)	-23.51	5.00	5.00	5.00
	成本	79.03	82.48	86.82	91.16
	毛利率 (%)	76.42	76.56	76.5	76.5
其他	营收	9.94	10.94	11.94	12.94
	同比增速 (%)	-24.36	5.00	5.00	5.00

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2024-2026 年关键假设数据来自开源证券研究所

3.2、盈利预测与估值

供给端，血制品行业进入壁垒较高，新设浆站要求严格，生产牌照数持续减少。通过设置进入壁垒及鼓励行业并购整合，国内血制品企业浆站及采浆量集中度持续提升。需求端，受中国老龄化程度加深，临床对血制品需求持续增长，此外，中国静丙等产品适应症较国外偏少，患者及医生认知度较低，市场渗透率有望逐步提升。

博雅生物作为国内血制品龙头企业，进入华润体系后，浆站拓展、产品研发、并购整合方面有望大大加速，未来有望跻身全球一线血制品企业层次。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.24/5.51/6.53 亿元，当前股价对应 PE 分别为 27.9/26.5/22.4 倍，我们选取与博雅生物业务相近的国内医药企业天坛生物、上海莱士、派林生物、卫光生物作比较。考虑华润控股带给公司内生浆站拓展及外延并购方面的助力，维持“买入”评级。

表10：与可比公司平均估值相比，公司估值存在溢价，华润赋能有望加速公司浆站拓展及外延并购

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600161.SH	天坛生物	19.52	22.38	19.20	18.70	28.4	23.8	20.1
002252.SZ	上海莱士	6.84	31.80	13.12	12.35	19.4	17.1	15.2
000403.SZ	派林生物	20.64	26.59	19.07	16.24	19.5	16.4	14.1
002880.SZ	卫光生物	26.04	12.98	16.44	17.12	23.9	20.5	17.5
	可比公司平均		23.44	16.96	16.10	22.8	19.5	16.7
300294.SZ	博雅生物	28.99	120.72	5.14	18.43	27.9	26.5	22.4

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：天坛生物、上海莱士、派林生物和卫光生物的盈利预测来自 Wind 一致预测数据，数据截止 2025 年 1 月 9 日收盘

4、风险提示

原材料供应不足风险：血液制品生产企业的原材料是健康人血浆，其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。

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。整个周期需要投入大量资源和资金，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。

医药政策风险：国家进一步深化医药卫生体制改革，对医药行业的管理力度持续加大，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，给医药企业的生产经营带来多重压力，对企业经营模式的变革与创新形成相应的挑战。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6073	6428	6660	7442	7789
现金	1532	1961	2956	3000	3940
应收票据及应收账款	462	210	329	228	403
其他应收款	101	264	0	217	0
预付账款	10	5	8	5	9
存货	667	557	0	594	54
其他流动资产	3303	3430	3367	3398	3382
非流动资产	1960	1401	1357	1210	1236
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	640	634	380	370	356
无形资产	350	323	326	324	317
其他非流动资产	970	444	652	516	563
资产总计	8033	7829	8017	8652	9025
流动负债	705	456	252	450	285
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	303	126	100	118	125
其他流动负债	402	330	152	332	160
非流动负债	43	52	52	41	39
长期借款	0	22	16	8	4
其他非流动负债	43	29	36	33	35
负债合计	748	508	304	491	324
少数股东权益	99	1	21	44	70
股本	504	504	504	504	504
资本公积	4065	4063	4063	4063	4063
留存收益	2616	2753	3060	3326	3675
归属母公司股东权益	7186	7320	7693	8118	8632
负债和股东权益	8033	7829	8017	8652	9025

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	596	642	920	-54	954
净利润	445	248	544	574	678
折旧摊销	107	110	84	87	92
财务费用	-25	-30	-107	-128	-146
投资损失	-39	-14	-26	-20	-23
营运资金变动	46	55	468	-501	406
其他经营现金流	62	273	-42	-65	-54
投资活动现金流	-560	14	116	106	-18
资本支出	138	87	87	-85	130
长期投资	-500	-249	0	0	0
其他投资现金流	78	351	203	21	112
筹资活动现金流	-85	-237	-41	-8	5
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-22	22	-7	-7	-4
普通股增加	-7	0	0	0	0
资本公积增加	-193	-2	0	0	0
其他筹资现金流	137	-256	-35	-1	9
现金净增加额	-49	419	995	44	941

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2759	2652	1885	2075	2276
营业成本	1251	1253	540	594	640
营业税金及附加	22	20	15	16	18
营业费用	695	583	414	438	478
管理费用	230	195	194	208	216
研发费用	50	68	72	66	68
财务费用	-25	-30	-107	-128	-146
资产减值损失	-53	-330	-135	-203	-193
其他收益	8	22	15	18	17
公允价值变动收益	5	86	45	66	55
投资净收益	39	14	26	20	23
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	532	355	708	781	903
营业外收入	6	4	5	4	4
营业外支出	6	5	6	5	5
利润总额	532	354	707	780	902
所得税	87	106	163	206	223
净利润	445	248	544	574	678
少数股东损益	13	11	20	23	26
归属母公司净利润	432	237	524	551	653
EBITDA	593	407	718	778	890
EPS(元)	0.86	0.47	1.04	1.09	1.29

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.1	-3.9	-28.9	10.1	9.7
营业利润(%)	20.1	-33.3	99.2	10.4	15.5
归属于母公司净利润(%)	25.4	-45.1	120.7	5.1	18.4
获利能力					
毛利率(%)	54.7	52.8	71.3	71.4	71.9
净利率(%)	15.7	9.0	27.8	26.6	28.7
ROE(%)	6.1	3.4	7.1	7.0	7.8
ROIC(%)	5.6	2.8	6.3	6.2	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	9.3	6.5	3.8	5.7	3.6
净负债比率(%)	-20.3	-26.2	-37.7	-36.3	-44.9
流动比率	8.6	14.1	26.4	16.6	27.4
速动比率	7.6	12.8	26.4	15.2	27.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	6.1	7.9	7.0	7.4	7.2
应付账款周转率	5.0	7.2	6.1	6.7	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.47	1.04	1.09	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.27	1.82	-0.11	1.89
每股净资产(最新摊薄)	14.25	14.52	15.26	16.10	17.12
估值比率					
P/E	33.8	61.6	27.9	26.5	22.4
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	16.9	23.0	11.8	10.8	8.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn