



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)	26.95
总股本/流通股本(亿股)	5.04 / 5.04
总市值/流通市值(亿元)	136 / 136
52周内最高/最低价	38.93 / 26.95
资产负债率(%)	6.5%
市盈率	57.34
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)

因子类产品快速放量，高浓度静丙有望年内上市

● 血制品收入平稳，商誉减值影响利润表现

2024年公司实现营业收入17.35亿元(-34.58%)，归母净利润3.97亿元(+67.18%)，扣非净利润3.02亿元(+110.77%)，经营现金流净额3亿元(-53.29%)。对应2024Q4营业收入4.9亿元(+6.11%)，归母净利润-0.16亿元(+93.07%)，扣非净利润-0.35亿元(+84.16%)。公司收入端同比下降主要系非血制品业务的剥离出表影响，利润端计提资产减值准备8383万元，其中包括南京新百的商誉减值准备7261万元。

● 浆站拓展和外延并购实现新突破

公司目前浆站数量达到21个，其中20家在采，1家在建(内蒙古达拉特旗浆站)，2024年成功实现对绿十字的外延并购和内蒙古浆站的省级批文，内生外延共成长，华润央企赋能优势逐步显现。公司2024年采浆量达630.6吨，其中博雅生物采浆量522.04吨(+11.7%)，绿十字采浆量108.6吨。

公司血制品业务实现收入15.14亿元(+4.32%)，毛利率65.11%(-4.63%)，其中母公司博雅生物血制品收入14.74亿元(+0.86%)，毛利率64.27%(-2.62pct)；绿十字血制品贡献收入4030万元(为2024.11-12月收入，绿十字2024年11月开始并表)。

从血制品产品结构上看，白蛋白收入4.03亿元(-7.94%)，静丙收入3.91亿元(-6.60%)，纤维蛋白原收入4.08亿元(-8.28%)，其他血液品收入3.12亿元(+108.20%)。受行业周期及区域集采影响，白蛋白、静丙和纤原收入小幅下滑。PCC和八因子实现快速放量，PCC、VIII因子纯销超目标完成，其中PCC市场占有率位居行业第三，小因子产品营收占比快速提升，成为公司业绩重要增长点。

● 在研管线丰富，高浓度静丙有望年内上市

公司具备丰富的研发管线，静注人免疫球蛋白(IVIG)(10%)已完成发布资料提交，目前处于综合审批阶段，有望年内上市，成为国内第三家上市的高浓度静丙。破伤风人免疫球蛋白已完成注册申请和现场检查，有望年内上市。C1酯酶抑制剂和血管性血友病因子(vWF)处于临床阶段，研发进程稳步推进。未来公司将着力围绕小核酸及基因治疗等领域进行布局，进一步拓展产品种类。

● 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2025-2027营收分别为19.79、21.42、23.10亿元，归母净利润分别为5.15、5.82、6.31亿元，对应PE分别为26.36、23.36和21.53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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1735	1979	2142	2310
增长率 (%)	-34.58	14.06	8.23	7.86
EBITDA (百万元)	574.27	729.90	829.54	903.61
归属母公司净利润 (百万元)	396.99	515.45	581.86	631.13
增长率 (%)	67.18	29.84	12.88	8.47
EPS (元/股)	0.79	1.02	1.15	1.25
市盈率 (P/E)	34.23	26.36	23.36	21.53
市净率 (P/B)	1.82	1.76	1.69	1.63
EV/EBITDA	24.35	17.04	15.09	13.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1735	1979	2142	2310	营业收入	-34.6%	14.1%	8.2%	7.9%
营业成本	613	704	758	800	营业利润	34.4%	29.4%	12.9%	8.5%
税金及附加	18	20	21	23	归属于母公司净利润	67.2%	29.8%	12.9%	8.5%
销售费用	420	435	450	485	<b>获利能力</b>				
管理费用	187	198	203	219	毛利率	64.7%	64.4%	64.6%	65.4%
研发费用	67	69	73	81	净利率	22.9%	26.0%	27.2%	27.3%
财务费用	-26	-32	-29	-27	ROE	5.3%	6.7%	7.2%	7.6%
资产减值损失	-84	-13	-14	-15	ROIC	5.1%	6.4%	7.1%	7.4%
<b>营业利润</b>	<b>477</b>	<b>618</b>	<b>698</b>	<b>757</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	7	8	9	10	资产负债率	10.9%	10.7%	10.3%	9.8%
营业外支出	6	7	8	9	流动比率	6.74	6.46	6.53	6.94
<b>利润总额</b>	<b>478</b>	<b>619</b>	<b>699</b>	<b>758</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	81	93	105	114	应收账款周转率	5.27	4.50	4.98	5.43
<b>净利润</b>	<b>397</b>	<b>526</b>	<b>594</b>	<b>644</b>	存货周转率	0.79	0.71	0.76	0.80
归母净利润	397	515	582	631	总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.25
每股收益(元)	0.79	1.02	1.15	1.25	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.79	1.02	1.15	1.25
货币资金	1300	1151	1074	1164	每股净资产	14.85	15.35	15.93	16.56
交易性金融资产	2199	2299	2399	2499	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	453	437	435	429	PE	34.23	26.36	23.36	21.53
预付款项	14	14	15	16	PB	1.82	1.76	1.69	1.63
存货	995	977	1011	1000	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>5058</b>	<b>4994</b>	<b>5059</b>	<b>5242</b>	净利润	397	526	594	644
固定资产	837	851	836	794	折旧和摊销	117	144	160	173
在建工程	321	621	871	1071	营运资本变动	-219	35	-50	-22
无形资产	773	821	845	837	其他	5	6	5	6
<b>非流动资产合计</b>	<b>3343</b>	<b>3688</b>	<b>3927</b>	<b>4054</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>300</b>	<b>711</b>	<b>708</b>	<b>800</b>
<b>资产总计</b>	<b>8401</b>	<b>8683</b>	<b>8986</b>	<b>9296</b>	资本开支	-196	-501	-412	-313
短期借款	0	0	0	0	其他	-452	-86	-83	-82
应付票据及应付账款	358	391	400	400	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-648</b>	<b>-587</b>	<b>-495</b>	<b>-395</b>
其他流动负债	393	382	374	355	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>750</b>	<b>773</b>	<b>774</b>	<b>755</b>	债务融资	-74	-13	0	0
其他	163	156	156	156	其他	-229	-260	-291	-316
<b>非流动负债合计</b>	<b>163</b>	<b>156</b>	<b>156</b>	<b>156</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-303</b>	<b>-273</b>	<b>-291</b>	<b>-316</b>
<b>负债合计</b>	<b>913</b>	<b>929</b>	<b>930</b>	<b>911</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-651</b>	<b>-149</b>	<b>-77</b>	<b>90</b>
股本	504	504	504	504					
资本公积金	4063	4063	4063	4063					
未分配利润	2665	2846	3049	3270					
少数股东权益	1	11	23	36					
其他	254	329	417	511					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7488</b>	<b>7754</b>	<b>8056</b>	<b>8385</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>8401</b>	<b>8683</b>	<b>8986</b>	<b>9296</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