

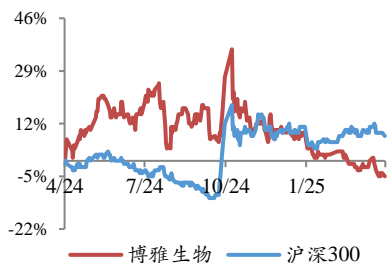
## 剥离低毛利业务板块后，聚焦主业并购重启新程

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-31

收盘价(元)	26.88
近12个月最高/最低(元)	41.98/26.76
总股本(百万股)	504
流通股本(百万股)	504
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	136
流通市值(亿元)	136

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

联系人：李雨涵

执业证书号：S0010123070090

邮箱：liyuh@hazq.com

### 相关报告

1.【华安医药】公司点评博雅生物：血制品主业稳健发展，子公司剥离影响表现 2024-10-29

2.【华安医药】博雅点评：二季度扣非增速亮眼，吨浆利润提升可期 2024-08-27

### 主要观点：

#### ● 事件

2025年3月19日，博雅生物发布2024年年报，公司2024年实现营收17.35亿元，同比-34.58%，实现归母净利润3.97亿元，同比+67.18%，主要系2023年计提商誉减值与其他资产减值准备导致去年同期基数较低；实现扣非归母净利润3.02亿元，同比+110.77%。

2024Q4，公司实现营收4.90亿元，同比+6.11%，实现归母净利润-0.16亿元，实现扣非归母净利润-0.35亿元。

#### ● 事件点评

#### ● 剥离低毛利业务板块后，聚焦主业并购重启新程

核心业务占比达87.29%。拆分业务板块来看，2024年，公司血制品业务实现营收15.14亿元，同比+4.32%，占公司总营收比重达87.29%；公司于2024年11月开始将绿十字纳入合并报表范围，剔除绿十字业务，母公司血制品板块营收为14.74亿元，同比+0.86%，实现净利润4.07亿元，同比-24.87%。华润博雅血制品板块收入增长主要系PCC和VIII因子销售额增长影响，其中PCC市场占有率位居行业第三。

拆分核心产品收入：2024年，公司静丙实现营收3.91亿元，同比-12.00%，人血白蛋白实现营收4.03亿元，同比-7.94%，人纤原实现营收4.08亿元，同比-2.65%。从批签发量来看，2024年，公司人白批签发量达126.83万瓶（折合10g/瓶，20%，50ml），同比+12.76%，静丙批签发量大90.46万瓶（折合2.5g/瓶，5%，50ml），同比+9.48%。核心产品批签发量依旧保持增长趋势，表明市场对产品的需求依旧稳固，公司生产供应能力也在持续提升。

公司生化药业务（新百药业）实现营收2.12亿元，同比-37.08%，主要受缩宫素注射液集采影响及区域联盟集采等市场综合因素影响业绩下滑。公司化学药业务（欣和药业）实现营收0.10亿元，同比-1.89%，受资产减值损失下降影响，板块净利润亏损大幅收窄。

公司业务板块结构重建，回归主业血制品业务的毛利率水平。2024年，公司实现毛利率64.65%，同比+11.89pct，23年剥离两个低毛利率的业务板块，公司业务结构优化。2024年，公司期间费用率为33.48%，同比+5.31pct，其中销售费用率24.19%，同比+2.22pct；管理费用率10.76%，同比+3.41pct；财务费用率-1.47%，同比-0.32pct。

#### ● 收购绿十字香港，进一步扩大浆站版图，采浆量再创新高

2024年7月，博雅使用自有资金人民币18.2亿元成功收购绿十字香港100%股权，公司新增1张生产牌照、4家在营单采血浆站，2个省份区域的浆站布局，进一步扩大公司浆站版图，提升公司采浆能力。

与此同时，2024年7月，公司的泰和、乐平浆站正式运营；2025年1月，公司再次刷新浆站版图，成功斩获内蒙古达拉特旗省级批文，双喜

临门!

截至目前, 公司共有 21 个浆站, 其中 20 个在营, 1 个在建。2024 年, 公司实现采浆量 630.6 吨, 同比+10.4%, 其中华润博雅采浆量为 522.04 吨, 同比+11.7%, 高于行业平均增速。

● **研发进展顺利, 高浓度静丙、破免项目预计 2025 年上市**

2024 年, 公司研发投入 6688.99 万元, 研发费用率为 3.86%, 同比 +1.31pct。目前, 公司 10% 静丙已通过现场核查、破免项目获得现场核查通知书, 预计 2 个产品将于 2025 年实现上市; C1 酯酶抑制剂进入临床试验阶段, 目前已成功入选江西省 2024 年重大科技成果熟化与工程化研究项目; 新百药业卡前列素氨丁三醇注射液一致性评价获批并成功中标第十批全国药品集采。此外, 公司还超前部署小核酸及基因治疗等领域, 项目研发驱动业绩增长的强大效能不断汇聚, 科技创新引领企业发展的价值作用充分发挥。

● **投资建议**

我们调整盈利预测, 公司战略收购绿十字后, 公司采浆能力将进一步提升, 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 20.51/22.64/24.96 亿元, 分别同比增长 18.2%/10.4%/10.3%, 归母净利润分别为 4.82/5.58/6.43 亿元, 分别同比增长 21.4%/15.7%/15.3%, 对应估值为 28X/24X/21X。我们看好公司未来长期发展, 维持“买入”评级。

● **风险提示**

采浆情况不及预期, 产品研发进展不及预期, 行业竞争加剧等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1735	2051	2264	2496
收入同比 (%)	-34.6%	18.2%	10.4%	10.3%
归属母公司净利润	397	482	558	643
净利润同比 (%)	67.2%	21.4%	15.7%	15.3%
毛利率 (%)	64.7%	64.4%	64.8%	65.5%
ROE (%)	5.3%	6.0%	6.5%	7.0%
每股收益 (元)	0.79	0.96	1.11	1.28
P/E	38.33	28.12	24.30	21.08
P/B	2.04	1.70	1.59	1.48
EV/EBITDA	24.35	18.16	15.53	12.81

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5058	5316	6053	6692	<b>营业收入</b>	1735	2051	2264	2496
现金	1300	1898	2259	2890	营业成本	613	731	797	861
应收账款	448	171	176	173	营业税金及附加	18	16	18	20
其他应收款	40	171	176	173	销售费用	420	492	543	599
预付账款	14	9	14	13	管理费用	187	185	192	200
存货	995	756	1059	1018	财务费用	-26	-32	-47	-56
其他流动资产	2261	2312	2368	2425	资产减值损失	-84	-23	-26	-28
<b>非流动资产</b>	3343	3331	3328	3343	公允价值变动收益	66	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	13	10	11	12
固定资产	837	846	864	899	<b>营业利润</b>	477	592	684	789
无形资产	773	775	777	779	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	1732	1709	1687	1665	营业外支出	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	8401	8647	9381	10036	<b>利润总额</b>	478	592	684	789
<b>流动负债</b>	750	499	658	650	所得税	81	95	110	126
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	397	497	575	663
应付账款	150	57	62	67	少数股东损益	0	15	17	20
其他流动负债	600	442	596	583	<b>归属母公司净利润</b>	397	482	558	643
<b>非流动负债</b>	163	163	163	163	EBITDA	574	643	728	834
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	0.96	1.11	1.28
其他非流动负债	163	163	163	163					
<b>负债合计</b>	913	662	821	813					
少数股东权益	1	16	33	53	<b>主要财务比率</b>				
股本	504	504	504	504	<b>会计年度</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
资本公积	4063	4063	4063	4063	<b>成长能力</b>				
留存收益	2920	3402	3960	4603	营业收入	-34.6%	18.2%	10.4%	10.3%
归属母公司股东权	7487	7969	8527	9170	营业利润	34.4%	23.9%	15.7%	15.3%
<b>负债和股东权益</b>	8401	8647	9381	10036	归属于母公司净利	67.2%	21.4%	15.7%	15.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	64.7%	64.4%	64.8%	65.5%
					净利率 (%)	22.9%	23.5%	24.6%	25.8%
					ROE (%)	5.3%	6.0%	6.5%	7.0%
					ROIC (%)	5.1%	5.9%	6.2%	6.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	10.9%	7.7%	8.8%	8.1%
					净负债比率 (%)	12.2%	8.3%	9.6%	8.8%
					流动比率	6.74	10.65	9.20	10.30
					速动比率	5.39	9.11	7.57	8.71
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.21	0.24	0.25	0.26
					应收账款周转率	5.27	6.62	13.05	14.29
					应付账款周转率	5.41	7.07	13.41	13.35
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.79	0.96	1.11	1.28
					每股经营现金流薄)	0.59	1.45	1.02	1.61
					每股净资产	14.85	15.80	16.91	18.19
					<b>估值比率</b>				
					P/E	38.33	28.12	24.30	21.08
					P/B	2.04	1.70	1.59	1.48
					EV/EBITDA	24.35	18.16	15.53	12.81

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师：**陈珈蔚，医药行业分析师，主要负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

**联系人：**李雨涵，医药行业分析师助理，湖南大学本硕，生物技术+金融硕士复合背景，主要研究方向为血制品、疫苗板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。