

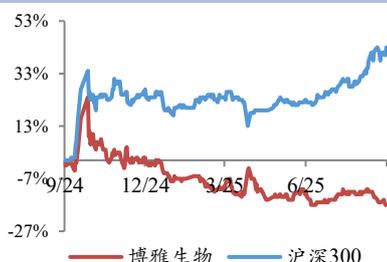
采浆量增速领先行业，高浓度静丙获批上市增添新动能

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-12

收盘价(元)	25.77
近12个月最高/最低(元)	41.98/25.33
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)	130
流通市值(亿元)	130

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：李雨涵

执业证书号：S0010525070005

邮箱：liyuh@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评博雅生物：剥离低毛利业务板块后，聚焦主业并购重启新程 2025-04-01

2.【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

主要观点：

● 事件

2025年8月23日，博雅生物发布2025年半年度报告，公司2025年上半年实现营收10.08亿元，同比+12.51%；实现归母净利润2.25亿元，同比-28.68%。

单季度来看，2025Q2，公司实现营收4.72亿元，同比+5.50%；实现归母净利润0.86亿元，同比-47.63%。

● 点评

● 核心业务稳健增长但利润承压，因子类产品表现亮眼

公司2025年上半年营收增长主要由并表的绿十字（中国）贡献。分业务板块看，血液制品业务实现营收8.52亿元，是公司收入的核心支柱。拆分来看，母公司（华润博雅）血制品业务实现营收7.29亿元，同比下降7.73%，主要系白蛋白及静丙受市场供需变化销量及价格下降，PCC受库存影响销量下降；绿十字（中国）作为新并表主体，贡献营收1.23亿元。公司归母净利润下滑主要系血制品毛利下降，以及并购绿十字产生的评估增值摊销（上半年合计影响净利润5,226万元）。

拆分核心产品收入：2025年上半年，公司人血白蛋白实现营收2.49亿元，同比+6.68%；静注人免疫球蛋白实现营收1.95亿元，同比-11.42%；人纤维蛋白原实现营收2.16亿元，同比+3.84%；而人凝血因子VIII表现亮眼，实现营收1.25亿元，同比大幅增长+189.91%，成为重要的增长驱动力。但主要产品毛利率均有不同程度下滑，白蛋白、静丙、纤原、八因子毛利率分别同比-5.38pct、-13.38pct、-5.58pct、-36.22pct。从批签发量看，华润博雅本部和绿十字（中国）合计，静丙批签发量（折合2.5g/瓶）同比+5.1%，八因子批签发量（折合200IU）同比+176.0%，显示市场需求与生产供应能力保持稳健。

● 采浆量增速领先行业，高浓度静丙获批上市增添新动能

公司持续提升血浆资源掌控能力，浆量增长强劲。2025年上半年，公司合计采浆量达320.39吨，同比+7.2%，增速高于行业平均水平。其中，华润博雅本部采浆263.41吨，同比+6.7%；绿十字（中国）采浆56.98吨，同比+9.5%，并购整合效果初步显现。目前公司共拥有21家单采血浆站，其中20家在营，1家在建，为未来采浆量持续增长奠定坚实基础。

公司研发管线捷报频传，高浓度静丙获批上市增添新动能。2025年5月，公司10%浓度静注人免疫球蛋白（pH4）获得生产批件，成为国内第三家拥有该产品的企业，为公司在免疫球蛋白领域的市场竞争增添了强劲动力。2025年4月，公司皮下注射人免疫球蛋白获批开展临床试验，研发进度位居国内前三，有望在未来开拓新的市场空间。此外，

破伤风人免疫球蛋白已递交发补资料，C1 酯酶抑制剂处于临床试验阶段，在研产品梯队良好，为公司长期发展储备了充足动力。

● **聚焦主业战略持续推进，有序剥离非核心资产**

公司坚定聚焦血液制品核心主业，非核心业务剥离工作取得实质性进展。2025 年 7 月，公司与抚州高新区财投集团有限公司签署合同，转让旗下持续亏损的化学药业务子公司博雅欣和 80% 股权，交易完成后将进一步优化公司资产结构，集中资源发展主业。报告期内，博雅欣和实现营收 745 万元，同比增长 55.91%，但净利润仍亏损 996 万元。同时，公司的生化药业务（新百药业）受集采等因素影响，上半年营收同比下降 14.36%。公司将继续稳定其经营并积极推动其股权转让工作。通过有序剥离非血液制品业务，公司将更加聚焦血制品赛道，提升整体盈利能力和运营效率。

● **投资建议**

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 4.82/5.55/6.41 亿元，分别同比增长 21.4%/15.2%/15.4%。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	555	641
净利润同比 (%)	67.2%	21.4%	15.2%	15.4%
毛利率 (%)	64.7%	64.4%	64.8%	65.5%
ROE (%)	5.3%	6.1%	6.6%	7.1%
每股收益 (元)	0.79	0.96	1.10	1.27
P/E	38.33	26.96	23.40	20.28
P/B	2.04	1.65	1.54	1.43
EV/EBITDA	24.35	17.47	14.93	12.29

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
流动资产	5058	5197	5931	6568	营业收入	1735	2051	2264	2496
现金	1300	1778	2138	2766	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	-44	-53
其他流动资产	2261	2312	2368	2425	资产减值损失	-84	-23	-26	-28
非流动资产	3343	3361	3358	3374	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	营业利润	477	592	681	786
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	1740	1717	1696	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	8401	8558	9289	9942	利润总额	478	592	681	786
流动负债	750	499	657	649	所得税	81	95	109	126
短期借款	0	0	0	0	净利润	397	497	572	660
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	595	582	归属母公司净利润	397	482	555	641
非流动负债	163	156	156	156	EBITDA	574	643	728	834
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	0.96	1.10	1.27
其他非流动负债	163	156	156	156					
负债合计	913	655	813	805					
少数股东权益	1	16	33	53	主要财务比率				
股本	504	504	504	504	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	4063	4063	4063	4063	成长能力				
留存收益	2920	3321	3876	4517	营业收入	-34.6%	18.2%	10.4%	10.3%
归属母公司股东权	7487	7888	8443	9084	营业利润	34.4%	23.9%	15.2%	15.4%
负债和股东权益	8401	8558	9289	9942	归属于母公司净利	67.2%	21.4%	15.2%	15.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	64.7%	64.4%	64.8%	65.5%
					净利率 (%)	22.9%	23.5%	24.5%	25.7%
					ROE (%)	5.3%	6.1%	6.6%	7.1%
					ROIC (%)	5.1%	5.9%	6.3%	6.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	10.9%	7.6%	8.8%	8.1%
					净负债比率 (%)	12.2%	8.3%	9.6%	8.8%
					流动比率	6.74	10.43	9.02	10.12
					速动比率	5.39	8.89	7.39	8.53
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.79	0.96	1.10	1.27
					每股经营现金流薄)	0.59	1.43	1.01	1.60
					每股净资产	14.85	15.64	16.74	18.01
					估值比率				
					P/E	38.33	26.96	23.40	20.28
					P/B	2.04	1.65	1.54	1.43
					EV/EBITDA	24.35	17.47	14.93	12.29

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: 李雨涵, 医药行业分析师, 主要研究方向为医疗服务和生物制品。湖南大学本硕, 生物技术+金融硕士复合背景。

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达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。