

# 采浆量保持稳健增长， 10%层析静丙获批上市

## 核心观点

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。上半年公司血制品业务整体面临一定压力，PCC、VIII 因子快速放量，部分抵消了供需变化带来的价格及整体销量下滑。公司上半年采浆增速高于行业平均水平，并持续推进浆站拓展及产能建设。10%层析静丙获批上市，SCIG 获批开展临床试验，为公司未来发展储备强劲动力。预计下半年，主营产品价格及销量有望企稳；新品上市放量叠加并购绿十字带来的业绩贡献，将推动业绩进一步增长；期待后续浆站拓展及外延并购迎来积极进展。

## 事件

### 公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期

8月22日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现：1) 营业收入 10.08 亿元，同比增加 12.51%；2) 归母净利润 2.25 亿元，同比下降 28.68%；3) 扣非归母净利润 1.66 亿元，同比下降 36.05%；4) 基本每股收益 0.45 元。业绩符合预期。

## 简评

### 并购绿十字贡献上半年业绩增量，PCC、VIII 因子持续放量

2025Q2 公司营业收入 4.72 亿元，同比增加 5.50%；归母净利润 0.86 亿元，同比下降 47.63%；扣非归母净利润 0.63 亿元，同比下降 51.90%。25Q2 及 25H1 公司收入端实现同比增长，主

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,651.98	1,734.90	2,071.54	2,237.42	2,382.57
YoY(%)	-3.87	-34.58	19.40	8.01	6.49
净利润(百万元)	237.47	396.99	455.57	549.23	623.23
YoY(%)	-45.06	67.18	14.75	20.56	13.47
毛利率(%)	52.76	64.65	53.55	56.95	58.41
净利率(%)	8.95	22.88	21.99	24.55	26.16
ROE(%)	3.24	5.30	5.86	6.75	7.30
EPS(摊薄/元)	0.47	0.79	0.90	1.09	1.24
P/E(倍)	54.15	32.39	28.22	23.41	20.63
P/B(倍)	1.76	1.72	1.65	1.58	1.51

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 博雅生物(300294.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025 年 09 月 17 日

当前股价：25.50 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.25/-10.72	-4.21/-18.57	-16.39/-59.21

12 月最高/最低价(元) 38.93/25.50

总股本(万股) 50,424.87

流通 A 股(万股) 50,424.87

总市值(亿元) 128.58

流通市值(亿元) 128.58

近 3 月日均成交量(万) 591.33

主要股东

华润医药控股有限公司 30.48%

### 股价表现



要由于并购绿十字贡献业绩增量所致。利润端同比下降，主要由于血制品毛利下降和并购绿十字产生的评估增值摊销等影响；其中绿十字评估增值摊销合计影响净利润 0.52 亿元。上半年收购绿十字带来的收入增量主要包括：1) 血液制品业务贡献收入 1.23 亿元；2) 药品经销业务（格林克）0.62 亿元。

**主营产品毛利率短期承压，PCC、VIII 因子贡献业绩增量。**分产品来看，2025 年上半年公司人血白蛋白销售 2.49 亿元（+6.68%），毛利率 57.78%（-5.38pct）；静注人免疫球蛋白（静丙）销售 1.95 亿元（-11.42%），毛利率 52.21%（-13.38pct）；人纤维蛋白原销售 2.16 亿元（+3.84%），毛利率 65.84%（-5.58pct）；人凝血因子 VIII 销售 1.25 亿元（+189.91%），毛利率 27.14%（-36.22pct）。上半年白蛋白及纤原收入同比增长，主要由于绿十字贡献业绩增量所致；静丙收入同比下降，以及其他产品毛利率下滑，主要由于产品受市场供需变化影响，销量及价格下降所致；以及合并绿十字后成本增加所致。公司上半年加强市场营销和学术推广工作，PCC 与 VIII 因子在市场上表现卓越，成为业绩增长的重要因素。

**采浆量增速高于行业平均，浆站拓展及产能建设稳步推进。**公司现有单采血浆站 21 家，其中在营浆站 20 家，上半年采浆量 320.39 吨，同比增长 7.2%，高于行业平均增速；其中母公司采浆量 263.41 吨，同比增长 6.7%；绿十字 56.98 吨，同比增长 9.5%。公司整合华润系资源，在各地积极推进浆站拓展，并于 2025 年 1 月成功获批内蒙古达拉特旗浆站。同时公司持续推进智能工厂建设，主体结构及二次结构基本完工，为未来产能提升和业绩增长奠定坚实基础。

**10% 层析静丙获批上市，在研管线及国际化战略稳步推进。**公司着力推进在研管线以丰富产品种类，提高吨浆利润。2025 年 5 月，公司 10% 静丙成功获批上市，成为国内第三家拥有该产品的企业；皮下注射人免疫球蛋白（SCIG）获批开展临床试验，同样跻身国内前三，为公司后续发展储备了强劲动力。公司持续推进国际化战略，静丙获得多米尼加共和国《药品注册证书》；静丙、纤原取得土耳其 GMP 证书，为开拓国际市场、提升国际影响力迈出了坚实步伐。

**表 1: 公司血制品业务主要研发项目情况**

所属公司	研发项目名称	项目进展	下一步规划
	静注人免疫球蛋白（IVIG） （10%）	完成发补资料提交，综合评审中	申请获批《药品注册证书》
	破伤风人免疫球蛋白	已递交发补资料，进入专业审评阶段	完成免疫研究和上市申请
华润博雅本部	C1 酯酶抑制剂	临床试验阶段	完成临床病例入组后进行临床总结，申请获批《药品注册证书》
	血管性血友病因子(vWF)	临床试验和工艺确认阶段	完成药学研究
	皮下注射人免疫球蛋白	药学研究和申报临床阶段	完成临床试验和药学研究
	纤维蛋白粘合剂	药效学试验阶段	完成工艺验证，并申报临床
	凝血因子 IX	药学研究和申报临床阶段	完成药学研究，并申报临床
绿十字 （中国）	新工艺静丙 IVIG-CAP 项目	补充申请注册申报阶段	完成质量研究和注册申报
	提升人白/静丙收率	调整灌装量变更已完成	完成自动化改造升级

资料来源：公司公告，中信建投证券

**毛利率上半年有所承压，管理费用同比增长**

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2025 年上半年，公司毛利率 53.01%，同比下降 14.02pct；归母净利率 22.36%，同比下降 12.91pct，主要由于血制品业务毛利率下降，以及收购绿十字产生的评估增值摊销等影响所致。上半年公司销售费用 1.96 亿元（+1.52%），销售费用率 19.42%（-2.10pct）；管理费用 1.13 亿元（+40.36%），管理费用率 11.23%（+2.23pct）；研发费用 0.45 亿元（+2.12%），研发费用率 2.30%（-1.09pct）；财务费用-0.09 亿元（+45.19%），财务费用率 -0.93%（+0.98pct）。管理费用同比增长，主要由于合并范围增加绿十字所致。上半年公司经营净现金流 0.07 亿元（-96.72%），主要由于合并范围增加绿十字、银行利息收入减少及销售回款下降等原因所致。

### 2025 年下半年展望：新品上市叠加并购绿十字带来新增量，期待浆站拓展及外延进展

上半年公司血制品业务整体面临一定压力，随着公司持续加强销售推广工作，PCC、VIII 因子快速放量，部分抵消了供需变化带来的价格及整体销量下滑。公司上半年采浆增速高于行业平均水平，并持续推进浆站拓展及产能建设，为后续业绩增长奠定坚实基础。公司积极推进产品研发，10% 层析静丙获批上市，SCIG 获批开展临床试验，为公司未来发展储备强劲动力。预计下半年，随着血制品需求稳步增长，行业有望逐步恢复至供需紧平衡格局，主营产品价格及销量有望企稳；新品上市放量叠加并购绿十字带来的业绩贡献，将推动公司业绩实现进一步增长。公司持续推动浆站拓展，并寻找外延并购机会，期待后续迎来新的积极进展。

### 盈利预测与投资评级

预计 2025 ~ 2027 年公司整体收入分别为 20.72 亿元、22.37 亿元和 23.83 亿元，归母净利润分别为 4.56 亿元、5.49 亿元和 6.23 亿元，分别同比增长 14.8%、20.6% 和 13.5%。若不考虑非血制品业务及绿十字（中国）业务，预计 2025 ~ 2027 年公司血制品业务收入分别为 14.58 亿元、16.30 亿元和 17.75 亿元，分别同比变化-1.0%、11.8% 和 8.9%。每股 EPS 分别为 0.90、1.09、1.24 元，当前股价对应 2025 ~ 2027 年估值分别为 28.2X、23.4X 和 20.6X，给予买入评级。

## 风险分析

1、血制品安全性问题及单采血浆站监管风险。由于血液制品主要原料的生物属性，基于现有的科学技术水平，理论上仍存在未能识别并去除某些未知病原体的可能性，带来的安全性问题可能对公司的经营造成不利影响。单采血浆站持续规范运营是血液制品企业的整体经营的重要因素之一，单采血浆公司监管政策的变化可能会对公司造成一定的影响。

2、采浆量增长不及预期的风险。血液制品的原材料为健康人血浆，由于来源的特殊性，加之人们献浆的积极性始终不高，导致目前整个原料血浆行业供应紧张。原料血浆供应量直接决定血液制品生产企业的生产规模，若采浆量增长不及预期，将影响公司产品生产及销售节奏。

3、新产品研发和上市进度不达预期。

4、采浆难度加大致产能利用不足的风险。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师” 医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk