

经营做减法，聚焦做强血制业务

——首次覆盖报告

公司深度

● 经营做减法：剥离非血业务，聚焦血制品业务

以 2020 年华润医药受让公司股权为分界点，公司主营业务经历了高特佳主导时期的全面多元化经营向华润医药时期的逐步剥离非血业务，聚焦做强血制业务的重大经营战略转向。**逐步剥离非血业务：**2023-2025 年，公司逐步分阶段剥离广东复大医药（血制品流通）75%股权、贵州天安药业（糖尿病等慢病用药）89.681%股权、博雅欣和（化学药）80%股权，非血制品业务仅有南京新百药业生化类药物营收，在 2024 年总营收中占比大幅下降到 12.7% 左右，血制业务上升到 87.3%，基本完成非血业务的出清。公司血制主业秉持“内生稳增长，外延拓规模”方针，一方面老浆站采浆挖潜与新浆站新设开拓巩固内生增长，另外一方面抓住有利时机，外延并购优质血制资产，2024 年并购绿十字香港 100%股权，进一步聚焦做强血制主业。

● 做大：内生稳增长，外延拓规模，采浆上台阶

浆站：总数达到 21 个。“十四五”期间（2021-2025 年），公司抓住全国浆站设置红利期机会，在江西、山西和内蒙古三省累计获得 4 个新设浆站批文，抓住时机成功并购绿十字中国，在安徽、湖南两省新增 4 个浆站，截至目前公司共有 21 个单采血浆站（含绿十字中国 4 个浆站）。

采浆：内生稳增长，外延拓规模。2024 年，博雅生物母公司 16 家在营浆站全年采浆 522 吨，同比增长 11.7%；2025 年上半年，采浆 263.4 吨，同比增长 6.7%，均高于同期行业采浆增速。2020 年-2024 年，公司在营浆站单站年均采浆量从 31 吨提升到 34 吨左右，新站投产+老站挖潜，母公司年采浆量逐年增长。外延拓规模，2024 年，绿十字中国 4 家浆站采浆量 108.56 吨，公司采浆总量（博雅生物本部&绿十字中国）跃升到 630.56 吨，权益浆量同比增长 35%（2023 年 467 吨）。2025 年上半年，绿十字中国采浆 57 吨左右，同比增长 9.5%，采浆增速快于博雅生物母公司（+6.7%），公司整体采浆量 320.4 吨，同比增长 7.2%，快于行业平均增速。并购绿十字后，公司权益浆量规模快速上台阶。

● 做强：吨浆产值和毛利率行业领先

聚焦高附加值、市场需求好的产品。公司常年实际生产并批签发 5-6 个血制品品种，包括基础主产品白蛋白、静丙；特免产品主要聚焦市场规模最大、市场需求较好的狂犬病免疫球蛋白；凝血类产品生产比较均衡，三大品种均有生产，人纤维蛋白原产品是公司优势品种，公司纯化技术行业领先，纯化得率远超行业其他公司。

吨浆产值和毛利率行业领先。按采浆量简化计算，2024 年母公司吨浆产值约 282 万元，显著高于行业均值（约为 225 万元）；毛利率行业高。横向比较，2024 年博雅生物血制品整体毛利率为 65.1%，显著高于行业均值（约 54.1%）。体现公司血制品业务盈利能力较强。

加强血制品新品种研发，进一步提升血浆利用率。目前 10%高浓度静丙已经获批上市，成为国内第三个获批高浓度静丙产品的血制品企业；另外 C1 酯酶抑制剂、血管性血友病因子（vWF）和皮下注射人免疫球蛋白（皮丙）等

推荐（首次评级）

李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280523110001

市场数据	2025.11.18
收盘价(元):	24.76
一年最低/最高(元):	24.25/30.39
总股本(亿股):	5.04
总市值(亿元):	124.8
流通股本(亿股):	5.04
流通市值(亿元):	124.8
近 3 月换手率:	41.5%

股价一年走势



新产品正在开展临床试验，预计分别在 2027-2030 年获批上市，进一步丰富公司血制产品线。

● 盈利预测与投资评级

盈利预测：我们预测公司 2025-2027 年，营收分别 19.4/23.2/24.8 亿元，分别同比增 11.9%/19.7%/7.0%；归母净利润为 4.41/5.24/5.71 亿元，分别同比增 11.2%/18.8%/9.0%。

投资评级：截至 2025 年 11 月 18 日，可比公司 PE (2025E) 均值为 23.4 倍，公司 PE (2025E) 为 28.3 倍，略高于行业均值（约 20%）。行业均值 PB (LF) 为 2.4 倍，公司为 1.6 倍，显著低于行业均值。公司当前 PE (TTM) 估值水平处于十年长周期估值分位约 36%，PB (LF) 估值分位约 0.1%，均处于十年长周期底部，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：浆站合规运营风险，采浆量不及预期；血制品生产质量控制风险；绿十字中国并购整合不及预期风险；行业竞争加剧，血制品价格继续下跌风险；系统风险。

财务摘要和估值指标（数据截至 2025.11.18）

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	2,652	1,735	1,942	2,324	2,486
增长率(%)	-3.9	-34.6	11.9	19.7	7.0
归母净利润(亿元)	237	397	441	524	571
增长率(%)	-45.1	67.2	11.2	18.8	9.0
毛利率(%)	52.8	64.7	55.6	55.6	55.2
净利率(%)	9.0	22.9	22.7	22.6	23.0
ROE(%)	3.4	5.3	5.6	6.3	6.5
EPS(摊薄/元)	0.47	0.79	0.88	1.04	1.13
P/E	39.3	64.3	28.3	23.8	21.8
P/B	2.2	2.0	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind、诚通证券研究所，股价截至时间为 2025 年 11 月 18 日

投资要件

盈利预测与投资评级

1) 盈利预测：我们预测公司 2025-2027 年，营收分别 19.4/23.2/24.8 亿元，分别同比增 11.9%/19.7%/7.0%；归母净利润为 4.41/5.24/5.71 亿元，分别同比增 11.2%/18.8%/9.0%。

2) 投资评级：截至 2025 年 11 月 18 日，可比公司 PE (2025E) 均值为 23.4 倍，公司 PE (2025E) 为 28.3 倍，略高于行业均值 21.0 倍。行业均值 PB

(LF) 为 2.4 倍，公司为 1.6 倍，显著低于行业均值。公司当前 PE (TTM) 估值水平处于十年长周期估值分位约 36%，PB (LF) 估值分位约 0.1%，均处于十年长周期底部，首次覆盖，给予“推荐”评级。

关键假设

1、**采浆量**：不考虑未来外延并购，仅对当前现有 21 个浆站(在营 20 个，在建 1 个)给与采浆假设，假设内蒙古达拉特旗浆站 2026 年获采浆许可证投产，2025-2027 年，博雅生物母公司在营浆站分别为 16 个、17 个和 17 个，参考 2023-2024 年母公司 16 家浆站单均单站年采浆 33 吨，我们保守假设 2025-2027 年，母公司 17 家浆站单站年均采浆 33.5 吨、34.0 吨和 34.5 吨，折合母公司 17 个浆站采浆量约为 536 吨、578 吨和 587 吨。

绿十字中国 4 家浆站 2024 年采浆 108.6 吨，同比增长 4.5%，2025H1 采浆 57 吨左右，同比增长 9.5%，采浆同比增速高于母公司华润博雅生物。我们假设 2025-2027 年，绿十字中国采浆年均增速为 7%，对应年采浆分别为 116 吨、124 吨和 133 吨。

通过以上假设，我们预测 2025-2027 年公司 21 家浆站年采浆量约为 652 吨、702 吨和 719 吨，分别同比增长 3.4%、7.7%和 2.4%。

2、**产品线**：绿十字血制品业务毛利率和净利润率均低于母公司，叠加血制品价格不及去年，相应白蛋白、免疫球蛋白和凝血类产品三大类毛利率相较并表绿十字前均有所下降。我们假设 2025-2027 年白蛋白、静丙、人纤维蛋白原和其他血制（包括凝血因子 VIII、狂免和 PCC）毛利率分别为 57.0%、52.0%、65.8%和 42.2%（绿十字凝血因子 VIII 毛利率较低）。

我们与市场的观点的差异

从民营资本主导的多元化医药集团到央企血制品整合平台的蜕变。高特佳时期的博雅生物主营业务是以血制品为主，通过并购非血资产，开展医药多元化发展；血制品盈利能力较强，但生化药、化学药和原料药等业务受集采等多方面影响，盈利能力相对低下，给市场带来估值紊乱；华润医药控股后，博雅生物主营业务做加减法，逐渐剥离盈利能力低下的非血资产，并购绿十字中国血制资产，加码血制主业发展，公司已经完成华润血制品整合平台身份的转变。

股价上涨的催化因素

进一步提升采浆规模。继续增加浆站数量：批量获得新设浆站，外延扩张收购血制品企业，旗下浆站采浆进一步挖潜，提升单位浆站采浆能力。产品线继续补齐和丰富，进一步提升毛利率和净利润率水平。

投资风险

浆站合规运营风险，采浆量不及预期；血制品生产质量控制风险；绿十字中国并购整合不及预期风险；行业竞争加剧，血制品价格继续下跌风险；系统风险。

目 录

1、 华润博雅：央企华润血制品业务整合平台	7
1.1、 历史沿革：从民营资本控股向央企血制平台身份蜕变.....	7
1.2、 主营业务：逐步剥离非血业务，聚焦血制主业.....	7
1.3、 股权：华润医药牢固掌控上市公司，公司财务稳健无有息负债.....	8
2、 血制品：内生稳增长，外延拓规模	9
2.1、 采浆：内生稳增长，浆站设置红利期全力拓浆.....	9
2.2、 外延拓规模：并购绿十字，规模上台阶	11
2.3、 产品线：吨浆产值和毛利率行业领先	12
2.4、 公司血制品吨浆产值、毛利率领先行业	16
3、 血制品行业进入发展新阶段：集中度趋向国际水平，从规模驱动向精细化运营转型.....	17
3.1、 我国血制品行业正在经历一轮并购大潮，集中度趋向国际水平.....	17
3.2、 浆站批量新设红利期已过，未来浆站新设将趋缓.....	19
3.3、 发展驱动力：从采浆规模驱动向精细化运营转变.....	21
4、 盈利预测与投资评级	24
4.1、 关键假设	24
4.2、 盈利预测与投资评级	24
5、 风险提示	25
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 华润博雅生物历史沿革.....	7
图 2： 2020-2024 年博雅生物采浆量稳步提升	8
图 3： 2020-2024 年在营浆站及单位浆站年均采浆量	8
图 4： 华润博雅生物股权架构图.....	9
图 5： 2020-2024 年博雅生物采浆量稳步提升	11
图 6： 2020-2024 年在营浆站及单位浆站年均采浆量	11
图 7： 2025 年上半年绿十字中国血制品业务经营情况.....	12
图 8： 2020-2024 年公司血制品营收构成及增速	13
图 9： 2024 年公司血制品业务营收结构	13
图 10： 2019-2024 年国内人血白蛋白批签发持续增长.....	14
图 11： 2019-2024 年进口白蛋白批签发占比	14
图 12： 2020-2024 年公司白蛋白批签发量与采浆同频	14
图 13： 2020-2024 年公司人血白蛋白营收及毛利率	14
图 14： 2020-2024 年博雅生物静丙批签发量与采浆同频.....	15
图 15： 2020-2024 年公司静丙营收及毛利率	15
图 16： 2020-2024 年公司纤维蛋白原营收及毛利率	16
图 17： 2020-2024 年公司人纤维蛋白原吨浆得率	16
图 18： 博雅生物吨浆产值、吨浆利润领先行业	16
图 19： 2024 年主要血制品公司血制品业务毛利率比较.....	16
图 20： 2024 年血制品行业采浆寡头垄断市场格局	19
图 21： “十二五”血液倍增计划完成情况	20
图 22： 2016-2024 年全国采浆量及同比增速	21

图 23： 2016-2024 年进口人血白蛋白占比 21

表 1： 华润博雅生物旗下单采血浆站一览 9

表 2： 博雅生物拥有产品批文和历年实际生产批签品种（2024 年包含绿十字） 12

表 3： 近十年来血制品行业重大并购事件 17

表 4： 我国各地方省“十四五”单采血浆站设置规划 20

表 5： 国内主要血液制品上市公司拥有血制品生产批文比较 22

表 6： 我国临床后期&获批上市的重组人血制品一览 23

表 7： 博雅生物营业收入预测 24

表 8： 可比公司估值比较 25

1、华润博雅：央企华润血制品业务整合平台

1.1、历史沿革：从民营资本控股向央企血制平台身份蜕变

华润博雅生物是一家以血制品业务为主，集生化药、化学药和原料药为辅的综合性医药企业。公司自前身江西博雅生物制药成立以来，三十多年发展历程可以划分为四段历史发展时期。

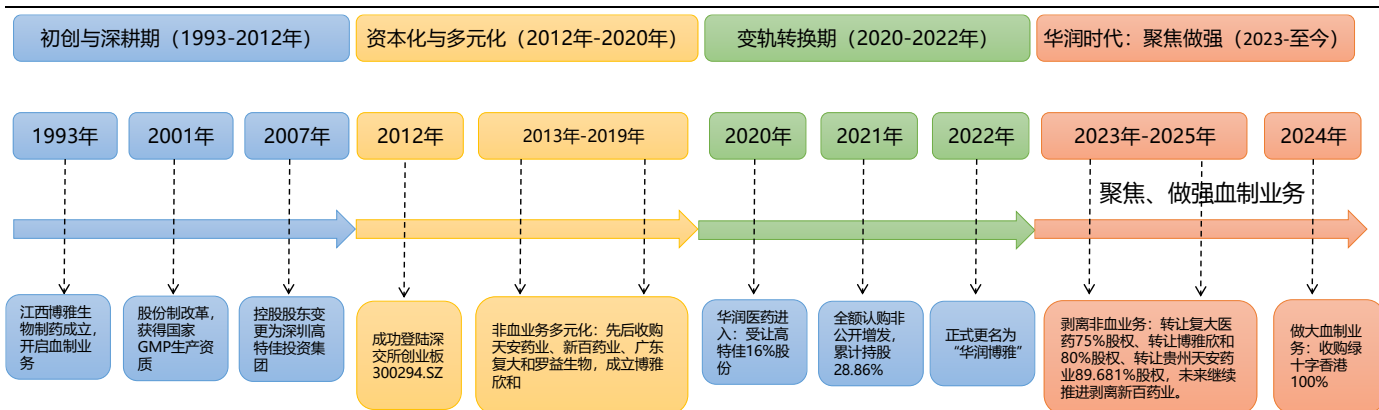
初创与深耕期（1993-2012年）：公司前身为成立于1993年的江西博雅生物制药有限公司，位于江西省抚州市，2001年完成股份制改制，2007年深圳高特佳投资集团成为公司控股股东。

资本化与多元化期（2012-2020年）：2012年3月，公司成功登陆深交所创业板上市。上市后，公司开始非血业务多元化发展，先后并购贵州天安药业、南京新百药业、广东复大医药和参股罗益生物，并成立博雅欣和，公司业务从单一血制业务向以血制业务为主，集生化药、化学药和原料药为辅的综合性医药集团转变。

变轨转换期（2020-2022年）：2021年11月，央企华润医药通过受让原大股东高特佳所持部分公司股份和全额认购非公开增发股份，控股博雅生物，由此博雅生物正式入列国资央企医药产业序列，完成从民营资本控股向央企血制平台身份蜕变。截至最新披露的三季报，华润医药合计控股博雅生物30.48%股份。

华润时代：聚焦做强血制业务（2023-至今）：华润医药控股后，定位博雅生物为华润血制业务平台，逐步剥离非血业务，先后完成剥离广东复大医药、贵州天安、博雅欣和等非血业务，同时成功并购绿十字香港100%，聚焦做大血制品主营业务。

图1：华润博雅生物历史沿革



资料来源：公司主页，公司历次资产收购转让公告，诚通证券研究所

1.2、主营业务：逐步剥离非血业务，聚焦血制主业

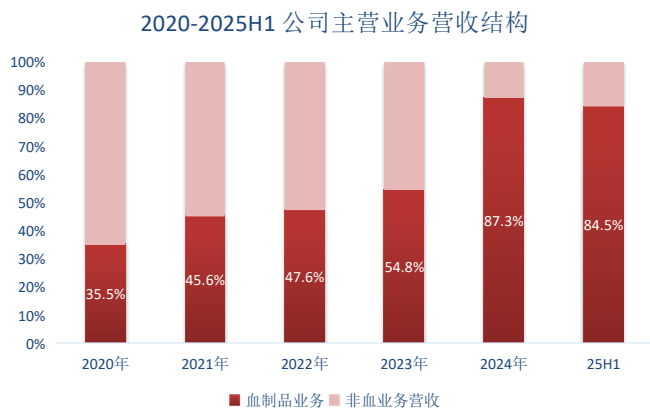
以2020年华润医药受让公司股权为分界点，公司主营业务经历了高特佳主导时期的全面多元化经营向华润医药时期的逐步剥离非血业务，聚焦做强血制业务的重大经营战略转向。

逐步剥离非血业务。2023-2025年，公司逐步分阶段剥离广东复大医药（血制

品流通) 75%股权、贵州天安药业(糖尿病等慢病用药) 89.681%股权、博雅欣和(化学药) 80%股权, 非血制品业务仅有南京新百药业生化类药物营收, 在总营收中占比大幅下降到 12.7%左右(2024 年, 不含), 公司主营业务中血制品营收占比从 2020 年华润医药入主之初的 35.5%, 上升到 2024 年的 87.3%, 2025 年上半年血制品业务占公司总营收比例为 84.5%, 基本完成非血业务的出清, 未来计划进一步处置南京新百药业(缩宫素等生化药业务)。

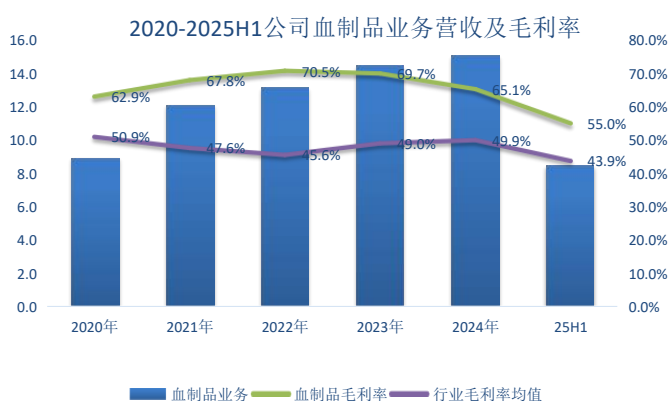
公司血制主业秉持“内生稳增长, 外延拓规模”方针, 一方面老浆站采浆挖潜与新浆站新设开拓巩固内生增长, 另外一方面抓住有利时机, 外延并购优质血制资产, 2024 年并购绿十字香港 100%股权, 进一步聚焦做强血制主业。2020 年-2024 年, 公司血制品业务营收从 8.9 亿元, 增长到 15.1 亿元, 年复合增速 14.1%, 2025 年上半年为 8.5 亿元(含绿十字中国)。公司血制品业务毛利率维持全行业较高水平, 2022 年毛利率为近五年最高, 达到 70.5%, 25H1 由于并表绿十字中国, 叠加血制品从去年下半年终端降价, 毛利率下滑到 55.0%, 但依然显著高于行业均值。

图2: 2020-2024 年博雅生物采浆量稳步提升



资料来源: 公司 2020-2024H1 财报, 诚通证券研究所

图3: 2020-2024 年在营浆站及单位浆站年均采浆量



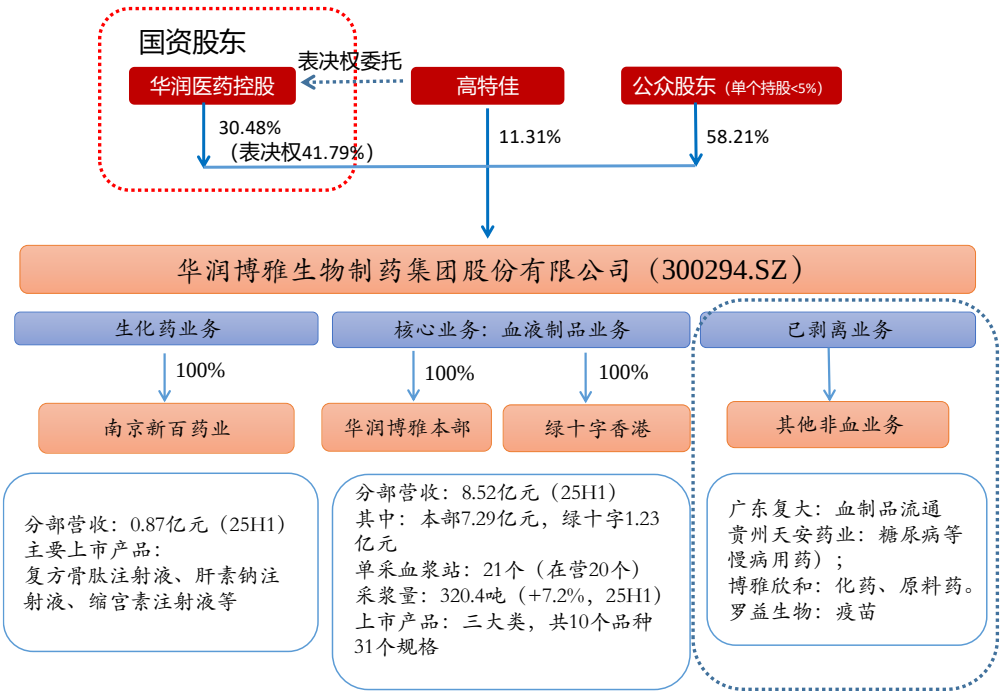
资料来源: 公司 2020-2025H1 财报, 诚通证券研究所

1.3、股权: 华润医药牢固掌控上市公司, 公司财务稳健无有息负债

大股东华润医药全面掌控上市公司, 并多次增持公司股份。2021 年 11 月, 大股东华润医药通过受让股份和参与非公开增发, 直接控制公司约 28.86%股份; 2024 年-2025 年, 华润医药通过二级市场多次增持公司股份, 累计增持 605.1 万股左右, 截至最新 2025 年三季报, 华润医药控股上市公司比例由 48%到 54.48%。同时, 在 2020 年股权转让时, 高特佳委托给华润医药部分持股表决权, 华润医药目前累计拥有上市公司约 41.79%投票表决权, 牢牢掌控上市公司。

公司财务稳健, 负债率极低。截至 2025 年三季报, 公司总资产负债率仅 12.1%, 基本无长短期有息负债, 在手现金、交易性金融资产和大额存单累计约 34.4 亿元, 现金流非常充沛。

图4： 华润博雅生物股权架构图



资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：财务数据为 2025 年中报数据

2、 血制品：内生稳增长，外延拓规模

2.1、 采浆：内生稳增长，浆站设置红利期全力拓浆

浆站总数达到 21 个。“十四五”期间（2021-2025 年），公司抓住全国浆站设置红利期机会，在江西、山西和内蒙古三省累计获得 4 个新设浆站批文，截至目前，公司共有 21 个单采血浆站（含绿十字中国 4 个浆站），浆站分布在江西、四川、海南、内蒙古、山西、安徽和湖南七个省，其中在公司大本营江西省拥有 12 个浆站，另外在四川省 2 个、海南省 1 个、山西省 1 个和内蒙古 1 个，公司成功收购绿十字后，新增 4 个单采血浆站，分别在安徽省 3 个和湖南省 1 个。公司全部 21 个浆站获准采浆覆盖区县累计辐射常住人口约 1900 万人，单位浆站平均覆盖常住人口约 90 万人，江西、四川、安徽、湖南均是我国人口大省，浆源地血浆资源禀赋较好。除阳城浆站和达拉特旗浆站公司控股 80%以外，其余单采血浆站公司均 100%全资控股，较好防范和规避采浆风险。

表1： 华润博雅生物旗下单采血浆站一览

权属	区域省份	新设获批时间	浆站	采浆区域	常住人口（万人）	首次获颁采浆许可时间
华润博雅本部（17个）	四川 2 个	2012.2 前	岳池博雅	广安市岳池县	73.7	在营
		2013.4	邻水博雅	广安市邻水县	70.0	在营
	江西 12 个	2012.2 前	南城金山	抚州南城县、南丰县、黎川县	115.0	在营
		前2012.2	金溪	抚州金溪县、上犹县、大余县等	6.0	
		2012.2 前	崇仁博雅	抚州市崇仁县、宜黄县、临川部分乡镇	101.2	在营

		2012.2 前	金溪博雅	金溪县、资溪县、东乡县、临川区云山镇和唱凯镇	59.6	在营
		2014.12	丰城博雅	丰城市、高安市、樟树市	221.4	2015.2.11
		2014.12	信丰博雅	信丰县、安远县、寻乌县、定南县、全南县、龙南县	227.0	2015.2.13
		2016.1	于都博雅	赣州市于都县、赣县（大埠乡、王母渡乡、阳埠乡、韩坊乡除外）	177.0	2016.3.1
		2016.1	都昌博雅	九江市都昌县	54.4	2016.5.4
		2017.8	乐安博雅	抚州市乐安县	29.7	2017.9.30
		2017.8	广昌博雅	抚州市广昌县	19.9	2017.9.30
		2023.8	泰和博雅	吉安市泰和县	44.8	2024.7.15
		2023.8	乐平博雅	景德镇乐平市	75.5	2024.7.15
	海南 1 个	2020.5	屯昌博雅	海南省屯昌县	25.5	2021.5.24
	山西 1 个	2021.12	阳城博雅	阳城县	36.0	2023.6.16
	内蒙古 1 个	2025.1	达拉特旗博雅	达拉特旗	33.6	在建
	绿十字中国（4 个）	安徽 3 个	2008.8	砀山绿十字	宿州市砀山县	75.2
2008.7			寿县绿十字	淮南市寿县	137.7	在营
2007.1			宁国绿十字	宣城宁国市	38.7	在营
湖南 1 个		2013.6	桃江绿十字	益阳市桃江县	66.9	在营

资料来源：公司官网，公司公告 2013-20 号、2014-67 号、2016-01 号、2017-96 号、2020-58 号、2021-136 号、2023-41 号、2025-01 号，各采浆区域覆盖户籍人口来源红黑人口库 2024 年统计数据，诚通证券研究所

江西、内蒙古仍有概率获批新设浆站。公司 21 个浆站所在省市中，四川、湖南已经明确不再新设浆站，江西和内蒙古在“十四五”期间均有新设浆站规划。根据《江西省采供血机构设置规划（2021~2025 年）》，江西省规划在“十四五”期间新设不超过 4 个单采血浆站，2023 年 8 月核准博雅生物乐平浆站和泰和浆站，截至目前，江西全省共有 19 家单采血浆站。公司在江西省共设浆站 12 家，已全部获批许可证正式采浆，占全省单采血浆站总数 63.2%。作为江西省血液制品企业，公司未来仍有机会获得江西省新设浆站政策支持。

内蒙古自治区在 2021 年底，共有 4 个单采血浆站，分布在兴安盟、乌兰察布市和赤峰市 3 个盟市，采浆区域覆盖扎赉特旗、科尔沁右翼前旗、商都县、化德县、兴和县、察哈尔右翼侧后旗、翁牛特旗、巴林左旗等 8 个旗县。采浆区域户籍人口 264.3 万，约占全区人口 10.49%，浆站数量少，浆源地累计人口覆盖较低。根据《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022—2025 年）》，内蒙古规划在“十四五”期间新设不超过 6 个浆站，目前共新批 6 家浆站，分别上海莱士 1 个（丰镇市）、博晖创新 3 个（和林格尔、土默特左旗和凉城）、博雅生物 1 个（达拉特旗）和远大蜀阳 1 个（土默特右旗）。内蒙古自治区共有 103 个县级行政区（区、县、旗），当前十个浆站涉及采浆县级区域约 14 个，未来依然有浆站新设空间。

公司现有浆站采浆仍有挖潜空间。2024 年，博雅生物母公司全年采浆 522 吨，同比增长 11.7%；2025 年上半年，采浆 263.4 吨，同比增长 6.7%，均高于同期行业采浆增速。2020 年-2024 年，公司在营浆站单站年均采浆量基本稳定在 33 吨左右，低于行业平均单位浆站 35-40 吨/年的采浆水平。公司单位浆站平均覆盖

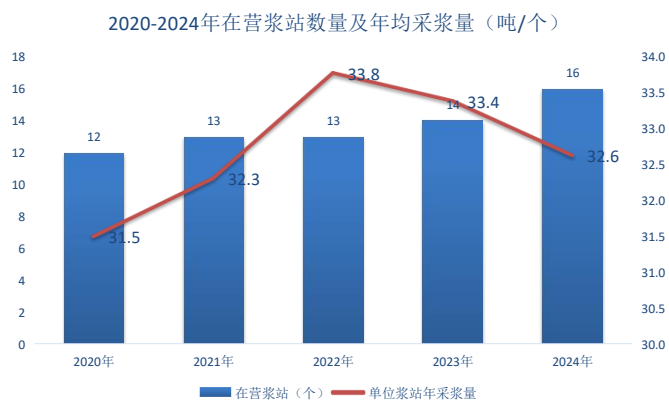
常住人口约 90 万人，血浆资源禀赋较好，在发展新的献浆员和提升献浆渗透率方面均有提升空间。

图5： 2020-2024 年博雅生物采浆量稳步提升



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

图6： 2020-2024 年在营浆站及单位浆站年均采浆量



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

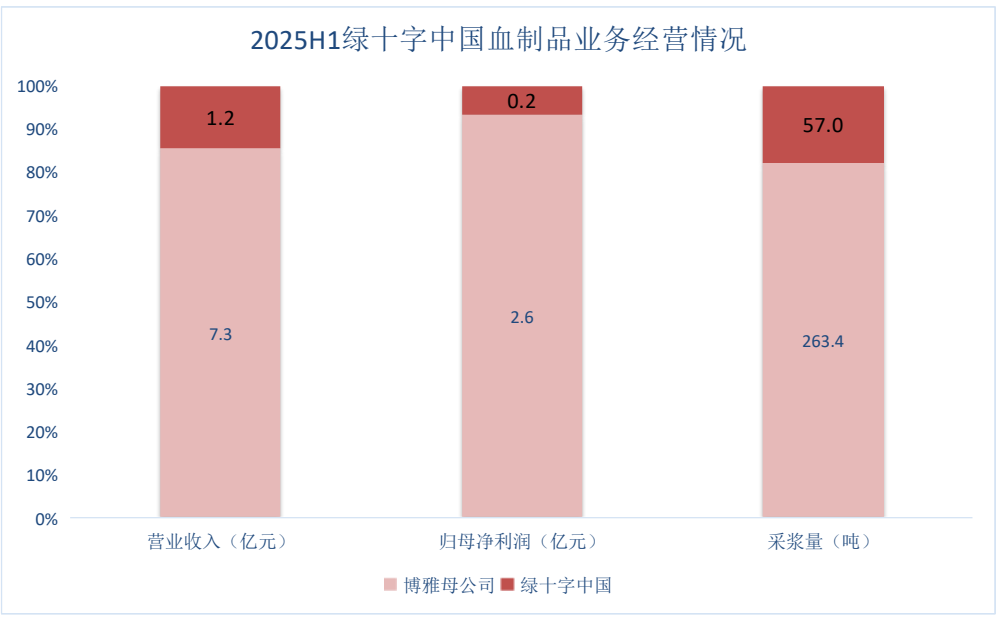
2.2、外延拓规模：并购绿十字，规模上台阶

2024 年 7 月，公司公告斥资 18.2 亿元收购绿十字香港 100% 股权，从而间接收购境内血液制品主体绿十字中国。并购绿十字，为公司带来两重促进，一是权益浆量规模的大幅跃升，二是绿十字三大品种均衡，其中凝血因子 VIII 是优势品种，能为公司带来良好的协同效益。

采浆规模上台阶。2024 年，绿十字中国 4 家浆站采浆量 108.56 吨，同比增长约 4.5%。公司年度采浆总量（博雅生物本部&绿十字中国）跃升到 630.56 吨，权益浆量同比增长 35%（2023 年 467 吨）。2025 年上半年，绿十字中国采浆 57 吨左右，同比增长 9.5%，采浆增速快于博雅生物母公司（+6.7%），公司整体采浆量 320.4 吨，同比增长 7.2%，快于行业平均增速。并购绿十字后，公司权益浆量规模快速上台阶。

绿十字品种均衡，凝血因子 VIII 是优势品种。绿十字中国血制品主营业务产品包括人血白蛋白、静丙、人纤维原蛋白和人凝血因子 VIII，产品涵盖白蛋白、球蛋白和凝血三大细分领域。尤其是人凝血因子 VIII 是优势品种，2024 年批签发 42.97 万瓶，同比增长 18.54%，2025 年上半年，批签发 31.2 万瓶，同比大增 82.3%。同时，绿十字中国还有进口人血白蛋白与进口重组人凝血因子 VIII 产品，进一步扩大销售规模。2025 年上半年，绿十字中国血制品业务营收 1.23 亿元，归母净利润 0.19 亿元，利润率 15.4%，显著低于博雅生物母公司血制品业务利润率水平（25H1 为 36.2%），未来有进一步提升空间。

图7： 2025 年上半年绿十字中国血制品业务经营情况



资料来源：公司 2025 半年报，诚通证券研究所

2.3、产品线：吨浆产值和毛利率行业领先

白蛋白、球蛋白和凝血三大细分血制品批文齐全。近年来，公司逐渐补齐凝血产品线，2020 年 12 月人凝血酶原复合物获批上市，2022 年 8 月人凝血因子 VIII 获批上市；截至 2025 年上半年，公司拥有 10 个人血制品生产批件（不含重组凝血因子 VIII），分别是：人血白蛋白、6 种免疫球蛋白（静注人免疫球蛋白（pH4）、冻干静注人免疫球蛋白（pH4）、破伤风免疫球蛋白、狂犬病免疫球蛋白、乙型肝炎免疫球蛋白和人免疫球蛋白）和 3 种凝血类产品（人纤维蛋白原、人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物）。白蛋白、球蛋白和凝血三大细分血制品生产批文齐全，是国内品种批文较多的血制品企业之一。

公司聚焦高附加值、市场需求好的产品，常年实际生产并批签发 5-6 个血制品品种。2019-2024 年，博雅生物实际生产批签 5-6 个品种，包括基础主产品白蛋白、静丙；特免产品主要聚焦市场规模最大、市场需求较好的狂犬病免疫球蛋白；凝血类产品生产比较均衡，三大品种均有生产，人纤维蛋白原产品是公司优势品种，公司纯化技术行业领先，纯化得率远超行业其他公司。

表2： 博雅生物拥有产品批文和历年实际生产批签品种（2024 年包含绿十字）

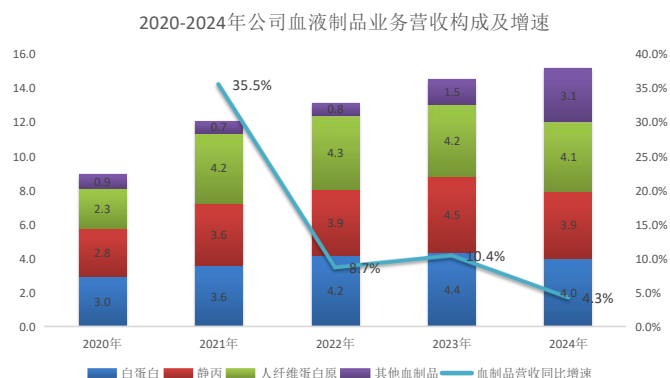
大类	细分品种	拥有批文品种 (2025.6)	实际生产批签品种					
			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
合计		11 种	5 种	5 种	5 种	5 种	6 种	5 种
白蛋白	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白（pH4）	√	√	√	√	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白（pH4）	√	√					
	狂犬病免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	破伤风免疫球蛋白	√						
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√				

大类	细分品种	拥有批文品种 (2025.6)	实际生产批签品种					
			2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	人免疫球蛋白	√						
凝血类	人凝血酶原复合物（PCC）	√			√	√	√	
	人纤维蛋白原	√		√	√	√	√	√
	人凝血因子VIII	√					√	√
	重组人凝血因子VIII（进口）	√						√

资料来源：公司 2019-2024 年报，诚通证券研究所

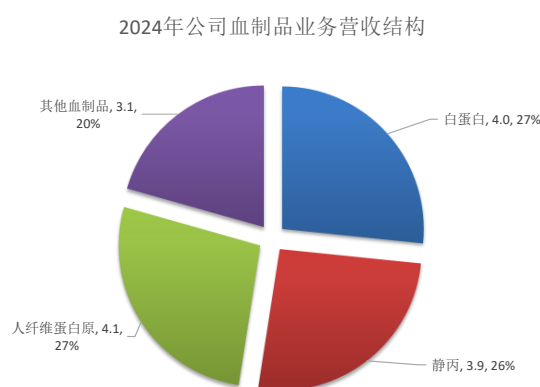
公司血制品营收相对集中在白蛋白、静丙和人纤维蛋白原三款产品。2024 年共实际生产批签 5 个品种（绿十字中国自 2024 年 11 月开始纳入合并报表范围，不含绿十字中国），血制品营收 15.14 亿元，同比增长 4.3%；其中白蛋白、静丙和人纤维蛋白原分别贡献营收 4.0 亿元、3.9 亿元和 4.1 亿元，三个细分品种营收规模基本相当，各占公司血制品总营收比例约 27%，包括人凝血因子 VIII 和狂犬病免疫球蛋白等其他血制品销售占比为 20%。

图8： 2020-2024 年公司血制品营收构成及增速



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

图9： 2024 年公司血制品业务营收结构

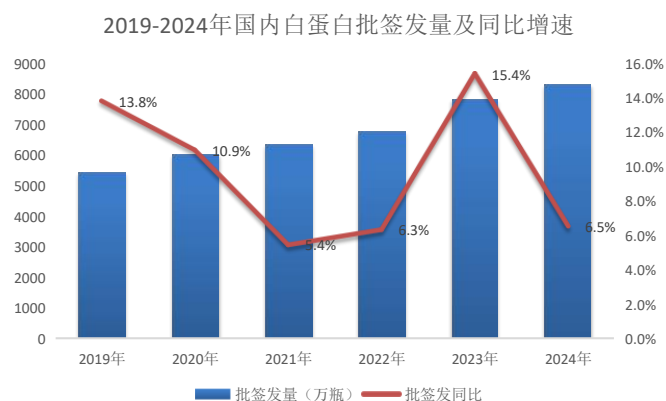


资料来源：公司 2024 年年报，诚通证券研究所

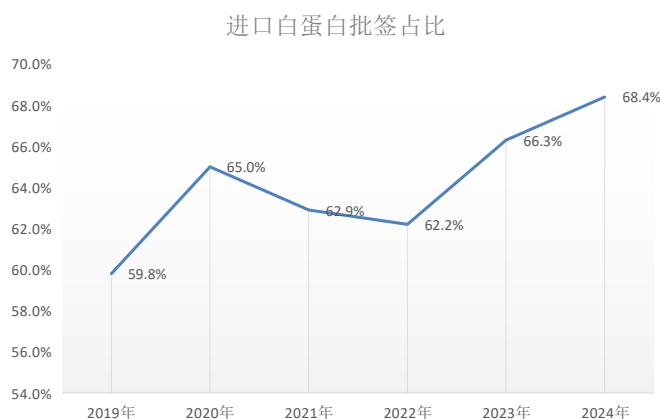
1、白蛋白：国内供需相对宽松，进口产品占主要市场份额

人血白蛋白是我国唯一允许进口的血源性血液制品，但进口来源地严格限于非疯牛病疫区国家，进口人血白蛋白同样要通过我国食品药品检定机构抽检合格批签发后才能上市销售。

进口人血白蛋白占国内主要市场份额。自 2019 年来，我国人血白蛋白（按 10g/瓶规格计）总批签量快速增长，从 2019 年的 5443 万瓶左右，增加到 2024 年的 8320 万瓶，年复合增长率为 8.9%。其中，进口人血白蛋白占主要市场份额，2024 年批签发市占率为 68.4%，创近六年内最高比例，国产人血白蛋白批签发 2630 万瓶左右，批签发市占率下降到 31.6%。按国内人血白蛋白批签发量反推（吨浆可纯化 2600-2800 瓶 10g 规格白蛋白），国内医疗端血浆市场需求量已经达到 3 万吨左右，远超国内 2024 年 1.34 万吨的总采浆量，我国对进口白蛋白的依赖较大。

图10： 2019-2024 年国内人血白蛋白批签发持续增长

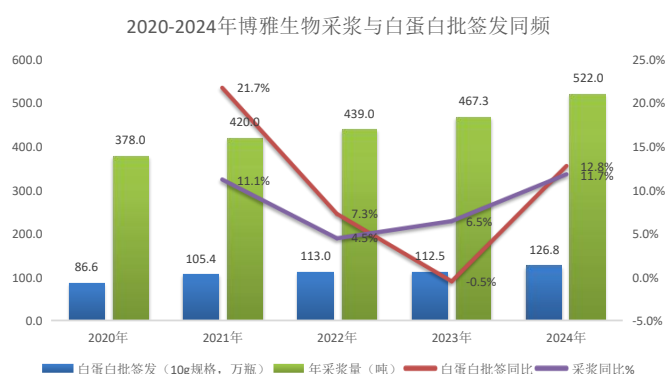
资料来源：中检院，兴科蓉医药 2024 年报，诚通证券研究所

图11： 2019-2024 年进口白蛋白批签占比

资料来源：中检院，兴科蓉医药 2024 年年报，诚通证券研究所

2024 年公司白蛋白销售收入 4.0 亿元，同比 2023 年下降 8.0%，毛利率从 2023 年的 65.4% 下降到 2024 年 59.9%，但公司白蛋白毛利率依然是全行业较高水平。白蛋白毛利率下降，主要是白蛋白进口量较大，叠加国内 2023-2024 年行业采浆量增幅较大，国产白蛋白市场供应同频增加的共振影响。

人血白蛋白为基础血制品品种，实际生产批签发量与投浆量（或采浆量）高度相关。2020-2024 年，博雅生物人血白蛋白销售收入相对平稳，年复合增速约为 8.0%，生产批签发年复合增长约 10.0%，均与同期原料血浆年采集量复合增速相匹配（2020-2024 年度采浆量年复合增速为 8.4%）。2024 年公司采浆 522 吨（不含绿十字），占全国总采浆量的 3.9% 左右，预计公司白蛋白在国产白蛋白中市占率相当，约 3.9% 左右。并购绿十字后，公司年采浆量上台阶，奠定未来白蛋白销售放量的基础，2025 年上半年白蛋白营收达到 2.5 亿元。

图12： 2020-2024 年公司白蛋白批签发量与采浆同频

资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

图13： 2020-2024 年公司人血白蛋白营收及毛利率

资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

2、静丙（静注人免疫球蛋白，pH4.0）：依赖国内采浆供应，长期供不应求

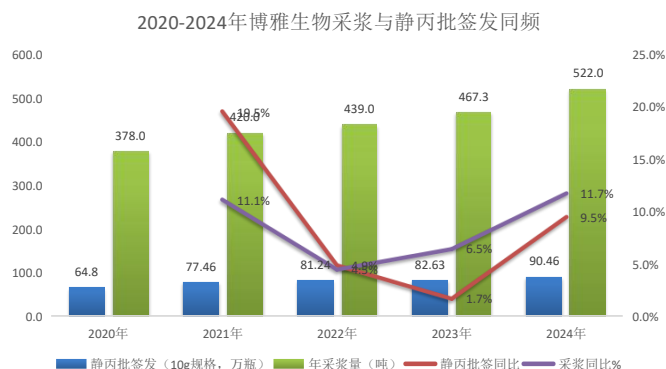
国内禁止除人血白蛋白外的所有人血制品进口（含原料血浆），静丙完全依赖国内采浆提取供应，市场供应相对紧张。

博雅生物 2024 年静丙销售额 3.9 亿元，同比下降 13% 左右，2020-2024 年公司静丙营收年复合增速 8.6%。2020-2024 年，公司静丙批签发逐年增长，从 2020 年的 64.8 万瓶（折合 2.5g 规格）增长到 2024 年的 90.5 万瓶左右，年复合增速 8.7%，公司静丙营收与批签发年复合增速基本与同期采浆增速相当（2020-2024 年采浆年复合增速 8.4%）。

公司静丙毛利率近四年来均保持行业最高水平，2021-2024 年静丙产品毛利率均高于 62%，其中 2022-2023 年静丙毛利率高达 66% 以上；2024 年公司静丙产品毛利率 64.3%，毛利率仍处于行业较高水平，上市血制品企业静丙毛利率均值约为 52.4%，公司静丙产品毛利率高出行业均值达 12pct。

公司静丙升级产品层析法高纯静丙（10% IVIG）已获批上市，目前国内仅公司和天坛生物（2023 年 9 月获批）和贵州泰邦（2024 年 3 月获批）三家获批上市。层析法高纯静丙具备较好的输液安全性（溶血风险降低 90%、血栓风险更低）和耐受性（10% 浓度剂型及甘氨酸为辅料，降低输注心肾负担），大剂量使用时，能够缩短输液及就诊住院时间，减轻医疗负担，国外发达国家层析高纯静丙已经完成对普通静丙的升级换代。

图14： 2020-2024 年博雅生物静丙批签发量与采浆同频



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

图15： 2020-2024 年公司静丙营收及毛利率



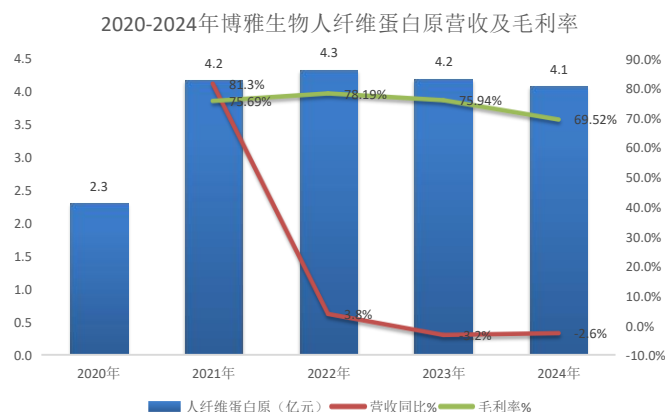
资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

3、人纤维蛋白原：全行业提取得率最高，公司优势品种

人纤维蛋白原是公司优势品种，2021-2024 年人纤维蛋白原产品营收均保持在 4.2 亿元左右，批签发量从 2021 年的 56.5 万瓶增长到 2024 年 62.1 万瓶。毛利率高于公司白蛋白、静丙主产品，2021-2023 年毛利率高达 75% 以上，2024 年受行业竞争加剧影响，毛利率为 69.5%，降低约 6pct，依然是公司毛利率最高的品种。

公司的人纤维蛋白原全行业提取得率最高，2021-2023 年每吨血浆提取人纤维蛋白原产品 1340 瓶左右，2024 年为 1189 瓶，吨浆得率远高于同行公司。

图16： 2020-2024 年公司纤维蛋白原营收及毛利率



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

图17： 2020-2024 年公司人纤维蛋白原吨浆得率



资料来源：公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

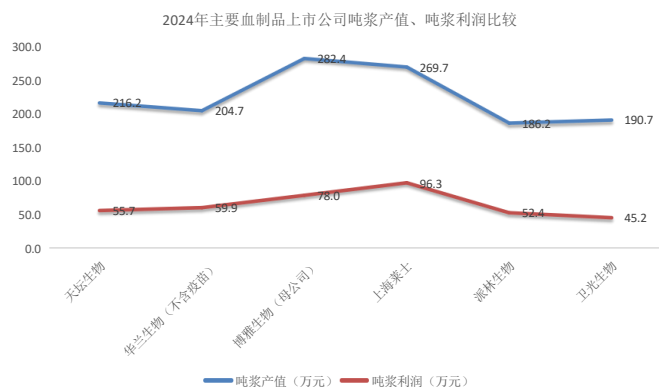
2.4、公司血制品吨浆产值、毛利率领先行业

公司吨浆产值行业领先。2024 年博雅生物母公司血制品营收 14.74 亿元，母公司采浆 522 吨，按采浆量简化计算，吨浆产值约 282 万元，显著高于行业其他公司。行业吨浆产值均值约为 225 万元，其中天坛生物吨浆产值为 216 万元、华兰生物（不含疫苗）205 万元、上海莱士（不含代理白蛋白）270 万元、派林生物 186 万元和卫光生物 191 万元。公司吨浆产值较高一方面是血浆利用率较高，如人纤维蛋白原提取得率较高；另外是聚焦高附加值、市场需求好的产品。

毛利率行业高。从横向比较来看，2024 年博雅生物血制品整体毛利率为 65.1%，显著高于行业均值（约 54.1%）。行业内产品线丰富且分部均衡的企业如华兰生物（血制品分部）、上海莱士（血制品分部）和博雅生物（血制品分部）毛利率分别为 54.4%、60.3%和 65.1%。

加强血制品新品种研发，进一步提升血浆利用率。目前 10%高浓度静丙已经获批上市，成为国内第三个获批高浓度静丙产品的血制品企业；另外 C1 酯酶抑制剂、血管性血友病因子（vWF）和皮下注射人免疫球蛋白（皮丙）等新产品正在开展临床试验，预计分别在 2027-2030 年获批上市，进一步丰富公司血制产品线。

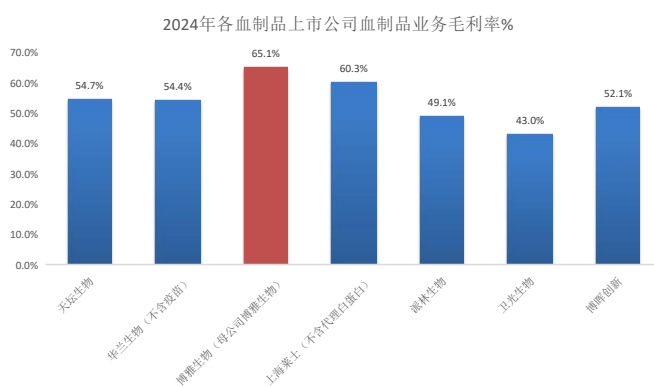
图18： 博雅生物吨浆产值、吨浆利润领先行业



资料来源：各公司 2024 年报，诚通证券研究所

备注：华兰生物为血制品分部，上海莱士为自产血制品分部并剔

图19： 2024 年主要血制品公司血制品业务毛利率比较



资料来源：Wind，诚通证券研究所

备注：华兰生物为血制品分部，上海莱士为自产血制品分部、博

除 GDS 和出售股权投资收益估算，博雅生物根据母公司报表测算

雅生物根据母公司报表测算

3、血制品行业进入发展新阶段：集中度趋向国际水平，从规模驱动向精细化运营转型

3.1、我国血制品行业正在经历一轮并购大潮，集中度趋向国际水平

自 2014 年起，国内血液制品行业收购兼并交易迭起。一是行业头部血制品上市公司并购中小血制品企业，二是产业资本通过并购新进入血制品领域，行业集中度大幅提升。

上市公司收购兼并交易，外延拓规模。上海莱士先后并购邦和药业、同路生物、浙江海康、广西冠峰等血制品企业；中生股份内部资产重组，天坛生物成为唯一血制品整合平台，完成整合旗下上海血制、武汉血制、兰州血制和贵州中泰（贵州血制）等血制资产，随后又先后收购西安回天和中原瑞德两家血制品企业；博晖创新并购河北大安、广东卫伦；双林生物完成与派斯菲科整合，形成新的血制上市公司派林生物；博雅生物并购绿十字中国。

产业资本通过并购进入血制品领域。2020 年 9 月，华润医药收购并参与增发博雅生物，成为控股股东；2023 年 3 月，陕西国资共青城胜帮英豪收购派林生物股权，成为新的大股东；2023 年 12 月，海尔集团通过海盈康医疗完成上海莱士并购。2025 年 9 月，中国生物斥资 46.99 亿元受让共青城胜邦持有派林生物 21.03% 的股权交易正在推进，并购完成后，中国生物旗下持股超过 5% 的血制品公司有天坛生物（直接、间接持股 50.12%）、卫光生物（通过武汉所持股 7.25%）和派林生物（持股 21.03%，待完成），按照 2024 年采浆量计算，中国生物在我国掌握血浆资源占比将达到 30% 以上，合计拥有 9 个血液制品生产牌照。

表3：近十年来血制品行业重大并购事件

行业内/外	并购年度	并购标的	并购主体	收购比例	收购总价：（亿元）	最近一年采浆量（吨）	吨浆评估值（万元/吨浆）
行业内血制品企业间	2014 年 1 月	邦和药业	上海莱士	100%	18.00	132 吨（2014 年）	1363.6
	2014 年 12 月	同路生物		89.77%	47.58	268 吨（2014 年）	1977.7
	2016 年 11 月	同路生物		10.23%	5.50	NA	NA
	2023 年 11 月	广西冠峰		95.0%	4.81	NA	NA
	2014 年 12 月	河北大安	博晖创新	100%	13.86	103.7 吨（2015 年）	1336.5
	2014 年 12 月	广东卫伦		100%	5.00	30.1 吨（2015 年）	1661.1
	2020 年 7 月	派斯菲科	双林生物	100%	31.98	241 吨（2019 年）	1327.0
	2017 年	上海血制、武汉血制、兰州血制	天坛生物	100%	27.37	463（2016 年）	591.1

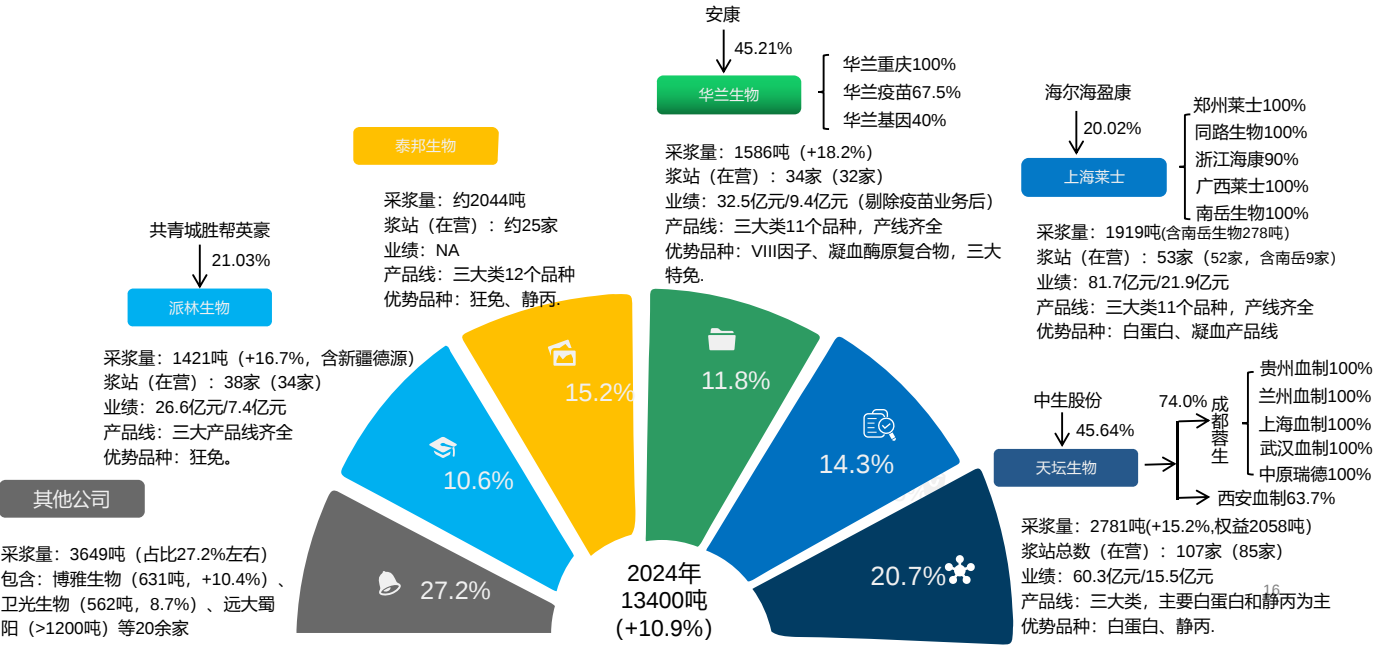
行业内/外	并购年度	并购标的	并购主体	收购比例	收购总价：（亿元）	最近一年采浆量（吨）	吨浆评估值（万元/吨浆）
	2022 年 7 月	西安回天		63.69%	2.12	NA	NA
	2024 年 8 月	中原瑞德		100%	13.17	112.37（2023 年）	1172.0
	2024 年 7 月	绿十字中国	博雅生物	100%	18.2	104 吨（2023 年）	1750.0
国资\产业 资本并购进 入	2020 年 9 月	博雅生物	华润医药	29.28%	50.9（含 2021 年定向增发）		
	2023 年 3 月	派林生物	共青城胜帮英豪	20.99%	38.44		
	2023 年 12 月	上海莱士	海尔海盈康医疗	20.0%	125.0		
	2025 年 9 月	派林生物	中国生物	21.03%	46.99		

资料来源：上海莱士《收购同路生物少数股东权益公告资产收购公告》（2016.11.24），《收购广西冠峰股权公告》（2023.11.11）；博晖创新《签署广东卫伦股权框架协议公告》（2014.12.06）、《拟收购河北大安股权评估报告》（2014.12.09）；天坛生物 2017 年资产收购公告，2022 年收购西安回天公告，2024 年收购中原瑞德公告；博雅生物收购绿十字股权公告（2024.7.17），2020.07《华润医药收购博雅生物报告书》；2023.03 派林生物《控股股东股份转让协议公告》；2025.09 派林生物《股份转让协议公告》；2024.01 上海莱士《公司股东协议转让公司股权公告》；诚通证券研究所

行业集中度大幅提升。2024 年，血制品全行业采浆约 13400 吨，同比增长 10.9%；其中天坛生物年采浆量过两千万吨，上海莱士、华兰生物、泰邦生物、远大蜀阳和派林生物等五家大型血液制品企业年采浆量均已过千万吨，**六家头部企业合计采浆量占国内血浆采集量的 80%左右**。分具体企业看，2024 年，天坛生物采浆 2781 吨，占全行业采浆量的 20.7%；上海莱士完成收购南岳生物后，2024 年超采浆突破 1900 吨，占 14.3%；华兰生物采浆 1586 吨，占比 11.8%；派林生物采浆 1421 吨，占比 10.6%。

2024 年，全行业单采血浆站约 350 家左右，包括天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物和派林生物在内的采浆 CR5 浆站总数约 257 家，占全行业的 73.4%左右。我国血液制品行业集中度已经与海外血液制品行业相当。

图20： 2024 年血制品行业采浆寡头垄断市场格局



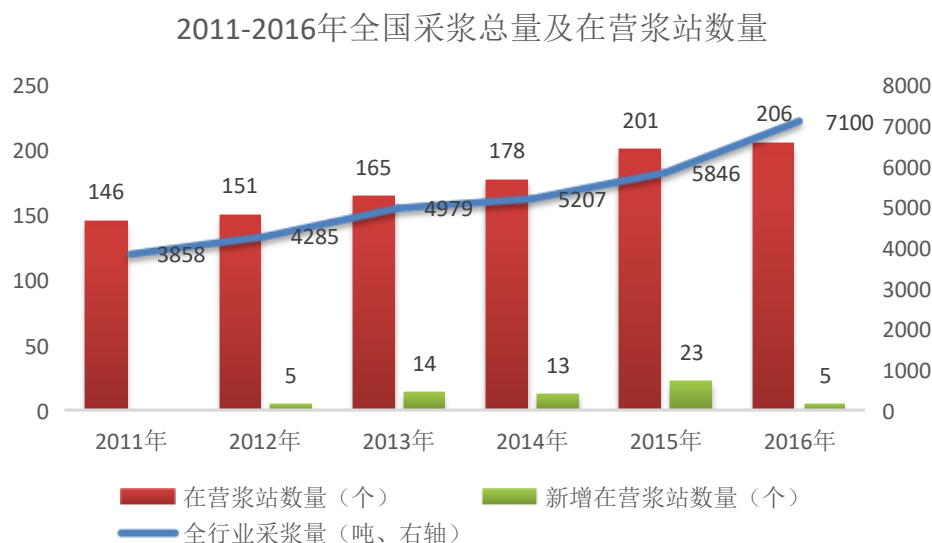
资料来源：各上市公司 2024 年年报，诚通证券研究所

3.2、 浆站批量新设红利期已过，未来浆站新设将趋缓

近年来，国内单采血浆站审批红利期有两个：一是国家卫生部提出的“十二五血浆倍增计划”，二是疫情带来的以静丙为代表的血制品市场教育，各省市相继出台“十四五”浆站设置规划，均为血制品行业批量新设单采血浆站的红利期。

原国家卫生部“十二五血浆倍增计划”：2011 年，受传统采浆大省贵州关停 16 家单采血浆站影响，全国采浆量仅 3856 吨，同比下降 7%左右，全国血制品供应尤其用于血友病的凝血 VIII 因子出现短缺。2012 年初，原国家卫生部提出“血液制品倍增计划”，发布《关于单采血浆站管理有关事项的通知》，鼓励各地设置审批单采血浆站，国内开始加速新设浆站审批，并着力提升浆站血浆采集效率。2016 年全国浆站数量达到 218 个，全行业采浆大约 7100 吨，同比 2011 年分别增长 49.3%和 84%左右，基本实现浆量翻倍。

图21: “十二五”血液倍增计划完成情况



资料来源: 国家卫健委, 北京协和医学院输血研究所, 诚通证券研究所

“十四五”浆站设置规划红利期: 2020年以来, 疫情带来以静丙为代表的血制品需求大增, 地方省市为保障本省血制品供应保障, 在浆站新设审批方面出现积极变化, 相继出台“十四五”浆站建设规划文件, 支持本省单采血浆站新设和血浆纯化处理基地建设。云南、内蒙古、河南、重庆、江西、吉林、贵州和辽宁等省相继出台“十四五”浆站建设规划文件, 预计分别新设17个、6个、7个、2个、4个、2个、7个和1个浆站, 2021-2024年全国新设浆站数量; 尤其是传统采浆大省河南和贵州, 2022年开始再次批量批准新设单采血浆站。

表4: 我国各地方省“十四五”单采血浆站设置规划

省份	规划文件	“十四五”浆站新设数量
云南省	《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）》	19个（含2个试点），净新增17个
内蒙古	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022-2025）》	不超过6个（莱士1、博晖3、博雅1）
河南省	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	7个（华兰7个）
重庆市（直辖市）	《重庆市采供血机构设置规划（2021-2025年）》	共12个，新增2个（华兰2）
吉林省	《吉林省单采血浆站设置试点工作方案》	长春市辖区设置2家试点（天坛2）
江西省	《江西省采供血机构设置规划（2021~2025年）》	新增单采血浆站总数不超过4个（博雅2）
贵州省	《贵州省单采血浆站设置规划（2024—2025年）》	原4个，2021年后紧急新设7个，天坛4、泰邦3
新疆维吾尔自治区	新疆维吾尔自治区单采血浆站设置规划（2024-2030年）	现有15个，全区新增设单采血浆站1—2个
辽宁省	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	原则上不超过1个
无明确表示设置规划省份	山东、河北、福建、陕西	
明确表示不再新设浆站省份	四川、湖南、广东、海南、黑龙江等省	采浆区域基本饱和

资料来源: 各省卫健委, 诚通证券研究所

随着各地“十四五”单采血浆站设置规划落地后，未来仍有浆站设置空间的省份将明显减少，湖南、四川、黑龙江、广东和海南等省已经明确不再增设单采血浆站，广西、湖北、重庆、云南等浆站设置基本饱和，河南、陕西中西部和辽宁、吉林东北省份尚有增设空间，但设置规划不明朗，也面临献浆员新增和平衡临床用血采供矛盾困难，我们认为浆站批量新设红利期已过，未来各省市浆站新设将明显放缓，规模化增长更加依赖兼并重组。

3.3、发展驱动力：从采浆规模驱动向精细化运营转变

受制于国内禁止除白蛋白外的人血制品及原料血浆进口，我国除白蛋白外的血制品完全依赖国内供给，国内血制品的供给又受制于上游原料血浆的采集，导致长期供给紧平衡。国内血制品行业较长时间由供求紧平衡下的规模驱动发展模式，血制品企业通过申请新设浆站、老站挖潜、收购兼并增加血制牌照等方式，千方百计扩大原料血浆采浆规模。

经过“十二五”和“十四五”两次浆站批量新设红利期，国内全国采浆规模从2015年6000吨，上升到2024年的13400吨，“十四五”期间2021年-2024年采浆年复合增速为12.6%，其中2023年行业采浆增速高达18.6%，下游血制品业务投浆量也保持相应高增速。另外，进口白蛋白持续放量，2024年国内白蛋白批签发约8320万瓶，2015-2024年复合增速达10.6%，其中进口白蛋白占比提升到68.3%（2023年为66.3%）。国内血制品各品种供需结构从此前全系产品供不应求，逐渐过渡到部分血制品（静丙、部分特免和其他血制品）供需紧平衡，白蛋白供给相对宽松的市场供需格局。

图22： 2016-2024年全国采浆量及同比增速



资料来源：博雅生物《血制品智能工厂可行性研究报告》，诚通证券研究所

图23： 2016-2024年进口人血白蛋白占比



资料来源：兴科蓉医药 2021-2024 年报，禾元生物招股说明书，诚通证券研究所

未来血制品行业向精细化运营转型。一是提升分离技术，从血浆中提取更多血制品品种，工艺革新促产品升级换代，实现产品结构优化，提升血浆利用率和吨浆盈利水平。二是发展基因重组产品，实现重组血制品产品“脱浆”发展，打破原料血浆供应限制。

我国血制品企业最多从原料血浆中纯化生产 10-12 个品种血制品（不含重组人凝血因子 VIII），且同质化较为严重，而国际血制巨头可以最多提纯约 20 种以上血制品品种，主要集中在经济附加值较高的特殊免疫球蛋白（如抗甲肝、抗水痘、抗 RhD、价免疫球蛋白等）以及多种类型的凝血因子（VII、VIII、IX、X 及其复合物

等)。提高分离技术，提升组分提取种类至 20 种以上，将有利于提升血浆利用率，提升吨浆利润水平。

表5：国内主要血液制品上市公司拥有血制品生产批文比较

大类	细分品种	主要上市血制品企业					
		天坛生物	华兰生物	博雅生物	上海莱士	卫光生物	派林生物
	合计	13 种	11 种	12 种	11 种	11 种	11 种
白蛋白	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√
	静注人免疫球蛋白（pH4）	√	√	√	√	√	√
	层析高纯静丙（10%浓度）	√		√			
	冻干静注人免疫球蛋白			√		√	√
	狂犬免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	破伤风免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	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）	√					√
	人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	组织胺人免疫球蛋白	√				√	
免疫球蛋白	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	√
	人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√
	人纤维蛋白胶		√		√		
	人凝血因子VIII	√	√	√	√	√	√
	外用冻干人凝血酶		√		√		
	注射用重组人凝血因子VIII	√		√			
绿十字进口							

资料来源：各公司 2025 半年报，诚通证券研究所

备注：天坛生物包括成都蓉生、武汉血制、上海血制、兰州血制、陕西回天和中原瑞德；博雅生物包括博雅母公司和绿十字；上海莱士包括同路生物、郑州莱士、浙江海康、南岳生物、广西莱士；华兰生物包括华兰本部与重庆华兰；派林生物包括广东双林与派斯菲科。

纯化工艺革新与提高分离技术，实现产品升级换代和结构优化。多重层析+离子交换替代传统乙醇法，将蛋白纯度从 95%提至 99.9%，同时降低杂质，降低过敏反应风险；另外也可以提升提取得率。

第四代高纯静丙（10%浓度）：国内传统三代静丙纯化工艺为“低温乙醇+离子交换层析”，传统的低温乙醇工艺分离耗时较长且收率较低，产品杂蛋白例如 IgM 及 IgA 等含量相对较高，容易临床过敏等不良反应，制约了产品的应用；天坛生物第四代层析 10%高纯静丙于 2023 年 9 月率先国内获批上市，贵州泰邦和博雅生物 10%高纯静丙也相继获批上市，华兰生物等其他血制品企业同类产品也在紧张临床中；高纯静丙上市价格更高，研发上市实现静丙产品的升级换代。

皮丙（SCIG）：天坛生物皮下注射人免疫球蛋白（SCIG）已于 2024 年底申报上市并获得受理，有望国内率先获批上市。此外，远大蜀阳于 2024 年 7 月启动临床，博雅生物于 2025 年 1 月启动临床，华兰生物于 2022 年开展临床前研究。皮丙产品相比静丙具有耐受性好、不良反应发生率低、经济成本低、可维持稳定的生理水平的血清 IgG 浓度、可自我给药、易于患者自我管理等优点。皮丙全球

市场规模约为 49 亿美元，达静丙市场规模的 1/2。

发展基因重组产品，实现重组血制品产品“脱浆”发展。部分血制品可以通过基因重组技术生产人血制品的基因重组产品，目前国内已经在人白蛋白和凝血因子领域，实现重组人血液制品产品上市。人白蛋白领域禾元生物的植物基重组人白蛋白今年 7 月已经国内获批上市，安睿特和深圳普罗吉的重组人白蛋白（酵母）国内临床 III 期；凝血因子领域重组人凝血因子 VIII 比较成熟，国内共批准上市 8 家企业的重组人凝血因子 VIII 产品，其中进口 5 家，国产 3 家；另外 2025 年 7 月，正大天晴国内首家获批上市重组人凝血因子 VIIa N01 产品。

血液制品企业在重组人血制品类产品研发中比较滞后，天坛生物在重组人凝血因子产品研发方面比较积极和领先，重组人凝血因子 VIII 国内血制品企业率先获批上市，另外长效剂型重组人凝血因子 VIII-Fc 融合蛋白正在临床中。血制品利用基因重组技术生产人血制品的基因重组产品，实现重组血制品产品“脱浆”发展。

表6：我国临床后期&获批上市的重组人血制品一览

品种	研发企业	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	BLA	获批上市	适应症
重组人白蛋白 (水稻表达系统)	禾元生物					中国上市 2025. 7	肝硬化低白蛋白血症
重组人白蛋白 (酵母表达系统)	安睿特					俄罗斯 2024. 4、吉尔吉斯斯坦 2025. 3	
				中国 2023. 5			
重组人白蛋白 (酵母表达系统)	深圳普罗吉			中国 2024. 8			
重组人凝血因子 VIII (进口)	诺和诺德					2020. 12	青少年及成人血友病 A (先天性凝血因子 VIII 缺乏症) 控制和预防
	绿十字						
	辉瑞						
	武田制药						
	奥克特珐玛						
重组人凝血因子 VIII (国产)	天坛生物					2025. 7 变更生产场地	
	神州细胞					2021. 7	
	正大天晴					2023. 8	
重组人凝血因子 VIIa	正大天晴					2025. 7	成人及青少年先天性血友病患者的出血的治疗

资料来源：CDE、天坛生物《获得药品补充申请批准通知书的公告》2025.7.23、禾元生物招股说明书、诚通证券研究所

4、盈利预测与投资评级

4.1、关键假设

3、**采浆量**：不考虑未来外延并购，仅对当前现有 21 个浆站(在营 20 个，在建 1 个)给与采浆假设，假设内蒙古达拉特旗浆站 2026 年获采浆许可证投产，2025-2027 年，博雅生物母公司在营浆站分别为 16 个、17 个和 17 个，参考 2023-2024 年母公司 16 家浆站单均单站年采浆 33 吨，我们保守假设 2025-2027 年，母公司 17 家浆站单站年均采浆 33.5 吨、34.0 吨和 34.5 吨，折合母公司 17 个浆站采浆量约为 536 吨、578 吨和 587 吨。

绿十字中国 4 家浆站 2024 年采浆 108.6 吨，同比增长 4.5%，2025H1 采浆 57 吨左右，同比增长 9.5%，采浆同比增速高于母公司华润博雅生物。我们假设 2025-2027 年，绿十字中国采浆年均增速为 7%，对应年采浆分别为 116 吨、124 吨和 133 吨。

通过以上假设，我们预测 2025-2027 年公司 21 家浆站年采浆量约为 652 吨、702 吨和 719 吨，分别同比增长 3.4%、7.7%和 2.4%。

4、**产品线**：绿十字血制品业务毛利率和净利润率均低于母公司，叠加血制品价格不及去年，相应白蛋白、免疫球蛋白和凝血类产品三大类毛利率相较并表绿十字前均有所下降。我们假设 2025-2027 年白蛋白、静丙、人纤维蛋白原和其他血制（包括凝血因子 VIII、狂免和 PCC）毛利率分别为 57.0%、52.0%、65.8%和 42.2%（绿十字凝血因子 VIII 毛利率较低）。

4.2、盈利预测与投资评级

1) 盈利预测：我们预测公司 2025-2027 年，营收分别 19.4/23.2/24.8 亿元，分别同比增 11.9%/19.7%/7.0%；归母净利润为 4.41/5.24/5.71 亿元，分别同比增 11.2%/18.8%/9.0%。

表7：博雅生物营业收入预测

博雅生物营收预测	指标	单位	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
合并营业收入	营业总收入	亿元	27.59	26.54	17.36	19.42	23.24	24.86
	同比	%		-3.8%	-34.6%	11.8%	19.7%	7.0%
	整体毛利率	%	54.66%	53.69%	65.92%	55.62%	55.65%	55.18%
产品及业务拆分								
一、血制品业务（博雅生物 母公司）	营业收入	亿元	13.15	14.52	15.14	18.18	22.08	23.70
	同比	%		10.4%	4.3%	20.1%	21.4%	7.3%
	毛利率	%	70.5%	69.7%	65.1%	54.3%	54.7%	54.3%
分产品：								
1、白蛋白	营业收入	亿元	4.20	4.38	4.03	4.55	5.55	6.23
10g 规格	同比	%		4.3%	-8.0%	12.9%	22.0%	12.3%
	毛利率	%	64.29%	65.39%	59.88%	57.00%	57.00%	57.00%
2、静丙	营业收入	亿元	3.85	4.45	3.91	5.54	6.34	7.16

2.5g 规格	同比	%		15.6%	-12.1%	41.8%	14.3%	13.1%
	毛利率	%	66.9%	66.6%	64.3%	52.0%	52.0%	52.0%
3、人纤维蛋白原	营业收入	亿元	4.33	4.19	4.08	4.20	5.56	5.22
0.5g 规格	同比	%		-3.2%	-2.6%	3.0%	32.4%	-6.2%
	毛利率	%	78.2%	75.9%	69.5%	65.8%	65.8%	65.8%
4、其他血液制品	营业收入	亿元	0.77	1.50	3.12	3.88	4.63	5.08
	同比	%		94.8%	108.0%	24.5%	19.2%	9.8%
	毛利率	%	79.5%	74.4%	67.2%	42.2%	42.2%	42.2%
二、其他非血业务	营收	亿元	14.44	12.02	2.22	1.24	1.17	1.17
	同比	%		-16.8%	-81.5%	-44.3%	-5.7%	0.0%
	毛利率	%	42.1%	34.3%	71.5%	74.4%	74.0%	74.0%

资料来源：Wind、诚通证券研究所

2) 投资评级：截至 2025 年 11 月 18 日，可比公司 PE (2025E) 均值为 23.4 倍，公司 PE (2025E) 为 28.3 倍，略高于行业均值（约 20%）。行业均值 PB (LF) 为 2.4 倍，公司为 1.6 倍，显著低于行业均值。公司当前 PE (TTM) 估值水平处于十年长周期估值分位约 36%，PB (LF) 估值分位约 0.1%，均处于十年长周期底部，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：可比公司估值比较

公司简称	总市值 (亿元)	营业收入 Wind 一致预期			归母净利润 Wind 一致预期			相对估值指标			
		2025 年	2026 年	2027 年	2025 年	2026 年	2027 年	PE (TTM)	PE (2025E)	PS (2025E)	PB (LF)
天坛生物	361.1	68.4	77.3	86.8	15.3	17.8	20.5	27.4	23.7	5.3	3.1
华兰生物	296.0	49.7	55.4	61.1	12.6	14.4	16.1	31.2	23.6	6.0	2.8
上海莱士	446.1	79.1	87.9	96.4	19.8	23.1	25.9	24.4	22.5	5.6	1.4
卫光生物	62.9	11.5	12.5	14.4	2.3	2.3	2.8	27.5	27.7	5.5	2.7
派林生物	153.9	29.9	34.5	39.2	7.9	9.4	10.8	27.5	19.4	5.1	1.9
行业均值								27.6	23.4	5.5	2.4
博雅生物	124.9	19.4	23.2	24.9	4.4	5.2	5.7	38.6	28.3	6.4	1.6

资料来源：Wind、诚通证券研究所 备注：总市值、Wind 一致预期数据截至 2025 年 11 月 18 日收盘数据。

备注：天坛生物、华兰生物、上海莱士、卫光生物和派林生物 2025-2027 年营收和归母净利润为 Wind 一致盈利预测均值，博雅生物来自本报告财务预测模型。

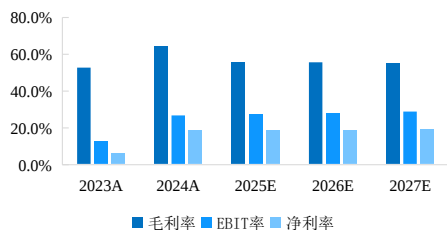
5、风险提示

- 1、浆站合规运营风险，采浆量不及预期；
- 2、血制品生产质量控制风险；

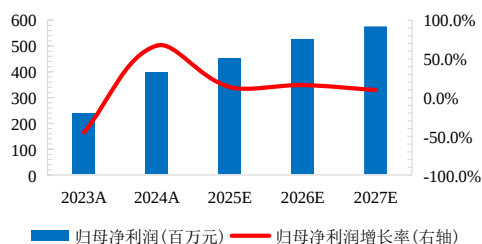
- 3、绿十字中国并购整合不及预期风险；
- 4、行业竞争加剧，血制品价格持续下跌风险；
- 5、系统风险。

附：财务预测摘要

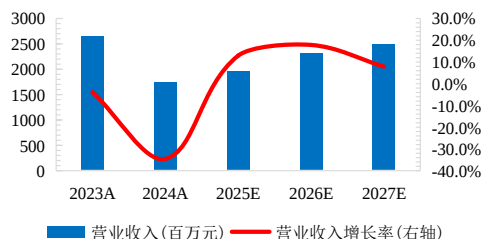
1、毛利率、EBIT 率、净利率



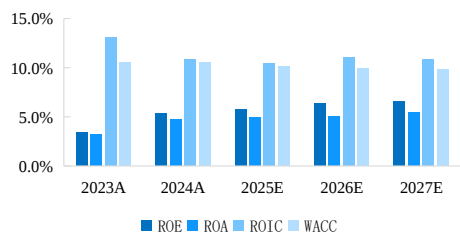
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2652	1735	1942	2324	2486
营业成本	1253	613	862	1031	1114
折旧和摊销	110	114	152	188	223
营业税费	20	18	21	25	26
销售费用	583	420	388	442	448
管理费用	195	187	233	256	249
财务费用	-30	-26	-11	5	14
公允价值变动损益	86	66	76	71	73
投资收益	14	13	25	23	19
营业利润	355	477	533	631	688
利润总额	354	478	532	632	688
少数股东损益	11	-0	0	0	0
归属母公司净利润	237	397	441	524	571

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	7829	8401	9073	10441	10512
流动资产	6428	5058	5243	6069	5736
货币资金	1961	1300	724	896	1013
交易型金融资产	3362	2199	2864	2905	2833
应收账款	210	448	141	643	152
应收票据	0	5	1	6	1
其他应收款	264	40	260	122	273
存货	557	995	1186	1424	1397
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	634	837	884	967	961
无形资产	323	882	1385	1867	2327
总负债	508	913	1224	2170	1778
无息负债	460	881	691	1230	710
有息负债	48	32	533	940	1069
股东权益	7321	7488	7849	8271	8734
股本	504	504	504	504	504
公积金	4063	4063	4063	4063	4063
未分配利润	2500	2665	2701	2734	2746
少数股东权益	1	1	1	1	1

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	642	300	196	551	573
净利润	248	397	441	524	571
折旧摊销	110	114	152	188	223
净营运资金增加	-19	166	286	74	144
其他	303	-377	-684	-236	-365
投资活动产生现金流	14	-648	-1203	-678	-463
净资本支出	87	198	487	542	404
长期投资变化	-249	976	0	0	0
其他资产变化	-147	526	-716	-136	-59
融资活动现金流	-237	-303	-76	-107	-123
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-240	405	311	946	-392
无息负债变化	-226	421	-190	539	-520
净现金流	419	-651	-1083	-234	-13

资料来源：Wind，诚通证券研究所

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-3.9	-34.6	11.9	19.7	7.0
净利润增长率	-44.3	59.8	11.3	18.8	9.0
EBITDA 增长率	-28.6	29.9	18.1	22.9	12.0
EBIT 增长率	-35.2	38.7	14.4	22.6	10.1
估值指标					
PE	39.3	64.3	28.3	23.8	21.8
PB	2.2	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.2	15.6	13.8	11.5	10.3
EV/EBIT	21.5	19.4	17.7	14.8	13.5
EV/NOPLAT	30.7	23.4	21.4	17.8	16.3
EV/Sales	2.7	5.2	4.9	4.1	3.9
EV/IC	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
盈利能力 (%)					
毛利率	52.8	64.7	55.6	55.6	55.2
EBITDA 率	16.8	33.3	35.2	36.1	37.9
EBIT 率	12.6	26.8	27.4	28.1	28.9
税前净利润率	13.4	27.5	27.4	27.1	27.7
税后净利润率 (归属母公司)	6.3	19.0	18.9	18.7	19.1
ROA	3.2	4.7	4.9	5.0	5.4
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.4	5.3	5.6	6.3	6.5
经营性 ROIC	13.1	10.8	10.2	10.9	10.9
偿债能力					
流动比率	14.1	6.7	4.9	3.0	3.5
速动比率	12.7	5.3	3.8	2.3	2.6
归属母公司权益/有息债务	152.6	233.9	14.7	8.8	8.2
有形资产/有息债务	147.2	184.2	11.5	7.5	6.3
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.47	0.79	0.88	1.04	1.13
每股红利	0.30	0.16	0.20	0.22	0.22
每股经营现金流	0.48	0.69	0.39	1.09	1.14
每股自由现金流(FCFF)	2.04	-2.45	-0.36	0.23	0.54
每股净资产	14.52	14.85	15.56	16.40	17.32
每股销售收入	5.26	3.44	3.85	4.61	4.93

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、C4、C5的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于C3的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

北京：北京市朝阳区东三环北路27号嘉铭中心12层

邮编：100022

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>