

# 血制品业务持续增长， 华润赋能助力未来发展

## 核心观点

3月25日，公司发布2022年年度报告，收入端克服疫情影响，实现稳步增长。其中血制品业务收入持续增长，采浆量稳步提升，产品管线丰富，盈利能力不断增长，带动整体利润端快速增长。未来公司将在华润集团持续赋能下，聚焦血制品业务，推动浆站建设及采浆量不断增长；剥离非血制品业务有助于解决同业竞争问题，提高公司盈利能力。

## 事件

### 公司发布2022年度报告

3月25日，公司发布2022年年度报告，实现：1) 营业收入27.59亿元，同比增长4.08%；2) 归母净利润4.32亿元，同比增长25.45%；3) 扣非归母净利润3.92亿元，同比增长33.61%；4) 基本每股收益0.86元。业绩符合预期。

公司2022年利润分配预案为：以5.04股为基数，向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），送红股0股（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增0股。

## 简评

### 血制品业务稳定增长，带动公司整体盈利能力提升

2022年，公司整体收入增速有所放缓，其中血制品业务销售收入保持稳定增长，产品利润率较高，带动整体净利润增长；糖

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,650.53	2,758.70	2,367.41	2,045.51	2,464.76
YoY(%)	5.47	4.08	-14.18	-13.60	20.50
净利润(百万元)	344.53	432.20	505.77	610.66	744.80
YoY(%)	32.48	25.45	17.02	20.74	21.97
毛利率(%)	56.98	54.66	62.30	72.50	72.69
净利率(%)	13.00	15.67	21.36	29.85	30.22
ROE(%)	5.05	6.01	6.62	7.46	8.42
EPS(摊薄/元)	0.68	0.86	1.00	1.21	1.48
P/E(倍)	53.35	42.53	36.34	30.10	24.68
P/B(倍)	2.69	2.56	2.41	2.25	2.08

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 博雅生物(300294.SZ)

### 首次评级

### 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年04月07日

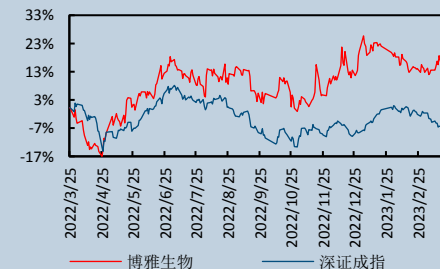
当前股价: 34.98元

### 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
1.07/1.73	1.39/-5.82	9.24/9.41
12月最高/最低价(元)		38.20/25.35
总股本(万股)		50,424.87
流通A股(万股)		42,594.02
总市值(亿元)		176.39
流通市值(亿元)		148.99
近3月日均成交量(万)		437.14
主要股东		
华润医药控股有限公司		29.28%

### 股价表现

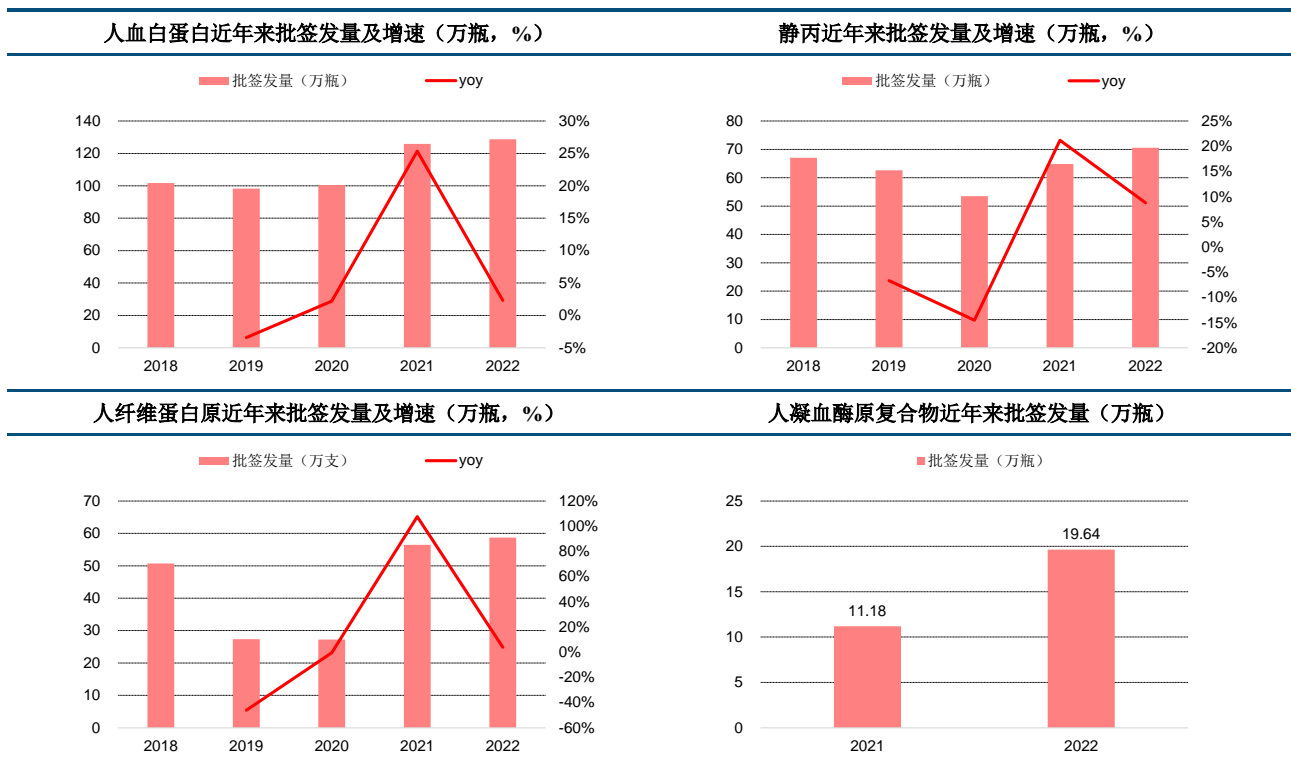


### 相关研究报告

尿病用药业务和生化药业业务受“集采”政策影响、产品退出地方医保目录及市场竞争加剧等因素影响，收入及利润有所下滑；化学药业务产品业绩不及预期，计提减值影响利润端增长。预计 2023 年，随着新冠疫情趋于稳定，患者诊疗需求及医院诊疗量恢复有望带动血制品收入持续增长。2022 第四季度公司实现收入 6.76 亿元，同比增长 5.78%；归母净利润 0.14 亿元，同比下降 33.94%；扣非归母净利润 0.36 亿元，同比增长 241.81%。四季度公司收入端实现稳步增长；归母净利润同比下降，主要因期末公允价值变动及投资净收益较去年同期损失增加所致，扣除非经常损益后利润端实现大幅增长。

**血液制品业务：核心产品销售稳定增长，产品管线不断丰富。**2022 年公司血液制品业务实现收入 13.15 亿元，同比增长 8.63%，占总收入比重 47.68%；毛利率 70.53%，较去年同期增长 2.76pp；净利润 4.98 亿元，同比增长 29.45%。2022 年公司主要血制品销量稳步增长，加之理财收益增加等因素，带来净利润较大增幅。分产品看，静丙 2022 年销售 3.85 亿元，同比增长 5.88%；人血白蛋白销售 4.20 亿元，同比增长 17.28%；人纤维蛋白原销售 4.33 亿元，同比增长 3.87%；其他血制品收入 7.68 亿元，同比增长 7.09%。利润端来看，静丙 2022 年毛利率 66.93%，较去年同期增长 4.72pp；人纤维蛋白原毛利率 78.19%，增长 2.50pp。高毛利品种销售收入增长，带动血制品业务盈利能力提升。

公司现有单采血浆站 14 家，2022 年采浆量约为 439 吨，同比增长 4.52%，吨浆产值和毛利率水平处于行业前列，产品批签发稳步增长。预计随着疫情管控措施放开，线下采浆秩序有望恢复；加之华润医药持续赋能，公司有望获得更多浆站建设资源，“十四五”期间浆站数量及采浆量有望进一步提升。公司产品管线丰富，持续加大研发投入，优化产品结构。2020 年 12 月公司人凝血酶原复合物获批上市后，2021-2022 年批签发量持续增长；2022 年 8 月人凝血因子 VIII 获批上市，进一步丰富了公司的产品管线，为业绩增长带来新增量。目前在研的项目包括 vWF 因子、高浓度（10%）静注人免疫球蛋白以及微量蛋白类产品，在研产品梯队良好。

**表 1：公司血液制品各产品近年来批签发量及增速**


资料来源：公司公告，中信建投证券

**糖尿病用药业务（天安药业）：集采政策销售收入，未来逐渐退出。**2022 年公司糖尿病用药业务实现收入 1.78 亿元，同比下降 25.01%，占总收入比重 6.47%；净利润 0.27 亿元，同比下降 15.41%。收入下降主要由于产品受“集采”政策等影响，销量大幅下降，同时产品毛利率、销售费用率下降。分产品来看，盐酸二甲双胍肠溶片 2022 年销售收入 0.86 亿元，同比下降 19.28%；格列美脲片 2022 年收入 0.21 亿元，同比下降 66.79%；盐酸格列吡酮分散片收入 0.48 亿元，同比增长 66.57%；羟苯磺酸钙胶囊收入 0.15 亿元，同比下降 41.02%。天安药业与股东华润医药控股控制的企业，包括华润双鹤及其控制的企业存在同业竞争情况，未来公司将通过股权转让、资产处置等方式退出糖尿病用药业务。

**生化药业业务（新百药业）：部分产品退出医保及集采影响当期业绩。**2022 年公司生化药业业务收入 4.38 亿元，同比下降 14.26%，占总收入比重 15.88%；毛利率 79.26%，较去年同期下降 2.15pp；净利润 0.30 亿元，同比下降 23.76%。2022 年生化药业业务部分产品退出医保及地区“集采”政策，导致营业收入出现一定下滑。未来公司将稳定新百药业的生产经营，推动资产、产品效益提升工作，以及积极寻求合作方加快股权转让。

**药品经销业务（复大医药）：血制品销量增加推动收入提升，业务整合解决同业竞争问题。**2022 年公司药品经销业务收入 8.14 亿元，同比增长 22.69%，占总收入比重 29.51%；毛利率 15.83%，较去年同期下降 1.85pp；净利润 0.43 亿元，同比下降 3.33%。2022 年公司静丙等产品销量增加，新产品业务持续开发，使得营业收入大幅上升；受集采、国谈、公立自费药房关闭等相关政策影响，利润有所下降。公司经销业务与股东子公司华润医商及其控股企业存在同业竞争情况，未来将通过华润医商受让复大医药股权等方式进行业务整合。

**化学药业务（欣和药业）：生产尚未实现规模化，计提减值导致业务亏损。**2022 年公司化学药业务收入 0.14 亿元，同比下降 51.59%，占总收入比重 0.51%；净利润-0.79 亿元，较去年同期减亏 0.27 亿元。2022 年公司原料药品种生产尚未实现规模化，销售毛利不能完全消化固定资产折旧。同时，欣和药业全年共计提资产减值准备 4115.10 万元，其中计提无形资产减值 719.4 万元，计提外购技术资产减值 1524.42 万元、计提固定资产减值准备 1871.28 万元，导致目前仍处于亏损状态。未来公司将通过多渠道、多方式推进欣和药业的资产处置。

### 华润集团持续赋能，未来聚焦血制品业务

公司实际控制人华润集团是国务院国资委批准的国有资本投资公司，旗下的华润医药是中国领先的大型医药集团公司。作为公司控股股东，华润医药为公司在战略管理、组织优化、人才引进、风险管理及政府资源的嫁接等各方面给予极大支持与赋能。2022 年公司借助华润集团与各省战略合作关系，完成 10 余个省份拟设浆站实地调研与选址工作，已获得若干个县、市级批文，为新浆站设立获批打下坚实基础。“十四五”期间，公司将通过多项战略举措，力争实现浆站总数量、采浆规模、核心财务指标翻番的目标，纤原、PCC 产品保持国内市场领先地位，建成年投浆 1800 吨以上的智能工厂。

同时，公司将适时剥离或处置非血制品业务，2023 年解决天安药业、广东复大与控股股东同业竞争事项；多渠道、多方式推进欣和药业的资产处置；稳定新百药业的生产经营，推动资产、产品效益提升工作，以及积极寻求合作方加快股权转让。

### 非血制品业务影响整体毛利率，销售费用有所下降

2022 年公司毛利率 54.66%，较去年下降 2.32 个百分点，主要由于非血制品业务毛利率下降所致。2022 年公司各项费用总体保持稳定，其中销售费用 6.95 亿元，同比下降 9.43%，销售费用率 25.21%（-3.76pp）；管理费用 2.30 亿元，同比增长 12.96%，管理费用率 8.34%（+0.66pp）；研发费用 0.50 亿元，同比下降 16.38%，研发费用率 1.80%（-0.44pp）；财务费用-0.25 亿元，财务费用率-0.92%（-0.14pp）。销售费用及费用率下降，主

要由于非血制品业务产品销量大幅下滑，对应销售费用减少；同时血制品业务销售费用率较低，收入占比增加，导致整体销售费用率下降。公司经营净现金流 5.96 亿元，同比下降 55.67%，主要系同期收回丹霞生物血浆预付款所致。

### 盈利预测与投资评级

我们认为，公司作为国内领先的血制品企业之一，将在华润集团的持续赋能与支持下，持续提高血制品业务经营能力，浆站数量、采浆规模及收入持续增长，同时适时剥离或处置非血制品业务，有望在“十五五”期间进入国内血制品企业第一梯队。我们预计公司 2023-2025 年收入分别 23.67 亿元、20.46 亿元和 24.65 亿元，分别同比下降 14.2%、13.6% 及增长 20.5%；归母净利润分别为 5.06 亿元、6.11 亿元和 7.45 亿元，分别同比增长 17.0%、20.7% 和 22.0%；每股 EPS 为 1.00、1.21、1.48 元，当前股价对应 2023-2025 年估值分别为 36.3X、30.1X、24.7X，首次覆盖给予买入评级。

## 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、 疫情反复对血制品采浆及终端需求的影响：预计未来国内疫情可能趋于平稳，但仍存在疫情反复并导致防控措施调整的可能，从而可能对血制品采浆及终端需求造成不利影响。

3、 新产品研发和上市进度不达预期。

4、 浆站建设速度不及预期。

5、 非血制品业务剥离进度不及预期。公司天安药业、复大生物目前预计 23 年剥离完成。假设剥离进度不及预期，在 24 年剥离完成，2023-2025 年对应的归母净利润将从目前的 5.06 亿元、6.11 亿元和 7.45 亿元下降至 4.84 亿元、5.82 亿元和 7.45 亿元，

## 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、医美、CRO 细分领域。2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

**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  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 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 2106 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