双林生物（000403.SZ）

盈利能力快速恢复，外延合作打开未来成长空间

老牌血制品企业股东更替后有望迎来快速发展。2018 年 12 月，“浙民投”入驻上市公司，成为第一大股东。公司内部管理及运营效率明显提高，吨浆利润提升，同时产品研发速度快速推进，20 年八因子已获批，纤原等产品快速推进，公司整体步入快速发展阶段。2019 年采浆量突破 400 吨，2017-2019 年营收入由 6.85 亿增长到 9.16 亿，归母净利润由 0.22 亿(扣非净利润 0.55 亿)增长到 1.60 亿元。

国内血制品企业已进入转型阶段，未来将通过并购整合不断壮大，集中化趋势更加明显，公司浙民投背景具备产业整合优势。当前国内行业发展趋势明显，弹性空间仍然取决于采浆规模的扩大，血制品行业相对集中度较高，进一步整合将是未来发展趋势。**公司大股东浙民投，在产业整合方面具有明显积累的优势，未来公司有望积极参与行业整合，通过并购具有技术优势和竞争实力等方面标的，不断提升公司原料血浆供应量和单采血浆站规模，提升核心竞争力。**

公司推出股票期权和限制性股票计划激励彰显未来发展信心。20 年 4 月，公司公推出激励计划，根据业绩触发值计算 20-22 年（1.62 亿、3 亿和 4 亿），公司业绩同比增长 1%、85%以及 33%。而以目标值（2 亿，3.7 亿和 5 亿）计算，公司业绩同比增长为 25%、85%以及 35%。高增长目标也彰显了公司未来发展信心。

发行股份收购派斯菲科，未来成长性显著提升。公司公告发行股份收购派斯菲科（目前已获核准），派斯菲科 2019 年采浆量超 240 吨，拥有 10 家单血采浆站，收购完成后，上市公司将拥有 23 家单血采浆站，采浆规模大幅提升。同时公司和派斯菲科均在积极拓展新的浆站浆源，中期来看，上市公司浆站数量有望突破 30 家。另外派斯菲科收购的业绩承诺，也将显著提升上市公司业绩增长的确定性。

新疆德源合作将进一步扩充公司采浆规模。公司 20 年 6 月公告，与新疆德源生物工程有限公司签署供浆合作协议。**双方在五个合作年度内，新疆德源将向双林生物供应不低于 180 吨/年，且每半个合作年度不低于 90 吨。五个合作年度合计供应血浆浆量不得低于 900 吨，合作将进一步提升公司采浆规模。**

盈利预测。若不考虑收购派斯菲科带来的业绩增厚，预计公司 20-22 年归母净利润分别为 2.12/3.69/5.24 亿元，同比增长 32%、75%以及 42%，EPS 分别为 0.43 元、0.75 元以及 1.06 元，对应 PE 分别为 97X、56X 以及 39X。假设考虑收购派斯菲科带来的业绩增厚和协同效应，预计公司 21-22 年归母净利润分别为 5.24/7.36 亿元，以 1 月 18 日收盘价计算发行股本收购和假设募集配套资金 16 亿元，对应 PE 分别为 57X 以及 41X。中长期角度看，我们认为公司采浆规模有望逐渐攀升，24-25 年有望达到 1500 吨左右，跻身行业第一队伍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：协同发展风险；价格波动风险；新产品研发进度低于预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	860	916	1,026	1,434	1,878
增长率 yoy（%）	25.5	6.5	12.0	39.9	30.9
归母净利润（百万元）	80	160	212	369	524
增长率 yoy（%）	270.3	100.6	31.9	74.5	41.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.16	0.33	0.43	0.75	1.06
净资产收益率（%）	12.1	19.7	18.9	25.3	27.8
P/E（倍）	256.4	127.8	96.9	55.6	39.1
P/B（倍）	32.2	25.6	20.9	15.4	11.2

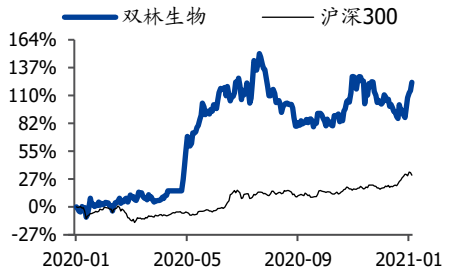
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	生物制品
前次评级	
最新收盘价	41.22
总市值(百万元)	20,298.16
总股本(百万股)	492.43
其中自由流通股(%)	98.93
30 日日均成交量(百万股)	1.86

股价走势



作者

分析师 张金洋
执业证书编号：S0680519010001
邮箱：zhangjy@gszq.com
分析师 祁瑞
执业证书编号：S0680519060003
邮箱：qirui@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	753	779	1462	2111	2545
现金	155	111	667	934	1222
应收票据及应收账款	172	223	220	400	411
其他应收款	28	16	33	36	55
预付账款	5	4	6	8	10
存货	390	405	515	714	826
其他流动资产	3	20	20	20	20
非流动资产	565	493	541	760	957
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	413	380	426	636	829
无形资产	70	73	72	70	68
其他非流动资产	82	40	43	54	59
资产总计	1318	1272	2003	2871	3502
流动负债	668	440	912	1478	1654
短期借款	180	110	335	894	821
应付票据及应付账款	43	32	55	61	85
其他流动负债	444	298	522	523	749
非流动负债	30	30	31	32	33
长期借款	0	0	1	2	3
其他非流动负债	30	30	30	30	30
负债合计	698	470	943	1510	1687
少数股东权益	-18	1	-31	-84	-136
股本	273	273	492	492	492
资本公积	116	116	8	8	8
留存收益	249	411	581	877	1312
归属母公司股东权益	638	800	1091	1445	1951
负债和股东权益	1318	1272	2003	2871	3502

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	117	191	360	12	675
净利润	75	158	179	316	473
折旧摊销	59	55	45	61	85
财务费用	26	21	17	16	17
投资损失	-2	-7	-3	-3	-4
营运资金变动	-49	-47	121	-377	104
其他经营现金流	8	11	0	0	0
投资活动现金流	-10	-30	-91	-277	-278
资本支出	35	41	49	218	197
长期投资	5	0	0	0	0
其他投资现金流	30	11	-42	-59	-81
筹资活动现金流	-67	-205	62	-28	-35
短期借款	-20	-70	0	0	0
长期借款	0	0	1	2	0
普通股增加	0	0	220	0	0
资本公积增加	3	0	-108	0	0
其他筹资现金流	-50	-135	-50	-30	-35
现金净增加额	39	-44	332	-293	362

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	860	916	1026	1434	1878
营业成本	401	436	505	675	846
营业税金及附加	7	7	8	11	14
营业费用	146	145	171	224	282
管理费用	157	112	113	142	171
研发费用	29	15	11	15	17
财务费用	26	21	17	16	17
资产减值损失	7	-2	-3	-6	-6
其他收益	5	4	3	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	7	3	3	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	93	180	209	367	549
营业外收入	7	11	5	6	8
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	98	189	212	371	555
所得税	23	31	33	56	82
净利润	75	158	179	316	473
少数股东损益	-5	-3	-32	-54	-51
归属母公司净利润	80	160	212	369	524
EBITDA	162	247	259	427	628
EPS（元）	0.16	0.33	0.43	0.75	1.06

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	6.5	12.0	39.9	30.9
营业利润(%)	11.7	92.6	16.3	75.5	49.4
归属于母公司净利润(%)	270.3	100.6	31.9	74.5	41.9
获利能力					
毛利率(%)	53.3	52.3	50.8	53.0	55.0
净利率(%)	9.3	17.5	20.6	25.7	27.9
ROE(%)	12.1	19.7	18.9	25.3	27.8
ROIC(%)	9.4	17.1	13.5	13.7	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	53.0	37.0	47.1	52.6	48.2
净负债比率(%)	8.5	3.5	-31.9	-0.6	-21.7
流动比率	1.1	1.8	1.6	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.8	1.0	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.9	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	9.8	11.6	11.6	11.6	11.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.33	0.43	0.75	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.39	0.73	0.02	1.37
每股净资产(最新摊薄)	1.30	1.63	1.99	2.71	3.73
估值比率					
P/E	256.4	127.8	96.9	55.6	39.1
P/B	32.2	25.6	20.9	15.4	11.2
EV/EBITDA	126.4	83.1	77.8	47.8	31.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1.投资要点 5
2.老牌血制品企业步入正轨，未来发展可期 7
2.1 老牌血制品企业，具有历史积淀 7
2.2 大股东更替后，公司盈利能力快速恢复 8
2.2 公司白蛋白和静丙两大产品呈现快速增长趋势 9
2.3 公司在特免领域具有自身优势，加速布局狂犬免疫球蛋白市场 10
2.4 破伤风免疫球蛋白近年保持相对高位 12
3.血制品行业国内采浆与发达国家差距大，浆站成为国内优势资源 14
3.1 中国血液制品现状：供需缺口，与发达国家差距大 14
3.2 全球大格局维度衍变趋势：血制品企业集中化，静丙需求强劲 15
3.3 国内血液制品集中度不断提升，浆站和采浆能力成为企业优势 17
3.4 血制品受新冠疫情影响催生临床需求，血制品存潜在提价预期 18
3.4.1 疫情需求催生血制品需求 18
3.4.2 国产白蛋白批签发占比下降，海外疫情持续，未来血制品存潜在提价预期 18
4.公司推出股权激励计划，彰显未来发展信心 19
5.收购派斯菲科，公司未来成长可期 20
5.1 发行股份收购血制品标的派斯菲科 20
5.2 派斯菲科有望显著提升公司未来成长性 21
5.3 收购派斯菲科补充产品管线，协同效应逐渐显现 21
6.同新疆德源合作扩充浆源优势 22
7.盈利预测与业绩拆分 23
风险提示 25

图表目录

图表 1：双林生物的历史发展事件 7
图表 2：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日） 8
图表 3：公司近年营业收入情况（亿元） 8
图表 4：公司近年归母净利润情况（亿元） 8
图表 5：公司目前浆站布局情况 9
图表 6：公司白蛋白批签发量情况（万瓶） 10
图表 7：公司静丙批签发量情况（万瓶） 10
图表 8：公司狂免纯度（%）及效价情况（IU/mL） 10
图表 9：狂犬免疫球蛋白近年批签发情况（折合 200IU，万支） 11
图表 10：公司狂犬免疫球蛋白近年批签发情况（折合 200IU，万支） 11
图表 11：国内近年狂犬免疫球蛋白批签发占比变化情况 11
图表 12：狂犬免疫球蛋白样本医院销售数据（万元） 12
图表 13：三种破伤风免疫药物对比 12
图表 14：公司破免纯度（%）及效价情况（IU/mL） 13
图表 15：破伤风疫球蛋白近年批签发情况（折合 250IU，万支） 13
图表 16：公司破伤风疫球蛋白近年批签发情况（折合 250IU，支） 13
图表 17：破伤风免疫球蛋白近年市场份额占比情况 13
图表 18：美国近年浆站数量统计（个） 14
图表 19：中国近年浆站数量统计（个） 14

图表 20：美国近年采浆情况统计（吨）.....14
图表 21：中国近年采浆情况统计（吨）.....14
图表 22：全球血液制品市场规模（除重组产品，亿美元）.....15
图表 23：2016 年全球血液制品市场格局.....15
图表 24：2015 年全球血制品市场占比（除重组产品）.....16
图表 25：全球静丙市场需求强势（千吨）.....16
图表 26：静丙国内外适应症汇总对比.....16
图表 27：国内单采血浆站的相关规定.....17
图表 28：血制品上市公司 19 年采浆情况统计.....18
图表 29：进口和国产白蛋白批签发情况（万瓶）.....19
图表 30：进口和国产占比变化.....19
图表 31：海外新冠确诊人数变化曲线.....19
图表 32：欧洲新冠死亡人数变化曲线.....19
图表 33：本次限制性股票和期权的解锁条件.....20
图表 34：派斯菲科浆站情况.....21
图表 35：公司和派斯菲科已上市产品及管线品种布局情况.....22
图表 36：公司业绩拆分情况.....23
图表 37：可比公司估值情况.....23
图表 38：19 年 A 股血制品上市公司相关数据统计（市值截至 21 年 1 月 15 日测算）.....24

1. 投资要点

老牌血制品企业股东更替后有望迎来快速发展。2018 年 12 月，浙民投与佳兆业两大股东入驻上市。公司由浙民投成为第一大股东，同时董监高成员发生变化，新董事长和总经理上任。公司内部管理及运营效率明显提高，吨浆利润提升，同时产品研发速度快速推进，20 年八因子已获批，纤原等产品快速推进，公司整体步入快速发展阶段。公司 2019 年采浆量突破 400 吨，2017-2019 年公司营收入由 6.85 亿增长到 9.16 亿，归母净利润由 0.22 亿元(扣非净利润 0.55 亿元)增长到 1.60 亿元。

国内血制品企业已进入转型阶段，未来将通过并购整合不断壮大，集中化趋势更加明显，公司浙民投背景具备产业整合优势。当前国内行业发展趋势明显，弹性空间仍然取决于采浆规模的扩大，血制品行业相对集中度较高，进一步整合不断壮大将是未来发展趋势。公司大股东浙民投，在产业整合方面具有明显积累的优势，未来公司有望在做大做强自身业务的基础上，积极参与血液制品行业整合，通过并购具有一定客户基础、业务渠道、技术优势和竞争实力，不断提升公司原料血浆供应量和单采血浆站规模，提升核心竞争力。

新冠疫情发生后对整体采浆有所影响。疫情发生后，血制品企业的采浆处于停滞状态，不同企业停工时间在 1-2 月左右，虽然各血制品企业已完成复工，但由于停工加上检疫期的影响，整体上看预计对 20 年采浆端有一定影响，后续可能因为供需关系变化引起价格上涨。根据中检院 20 年白蛋白整体批签发可以看出，虽然整体保持 15%左右增长，但是基本都为进口白蛋白拉动，国产整体批签发下降 1%左右。**叠加海外疫情持续蔓延，我们认为供需关系有望发生变化，血制品价格存潜在涨价预期。**20 年初疫情的爆发对于静丙和白蛋白短期产生快速消耗，渠道和企业库存进一步减少，但同时采浆延缓的影响，20 年整体采浆量预计有所下降，血制品的稀缺性将增加，同时叠加海外疫情的持续蔓延，未来如果进口白蛋白的供应受阻，将进一步加剧目前血制品的稀缺性，有望催生血制品价格的上涨，血制品企业的积极性也将调动，同时因为血制品在学术推广得到加强，行业有望进入量价齐升的正轨当中。

公司推出股票期权和限制性股票计划激励彰显未来发展信心。20 年 4 月公告，拟向激励对象分别授予 205 万股限制性股和期权（分别预留 23.5 万份限制性股票和期权），其中限制性股票首次授予的价格为 19.61 元/股（公司高送转后价格为 10.86 元/股），授予的股票期权的首次行权价格为 39.22 元/份（公司高送转后价格为 21.79 元/股）。限制性股票未来三年将设定业绩目标，分别解锁 30%、30%以及 40%。**公司公告本激励计划有效期内，若公司发生重大并购、重组等行为，则因重大并购重组标的产生的归属于母公司所有者的净利润增加值不列入公司当年及以后年度的归属于母公司所有者的净利润考核计算范围。根据解锁条件设定情况，以触发值计算 20-22 年，公司业绩同比增长 1%、85%以及 33%。而以目标值计算，公司业绩同比增长为 25%、85%以及 35%。公司 20 年 6 月 12 日本次激励计划已授予完成。本次激励计划授予的相关费用 20-23 年分别为 2351 万元、2417 万元、1003 万元以及 245 万元，相关费用对公司自身净利润会产生一定影响，尤其是 20-21 年，公司实际业绩增速更高。**

发行股份收购派斯菲科，未来成长性显著提升。公司公告发行股份收购派斯菲科，派斯菲科作为一家具有规模优势的血制品企业 2019 年采浆量超 240 吨，拥有 10 家单血采浆站，收购完成后，上市公司将拥有 23 家单血采浆站，采浆规模大幅提升，规模效应进一步凸显；同时考虑到两家公司均在积极拓展新的浆站浆源，中期来看，上市公司浆站数量有望突破 30 家。另外收购方承诺派斯菲科 2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年分别不得低于人民币 7500 万元、12000 万元、18000 和 22000 万元，也将显著提升上市公司盈利能力。

同新疆德源签署合作协议，将进一步扩充上市公司采浆规模。20 年 6 月公司公告，与新疆德源生物工程有限公司签署供浆合作协议，约定新疆德源将其下属部分浆站临时设置给广东双林。**双方在五个合作年度内，新疆德源将向双林生物供应不低于 180 吨/年，且每半个合作年度不低于 90 吨。五个合作年度合计供应的合格血浆浆量不得低于 900 吨。**

中期看公司市值：目前上市公司拥有 13 家单采血浆站，在采 11 个，拟收购的派斯菲科拥有 10 家单血采浆站，收购完成后，双方单采血浆站将达到 23 个，另外派斯菲科按照黑龙江省的批复还可在 11 个县及县级市中设置单采血浆站。2020 年预计广东双林采浆量将达到 450 吨左右，2021 年广东双林采浆量有望达到 480-500 吨左右，派斯菲科采浆量 19 年采浆量 240 吨左右，预计 21 年达到 280-300 吨左右，两家合计有望超 760 吨，随着新疆德源的合作落地也将进一步提升采浆量，按照德源每年的最低供浆量计算，21 年双林生物已达到接近 1000 吨左右采浆能力，**若浆站拓展顺利情况下，21 年有望超 1000 吨。未来广东双林和派斯菲科也将不断拓展新浆站的开发，浆站数量未来有望突破 30 个，我们认为公司 21-22 年左右采浆量将超 1000 吨，24-25 年采浆量有望达到 1500 吨，跻身国内一线血制品企业。公司由于浆站资源规模化的优势叠加新产品的推出，未来成长具有较强的确定性。我们认为公司当前浆站的布局成长确定性较高，参考板块中上海莱士和天坛生物的吨浆规模水平，我们认为公司潜在合理市值在 500 亿-600 亿左右。**

2. 老牌血制品企业步入正轨，未来发展可期

2.1 老牌血制品企业，具有历史积淀

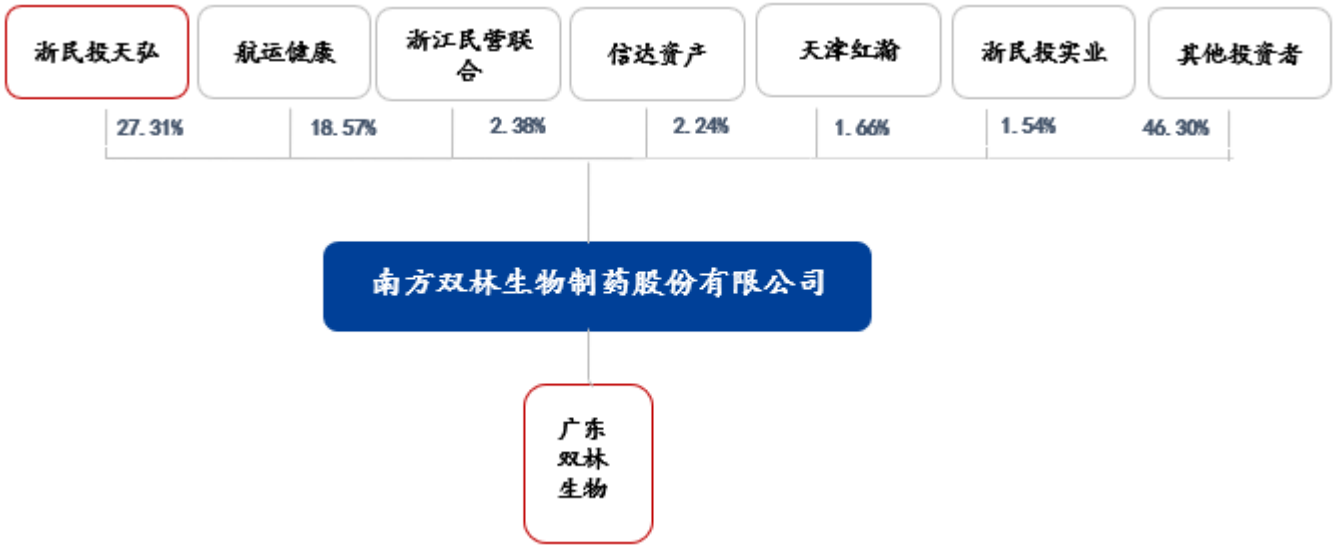
双林生物作为老牌血制品企业，具有历史积淀。广东双林生物是上市公司“双林生物”的核心企业，作为老牌血液制品企业始建于 1995 年，公司前身是海军后勤部供血站，1998 年执行中央有关政策，并入三九集团隶属“三九生化”；2003-2004 年三九集团实施企业重组，将三九生化转让给山西振兴集团，山西振兴集团成为“三九生化”的直接控股股东；2008 年 6 月双林公司完成改制，并更名为广东双林生物制药有限公司；**2018 年，“浙民投”与“佳兆业”两大股东入驻上市公司，“浙民投”成为第一大股东；2019 年上市公司完成更名，公司名称由“振兴生化股份有限公司”变更为“南方双林生物制药股份有限公司”，证券简称由“振兴生化”变更为“双林生物”。**上市公司有两家控股子公司，广东双林和湖南唯康，**湖南唯康由于破产清算，2019 年 5 月开始不纳入公司合并范围。公司在新股东入驻后，全面进入发展正轨。**

图表 1：双林生物的历史发展事件

时间	事件
1995 年	宜春工程机械厂正式成立，其前身为海军海耀生物制品研究所
1996 年	建成低温乙醇法血液制品生产线
1997 年	生产线通过国家卫生部组织的工程验收
1998 年 7 月	并入三九集团，变为三九集团湛江开发区双林药业有限公司，隶属三九生化
2003 年 12 月	新药“注射用重组改构人肿瘤坏死因子（rmhTNF）”获得国家一类新药证书，同年获得“国家火炬计划重点高新技术企业”称号
2005 年 6 月	三九集团将其持股的 29.11%股份转让给振兴集团，成为公司新控股股东
2007 年 4 月	由于公司财务状况连年亏损，4 月 27 日起深交所暂停公司股票上市
2010 年 7 月	斥资 4 亿元投建双林东海岛医药产业园。同年，总公司“三九生化”更名为“振兴生化”
2013 年 2 月	恢复在深交所上市资格，股票简称“ST 生化”
2014 年 2 月	生物制品获得国家《GMP 药品证书》，同年，广东双林新厂区通过国家药监局新版 GMP 认证
2015 年	“压滤工艺分离人血浆蛋白”成为湛江市首个广东省专利金奖
2018 年 12 月	“浙民投”与“佳兆业”两大股东入驻上市公司振兴生化，“浙民投”持股 29.99%，成为第一大股东
2019 年 2 月	“浙民投”通过集中竞价等方式增持股数，总持股数达 31.37%，佳兆业合计持股 22.61%，成为公司第二大股东。
2019 年 3 月	通过向法院申请破产，完成控股子公司湖南唯康的剥离，扫清股权转让障碍，并减少运营负担
2019 年 11 月	上市公司“振兴生化股份有限公司”更名为“南方双林生物制药股份有限公司”，证券简称由“振兴生化”变更为“双林生物”
2019 年 11 月	治疗用生物制品人纤维蛋白粘合剂（外科用冻干剂）获得药监局《临床试验通知书》
2020 年 4 月	员工股权激励，首次授予的激励对象总人数为 41 人，授予的限制性股票与股票期权的数量总计 410 万份，约占双林生物已发行股本总额的 1.50%
2020 年 4 月	南方双林收购哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司 87.39%股权及宁波梅山保税港区七度投资合伙企业（有限合伙）100%财产份额
2020 年 5 月-6 月	广东双林与新疆德源签署协议，约定新疆德源下属五个血浆站临时设置给广东双林，以增加公司的采浆量；并进一步签署了供浆合作协议。
2020 年 11 月	公司公告《关于发行股份购买资产之中国证监会并购重组委会议审核意见的回复》，收购派斯菲科等事项，正常推进
2020 年 12 月	公司公告关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证券监督管理委员会核准

资料来源：国盛证券研究所，公司网站

图表 2：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）

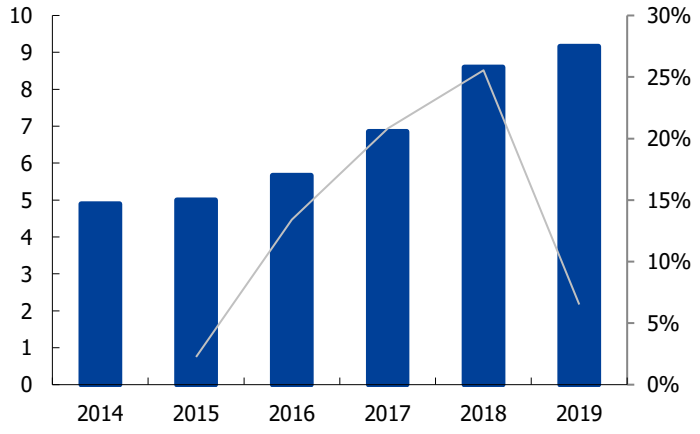


资料来源：国盛证券研究所，公司公告

2.2 大股东更替后，公司盈利能力快速恢复

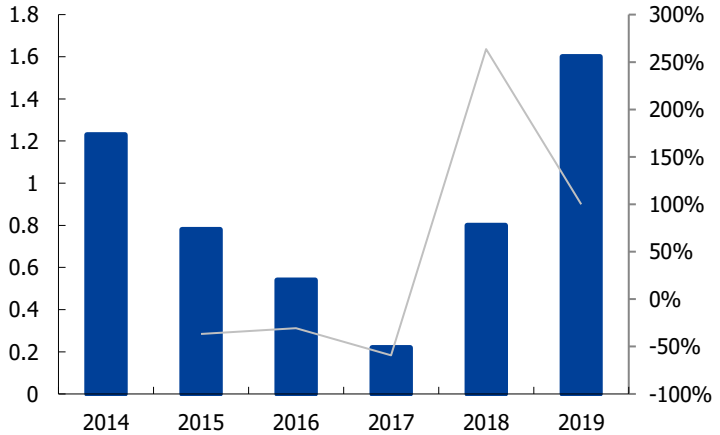
2018 年 12 月，“浙民投”与“佳兆业”两大股东入驻上市公司，“浙民投”成为第一大股东，同时董监高成员发生变化，新董事长和总经理上任。在完成股东更替后，公司业绩走上正轨，盈利能力快速持续恢复，2017-2019 年公司营收入由 6.85 亿增长到 9.16 亿，归母净利润由 0.22 亿(扣非净利润 0.55 亿)增长到 1.60 亿元。

图表 3：公司近年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4：公司近年归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司采浆量突破 400 吨，积极筹划新浆站建设。公司“双林”品牌的血液制品坚持以质量为根本，凭借超过 20 年的安全、稳定、高效来保证产品质量。作为老牌血液制品企业，公司 2019 年采浆量突破 400 吨，血浆规模处于行业中上水平，且近年来公司积极开拓新浆站，目前拥有 13 个单采血浆站，已在采浆站 11 个，其中 6 个系近几年新开浆站，另外两个也在积极开展相关验收工作，同时公司正在积极洽谈增设新浆站，预计公司未

来几年血浆规模将较快提升。同时公司通过外延和合作等方式，也进一步提升了公司血浆规模。

广西浆站相对成熟，山西、广东浆站潜力较大。根据公司网站介绍，广西宜州、武宣、罗城三个浆站采浆可维持在 70 吨、100 吨以及 80 吨以上，加上扶绥的浆站，我们预计采浆有望达到 300 吨左右，2019 年公司采浆突破 400 吨，广东、山西 7 个浆站采浆规模推测在 100 吨左右，单个采浆水平仅 15 吨左右，我们认为一方面是山西和广东浆站最近几年拿证在持续拓展中，另一方面公司前几年受内部管理和债务危机整体影响较大，目前公司管理机制理顺，债务危机解除，广东、山西浆站有望释放较大潜力。

图表 5：公司目前浆站布局情况

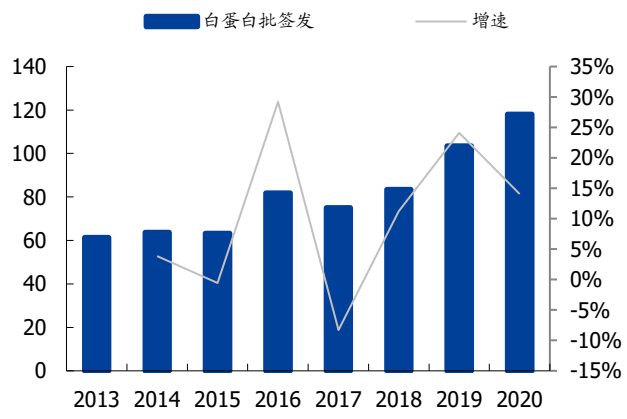
区域	浆站名称	浆站运行情况
山西	临县双林	
山西	石楼双林	2017 年 7 月，取得采浆许可证
山西	和顺双林	2017 年 5 月，正式采浆
山西	隰县双林	2017 年 8 月，取得采浆许可证
广西	宜州双林	
广西	武宣双林	
广西	罗城双林	
广西	扶绥双林	
广东	廉江双林	2016 年 3 月，取得采浆许可证
广东	遂溪双林	2016 年 11 月，取得采浆许可证
广东	东源双林	2016 年 7 月，取得采浆许可证
广东	坦洲双林	2017 年 9 月获得批复，未开采
广东	鹤山双林	2016 年 3 月获得批复，未开采

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

2.2 公司白蛋白和静丙两大产品呈现快速增长趋势

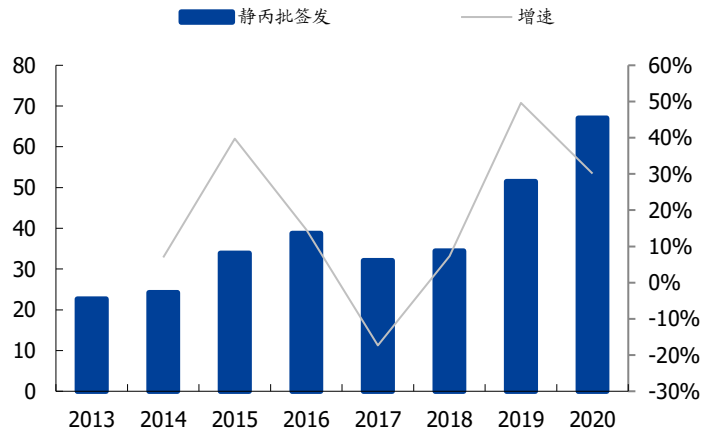
公司白蛋白和静丙两大产品近年呈现快速增长趋势。白蛋白 2019-2020 年批签发 104 万瓶和 118 万瓶，同比增长 24%和 14%；静丙 2019-2020 年批签发 51 万瓶和 67 万瓶，同比增长 50%和 30%。我们认为公司在新的管理层领导下，发展步入正轨，未来随着采浆量的提升和运行效率的提高，有望不断增厚公司业绩。

图表 6：公司白蛋白批签发量情况（万瓶）



资料来源：国盛证券研究所，中检院

图表 7：公司静丙批签发量情况（万瓶）

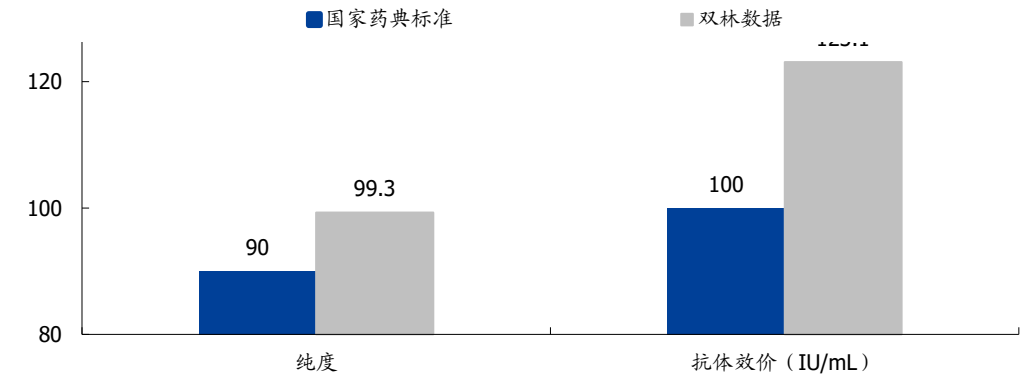


资料来源：国盛证券研究所，中检院

2.3 公司在特免领域具有自身优势，加速布局狂犬免疫球蛋白市场

公司狂免产品自身明显优势。双林狂犬免疫球蛋白使用世界公认先进的巴氏病毒灭活工艺，通过国家验证，经过中国生物制品检定所和中国人民解放军艾滋病检测确认实验室的再验证。经过六次检疫，2019 年新建 PCR 实验室，完全可以排除乙肝、丙肝、梅毒、HIV 等血液传染病的风险，确保最终产品的安全性。**21 年是公司狂免上市 15 周年，公根据中检院批签发数据，公司供应市场总量超过 1500 万瓶。公司狂免在效价和纯度方面远高于国家药典标准，同时批间差异小，质量稳定，效果优势明显。**

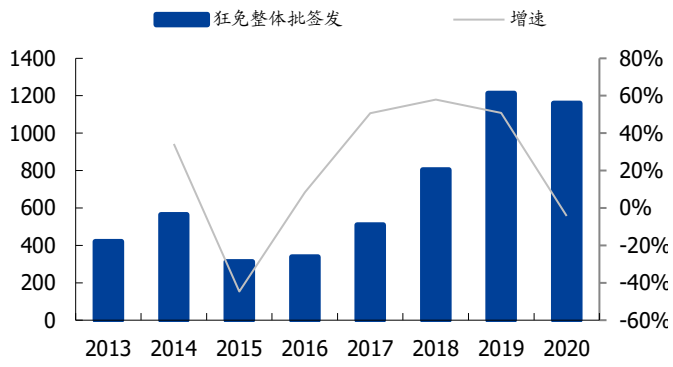
图表 8：公司狂免纯度（%）及效价情况（IU/mL）



资料来源：国盛证券研究所，公司网站

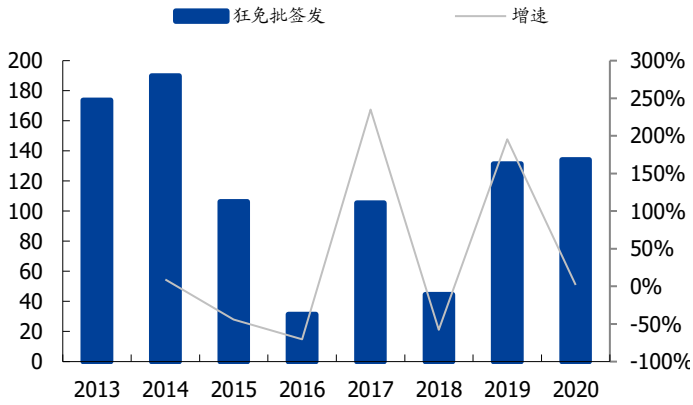
公司狂免具有品牌优势，近年市场份额逐渐恢复。公司的狂犬病人免疫球蛋白被指定为 2008 年北京奥运会预防狂犬病唯一用药，狂犬免疫球蛋白作为被动免疫制剂之前在疾控中心同狂犬疫苗配套使用，目前狂犬疫苗和狂犬免疫球蛋白的接种已逐渐向医院转移，终端的转换我们认为将提高临床上免疫球蛋白的使用，未来市场缺口有望被不断弥补，公司作为狂犬免疫球蛋白优势厂家最早在 2013 年批签发占比达到整个市场的 33%，而后逐渐萎缩，18 年占比仅为 5%，19 年随着整个公司步入正轨，19-20 年占比提升到 11%，我们认为未来公司有望凭借自身优势继续扩大市场份额占比。

图表 9：狂犬免疫球蛋白近年批签发情况（折合 200IU，万支）



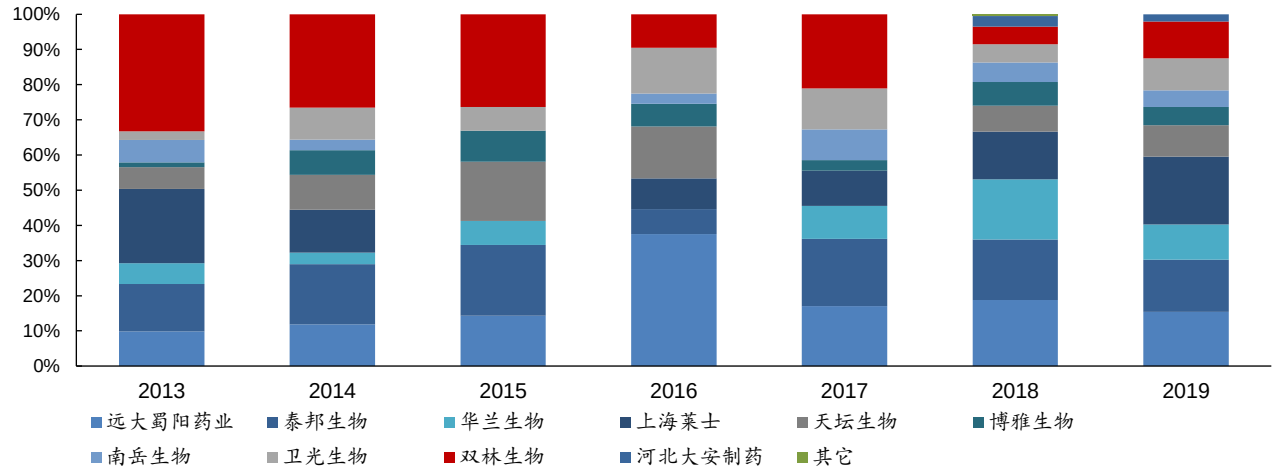
资料来源：国盛证券研究所，中检院

图表 10：公司狂犬免疫球蛋白近年批签发情况（折合 200IU，万支）



资料来源：国盛证券研究所，中检院

图表 11：国内近年狂犬免疫球蛋白批签发占比变化情况

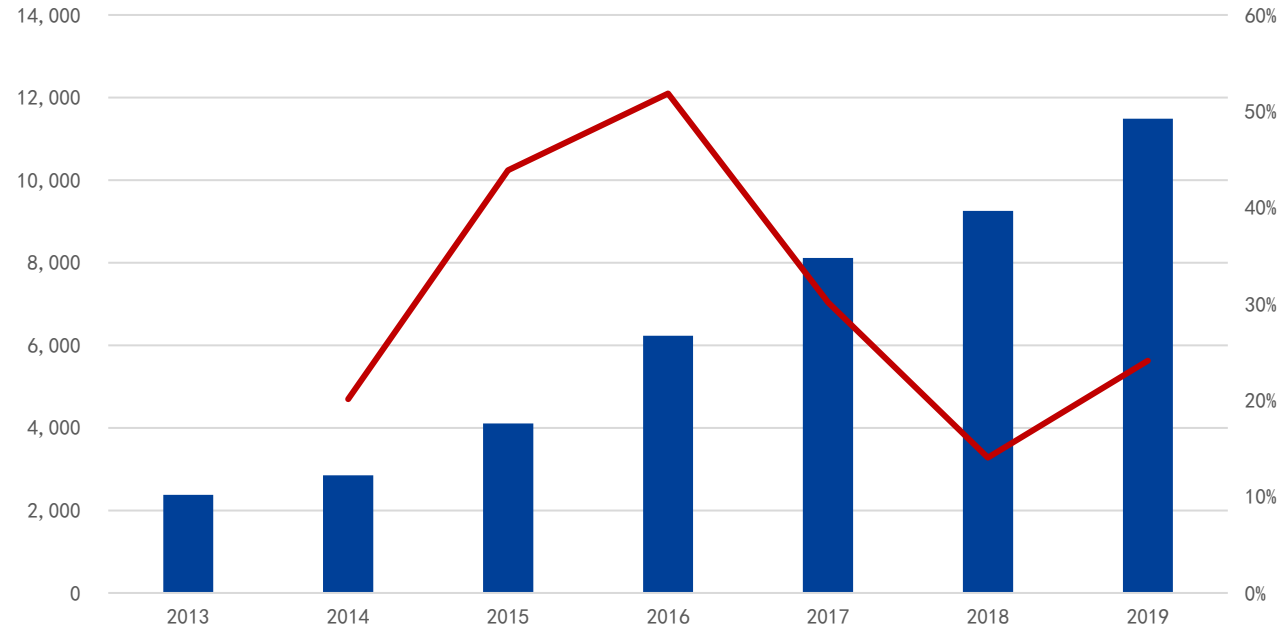


资料来源：国盛证券研究所，中检院

国内狂免市场一直存在缺口。狂免的制备需要通过从血浆中的提取，需要献浆人员首先进行狂犬疫苗免疫后才能进行提取，并且献浆人员需要定期维护，对于国内市场来说，整个产能较为受限。根据 16 版狂犬防控指南数字，国内狂犬暴露 III 级占比大概在 40%左右（实际可能比这个数字更大），按照每年的狂犬接种人群 1300-1800 万，预计 III 级暴露的人群在 600 万-700 万左右，每人根据体重来进行注射，具体用量是 200IU/10kg，200IU/支的价格在 160-180 元，自主创新类生物制品的净利润率在 30-50%，按照平均每人使用剂量 5-6 支狂免（200IU），我们预计整体的市场需求应该在 3000-4000 万支左右，19 年批签发 1200 万支左右，整个市场呈现明显缺口。

狂犬免疫球蛋白在医院终端保持高速增长。根据样本医院数据，狂犬免疫球蛋白在样本医院近年保持高速增长，我们预计随着居民接种意识的不断提高、狂犬外科门诊在医院端的推行，国内医院终端对被动免疫制剂的需求将会持续，狂犬免疫球蛋白在临床上的使用将更加规范和普及。

图表 12：狂犬免疫球蛋白样本医院销售数据（万元）



资料来源：国盛证券研究所，wind

2.4 破伤风免疫球蛋白近年保持相对高位

破伤风人免疫球蛋白，主要用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风抗毒素(TAT)有过敏反应者。破伤风免疫球蛋白属于人工被动免疫，注射后即刻产生免疫效果，相比马破伤风免疫球蛋白具有明显优势，在破损伤口较深的情况下建议使用。

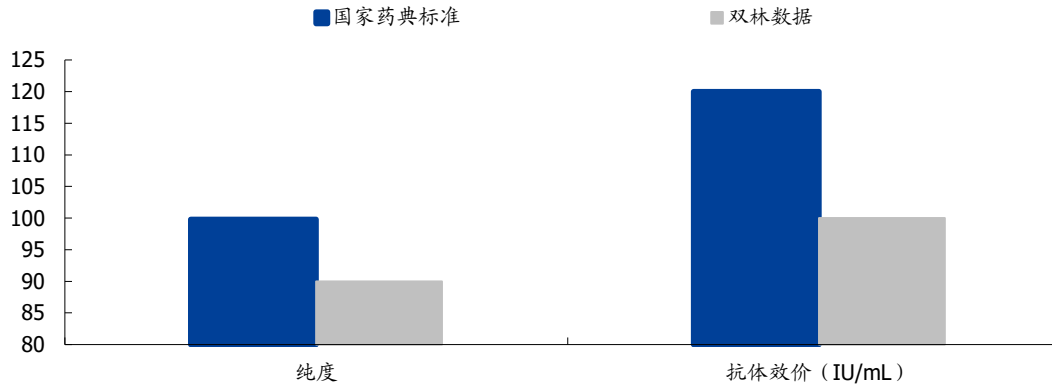
图表 13：三种破伤风免疫药物对比

	破伤风人免疫球蛋白	马破伤风免疫球蛋白	马血清破伤风抗毒素
来源	特异性人免疫血浆	特异性马免疫血浆	特异性马免疫血浆
效价	高	中等	低
半衰期	21-28 天	5-7 天	5-7 天
皮试	无需皮试	需皮试	需皮试，皮试阳性率 52.5%，且皮试阴性者也有一定的过敏率
过敏反应发生率	无或罕见	2.5-5%	5-30%
使用	简便	较复杂	较复杂

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

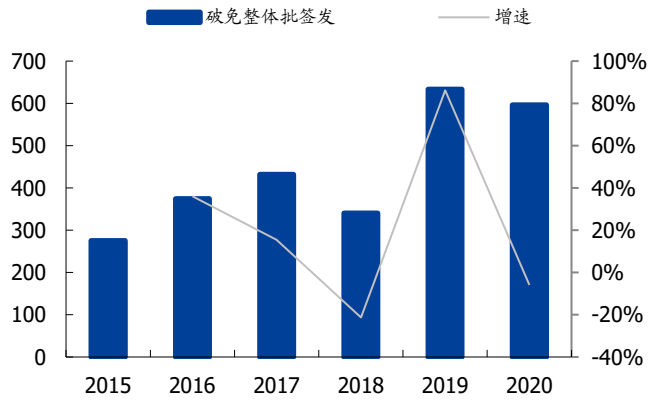
公司破免深耕市场多年，效价和纯度方面远高于国家标准。公司，坚持立足于患者， 从治疗疾病的角度出发， 致力于为临床提供更多更好的安全有效药品。双林 HTIG 在全国多个省份市场占有率名列前茅。公司近两年批签发保持相对高位，未来随着公司采浆规模的扩大，有望凭借在特免产品的品牌和技术优势持续扩大市场份额。

图表 14：公司破免纯度（%）及效价情况（IU/mL）



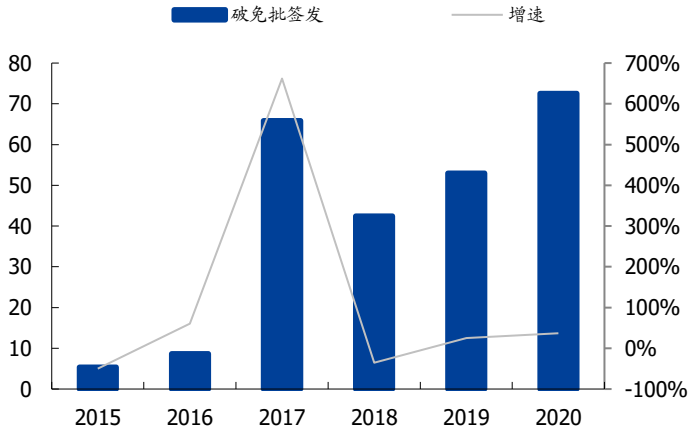
资料来源：国盛证券研究所，公司公告

图表 15：破伤风疫球蛋白近年批签发情况（折合 250IU，万支）



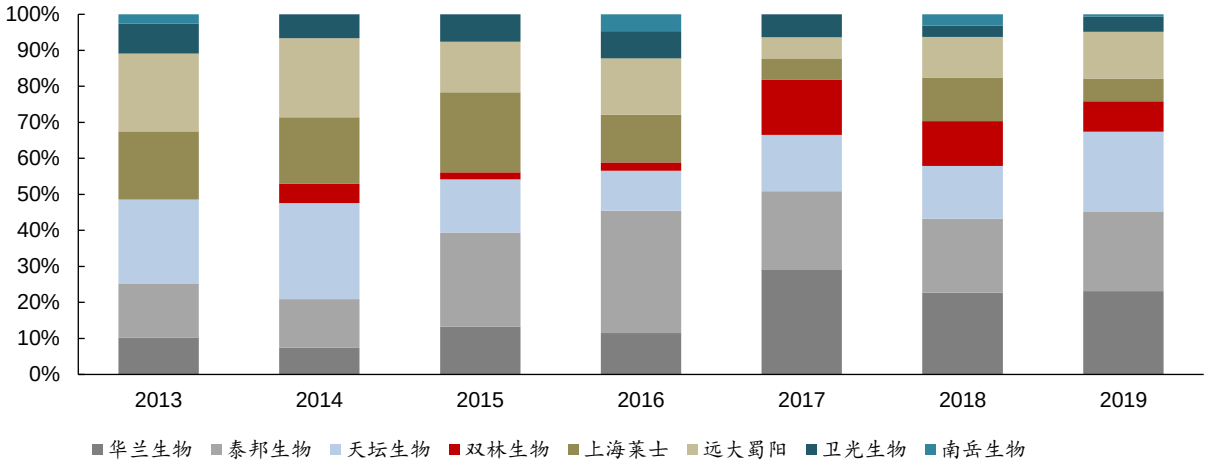
资料来源：国盛证券研究所，中检院

图表 16：公司破伤风疫球蛋白近年批签发情况（折合 250IU，支）



资料来源：国盛证券研究所，中检院

图表 17：破伤风免疫球蛋白近年市场份额占比情况



资料来源：国盛证券研究所，中检院

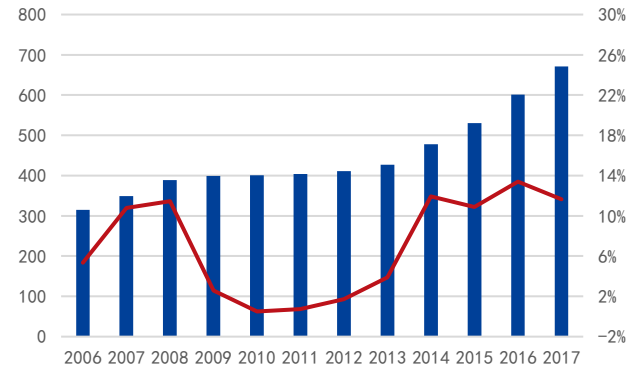
破伤风免疫球蛋白进入国家基药目录。破伤风免疫球蛋白已进入 18 版国家基药目录，表明破伤风免疫球蛋白预防和治疗破伤风越来越受到临床的认可，同时相比多年使用的破伤风抗毒素来说，本次纳入破伤风人免疫球蛋白进入目录，是对治疗破伤风用药的一个很好补充。

3.血制品行业国内采浆与发达国家差距大，浆站成为国内优势资源

3.1 中国血液制品现状：供需缺口，与发达国家差距大

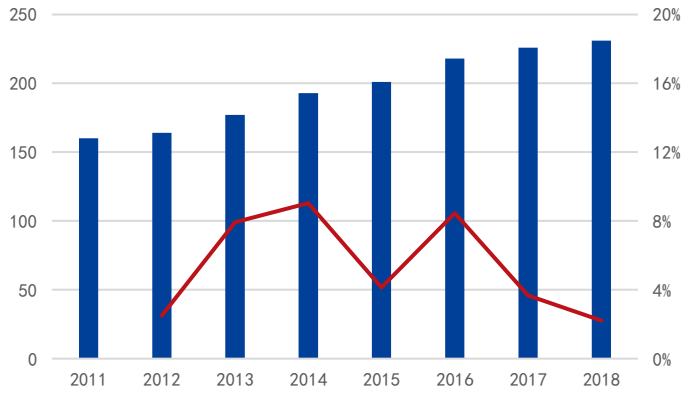
国内和美国采浆能力存在明显差距。美国作为全球采浆大国，浆站资源丰富，采浆能力突出。对比美国，根据 PPTA 数据，2017 年美国采浆量超过 35000 吨，而中国的采浆量在 8000 吨左右，近两年的增速保持在 10%左右；美国的浆站数量接近 700 个，单个浆站的平均采浆量在 60 吨左右，而中国 2018 年只有 231 个，单个浆站的平均采浆量仅为 36 吨，国内和美国采浆能力存在明显差距。中国在巨大的人口红利下，市场潜力未来有望不断释放。

图表 18：美国近年浆站数量统计（个）



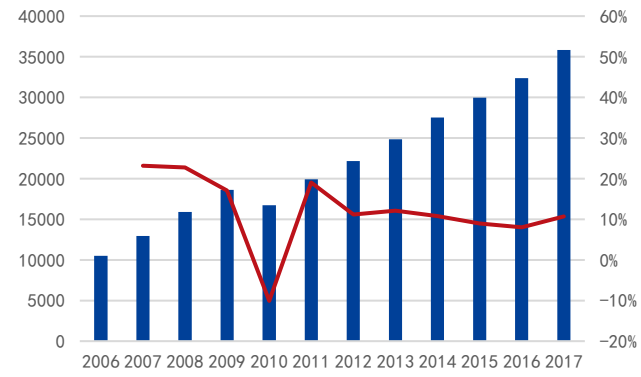
资料来源：国盛证券研究所，PPTA

图表 19：中国近年浆站数量统计（个）



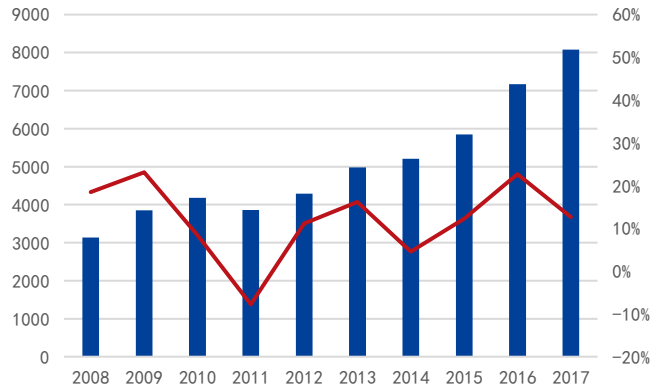
资料来源：国盛证券研究所，PPTA

图表 20：美国近年采浆情况统计（吨）



资料来源：国盛证券研究所，PPTA

图表 21：中国近年采浆情况统计（吨）



资料来源：国盛证券研究所，PPTA

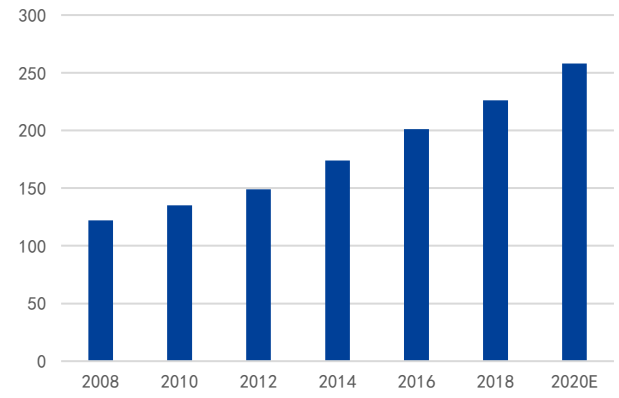
我国的部分规定也在一定程度上限制了采浆规模的提升：

- **我国献浆周期的规定，也对比美国较为严格。**我国规定浆员献浆的时间间隔不得少于 14 天，而美国间隔时间为 48 小时（一周内可献两次）；国内单次献浆的量为 580mL（含抗凝剂），而美国单次献浆的中位数在 825mL 左右（含抗凝剂）。
- **血浆来源的不同。**美国在采浆上约有 90%的血浆来自单采血浆，10%来自无偿献血的分离出的回收血浆，而中国则全部来自单采血浆。
- **浆站数量和设立的不同。**美国的采浆机构包括美国红十字协会和血液中心等非盈利性的采血机构，同时也有批准的有偿的血浆采集中心。而国内为保证血浆供应安全，在单采血浆站设立上严格规定，这样的限制也进一步拉大了国内和国际的采浆规模差距。

3.2 全球大格局维度衍变趋势：血制品企业集中化，静丙需求强劲

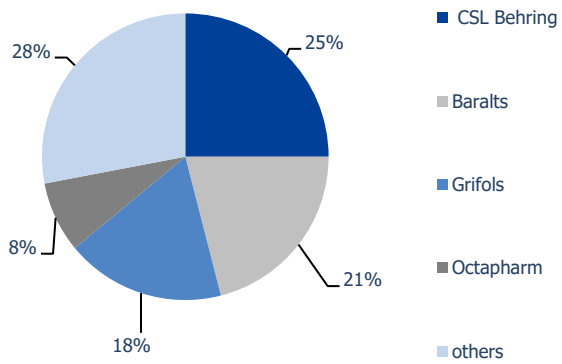
行业规模持续增长，全球范围血制品企业集中化发展。世界血浆蛋白治疗协会 PPTA 属下 MRB 机构的数据表明，全球血液制品行业最早有 102 家企业。随着世界范围内陆续发生血液制品安全事件后，各国政府加强了监管，加上企业的兼并重组，**目前国外仅剩下不到 20 家血液制品企业，而且 CSL Behring、Baxter、Grifols、Octapharma 等几家大型企业的产品就占了血液制品市场份额的 75%～85%**，今后的行业集中度将更为凸显，2020 年预计全年除重组类产品市场规模将超 250 亿美元。

图表 22：全球血液制品市场规模（除重组产品，亿美元）



资料来源：国盛证券研究所，MRB

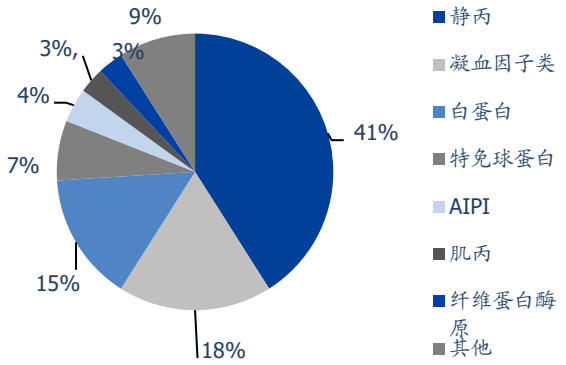
图表 23：2016 年全球血液制品市场格局



资料来源：国盛证券研究所，Grifols 官网

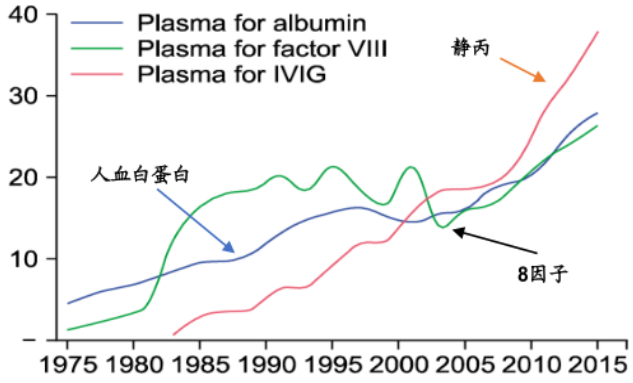
全球趋势看行业发展，静丙市场需求强劲。整个全球血液制品的发展趋势看，进入 2000 年后全球静丙需求量不断增长，行业的增长主要依赖静丙，根据 MRB 数据 2015 年全球血制品市场静丙占比达到 41%，凝血因子类产和白蛋白占比 18%和 15%。

图表 24：2015 年全球血制品市场占比（除重组产品）



资料来源：国盛证券研究所，MRB

图表 25：全球静丙市场需求强势（千吨）



资料来源：国盛证券研究所，MRB

图表 26：静丙国内外适应症汇总对比

	主要适应症	国内适应症汇总	欧美适应症汇总
神经肌肉系统疾病	慢性炎性脱髓鞘性多发性神经根神经病	×	√
	Lambert-Eaton 肌无力综合征	×	√
	重症肌无力	×	√
	灶性运动神经病	×	√
	格林巴利综合征	×	√
	僵人综合征	×	√
	拉斯姆森脑炎	×	√
	自体免疫性脑炎	×	√
	皮肌炎	×	√
	急性播散性脑脊髓炎	×	√
	儿童自体免疫性神经精神障碍与链球菌感染	×	√
血液系统疾病	新生儿溶血	×	√
	新生儿或胎母同种异体免疫血小板减少症	×	√
	免疫性血小板减少性紫癜	√	√
	输血后紫癜	√	√
	HIV 相关性血小板减少症	√	√
	获得性丙种球蛋白减少症	√	√
	常见变异型免疫缺陷病	×	√
	纯红细胞再生障碍	×	√
	获得性红细胞再生障碍	×	√
	新生儿血色素沉着症	√	√
	噬血细胞综合征	×	√
	伴原发性免疫缺陷的造血干细胞移植	√	√
	抗体缺乏相关的各种血液恶性肿瘤患者细菌感染复发的预防	√	√
	各种血液恶性肿瘤干细胞移植术后细菌感染复发的预防	×	√
	新生儿败血症	×	√
	川崎病	√	√
	瘢痕性类天疱疮	×	√

皮肤及其附件损害	获得性大疱表皮松解症	×	√
	中毒性表皮坏死松解症	×	√
免疫性疾病	原发性免疫缺陷伴抗体缺乏	√	√
	继发性免疫球蛋白缺乏症	×	√
	免疫缺陷性胸腺瘤	×	√
	特异性抗体不足	×	√
	抗中性粒细胞胞质抗体相关性血管炎	×	√
	自体免疫先天心脏传导阻滞或新生儿狼疮	×	√
其他	严重或复发性难辨梭菌结肠炎	×	√
	实体器官移植	×	√
	链球菌或葡萄球菌中毒休克综合征	×	√
	重症肺炎	√	×
	原发和继发抗磷脂综合征	√	×

资料来源：国盛证券研究所，《静注人免疫球蛋白临床指南的比较研究》，《成人患者应用静注人免疫球蛋白的情况及合理性分析》，《儿童患者应用静注人免疫球蛋白的情况及合理性评价》

国内相比适应症较窄，未来潜力有望得到挖掘。静注人免疫球蛋白是从健康人血浆中分离制备而成的生物制剂，主要成分为 IgG，它具有免疫替代、免疫调节、抗感染和抗炎等治疗作用，最初仅用于治疗原发性和继发性免疫球蛋白缺陷及自身免疫性疾病，现已逐渐扩展到神经病学、血液和血液肿瘤学以及皮肤病学等多个领域的疾病治疗。国内静丙的适用范围相对较窄，和国外的适应症使用情况差距较大，超适应症范围用药较为普遍。**未来随着国内适应症的拓展，尤其是此次疫情发生后静丙在临床中的大量使用，有望实现医生认可度和适应症拓展的双升，未来国内的潜力有望进一步挖掘。**

3.3 国内血液制品集中度不断提升，浆站和采浆能力成为企业优势

单采血浆站难度增加，行业竞争优势将向龙头企业倾斜。我国在血液制品行业准入、原料血浆采集管理、生产经营等方面制定了一系列监管和限制措施，具有很高的政策壁垒，严格新增单采血浆站设置审批，向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜。因此，新设单采血浆站难度明显增加。

图表 27：国内单采血浆站的相关规定

序号	相关规定	主要内容
1	《血液制品管理条例》（1996 年，国务院令第 208 号）	健康人血浆的采集须通过单采血浆站进行，而单采血浆站需取得由省级政府卫生行政部门核发的《单采血浆许可证》才能进行采浆活动，且在一个采血区域内只能设置一个单采血浆站。
2	《单采血浆站管理办法》（2008，卫生部第 58 号）	单采血浆站根据有挂标准和要求严格设立，单采血浆站由血液制品企业设立，具有独立法人资格。供血浆者为划定区域内具有当地户籍的 18-55 岁健康公民
3	2012 年，卫生部《关于单采血浆站管理有关事项的通知》（卫医政发〔2012〕	要求血液制品生产企业申请设置新的单采血浆站，其注册的血液制品应当不少于 6 个品种（承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于 5 个品种），且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子类制品。
4	2016 年，卫计委发布《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	严格新增单采血浆站设置审批，向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜。

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

国内血制品龙头已呈现集中化发展。血液制品主要原材料来源于健康人血浆，原料血浆供应量和单采血浆站规模很大程度上决定了血液制品企业的规模，并购整合是该行业发展的关键路径。通过并购整合，一方面，企业能够获得充沛的血浆供应，确保生产经营的稳定性；另一方面，也能够快速摊薄固定成本，形成规模效应，并筹集更为雄厚的资金投入新产品、新工艺的研发和应用。根据血制品协会相关数据，2019 年预计国内采浆量达到 9200 吨左右，按照我们统计的上市公司采浆情况，七家上市公司采浆占比已接近国内总量的 70%。

图表 28：血制品上市公司 19 年采浆情况统计

	在营浆站（个）	19 年预计采浆量（吨）
天坛生物	52	1706
华兰生物	25	1100
上海莱士	41	1230
双林生物	11	410
博雅生物	12	372
卫光生物	8	380
泰邦生物	17	1000
	合计	6198

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

3.4 血制品受新冠疫情影响催生临床需求，血制品存潜在提价预期

3.4.1 疫情需求催生血制品需求

血制品在此次疫情中需求大幅增加。新冠疫情发生后，虽然卫健委官方诊疗方案中并未对血制品的使用明确规定（重症护理中，提及循环支持和液体复苏，白蛋白可维持胶体渗透压），但北京协和的诊疗建议方案中指出重症患者酌情早期使用静丙（0.25g/kg/d，疗程 3-5 天），实际使用过程中，静丙可增加抗感染能力（病人和医生都可使用），白蛋白可维持胶体渗透压，两个产品都在实际疫情中得到大量使用。短期内血制品企业的供应大大增加。

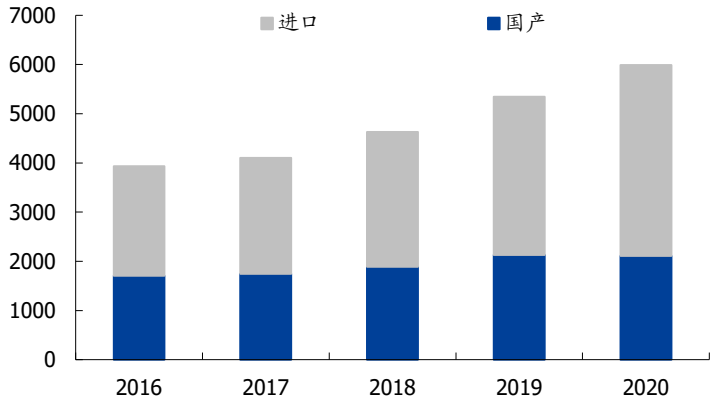
疫情下静丙和白蛋白库存得到大幅消耗。此次疫情催生短期静丙和白蛋白的快速消耗，渠道和企业库存有望进一步下降，同时由于采浆的停滞，但血制品整体的需求不断释放，未来采浆恢复后，将逐渐进入到补库存和市场需求释放的综合作用过程中，行业的增长将会有所提速。

疫情中静丙发挥重要作用，学术推广进一步得到加强。静丙是是人体受抗原（比如病毒）刺激后产生的一种蛋白质，可以帮助患者从低或者无免疫状态很快达到暂时免疫保护状态，因此免疫球蛋白制品对预防细菌、病毒性感染有一定的作用。此次疫情的影响，静丙的学术推广进一步得到加强，为未来的市场推广做了更好铺垫。

3.4.2 国产白蛋白批签发占比下降，海外疫情持续，未来血制品存潜在提价预期

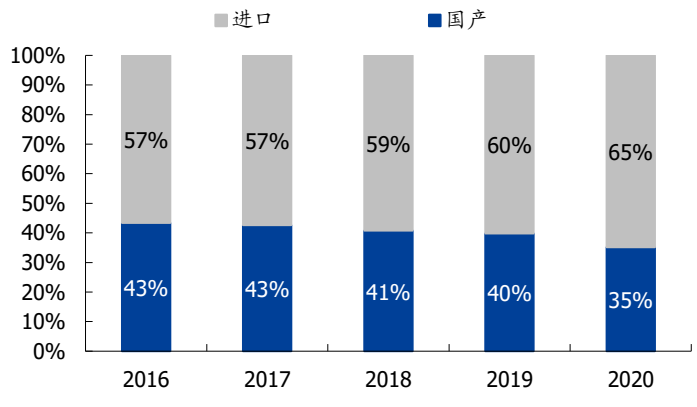
新冠疫情发生后对整体采浆有所影响。疫情发生后，血制品企业的采浆处于停滞状态，不同企业停工时间在 1-2 月左右，虽然各血制品企业已完成复工，但由于停工加上检疫期的影响，整体上看预计对 20 年采浆端有一定影响，后续可能因为供需关系变化引起价格上涨。从 20 年白蛋白整体批签发可以看出，虽然整体保持 15%左右增长，但是基本都为进口白蛋白拉动，国产整体批签发下降 1%左右。

图表 29：进口和国产白蛋白批签发情况（万瓶）



资料来源：国盛证券研究所，中检院

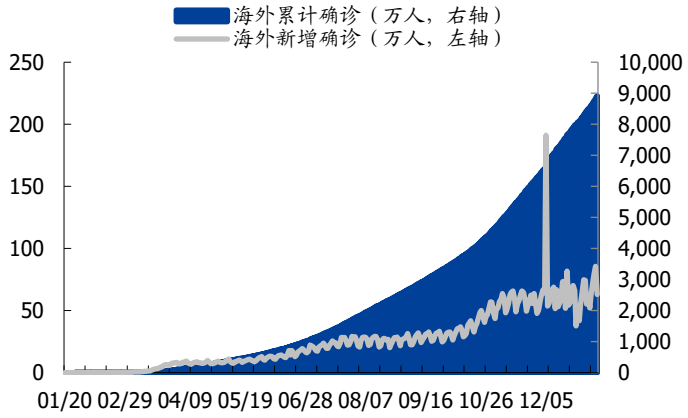
图表 30：进口和国产占比变化



资料来源：国盛证券研究所，中检院

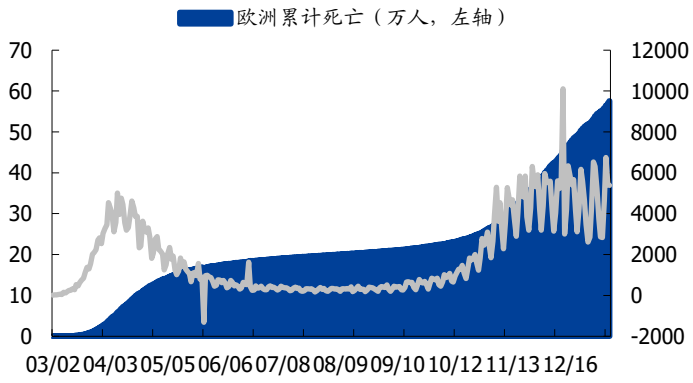
叠加海外疫情持续蔓延，供需关系有望发生变化，血制品价格存潜在涨价预期。20 年初疫情的爆发对于静丙和白蛋白短期产生快速消耗，渠道和企业库存进一步减少，但同时采浆延缓的影响，20 年整体采浆量预计有所下降，血制品的稀缺性将增加，同时叠加海外疫情的持续蔓延，未来如果进口白蛋白的供应受阻，将进一步加剧目前血制品的稀缺性，有望催生血制品价格的上涨，血制品企业的积极性也将调动，同时因为血制品在学术推广得到加强，行业有望进入量价齐升的正轨当中。

图表 31：海外新冠确诊人数变化曲线



资料来源：国盛证券研究所，wind

图表 32：欧洲新冠死亡人数变化曲线



资料来源：国盛证券研究所，wind

4.公司推出股权激励计划，彰显未来发展信心

公司推出激励计划彰显未来发展信心。20 年 4 月，公司公告拟向激励对象授予的限制性股票与股票期权的数量总计 410 万份，约占双林生物已发行股本总额 27257.7599 万股的 1.50%，首次授予的激励对象总人数 41 人，激励对象涉及公司董事、高级管理人员以及核心业务骨干。

本激励计划包括限制性股票激励计划和股票期权激励计划两部分，拟向激励对象分别授予 205 万股限制性股和期权（分别预留 23.5 万份限制性股票和期权），其中限制性股票首次授予的价格为 19.61 元/股（公司高送转后价格为 10.86 元/股），授予的股票期权的首次行权价格为 39.22 元/份（公司高送转后价格为 21.79 元/股）。限制性股票未来三年

将设定业绩目标，分别解锁 30%、30%以及 40%。**公司公告本激励计划有效期内，若公司发生重大并购、重组等行为，则因重大并购重组标的产生的归属于母公司所有者的净利润增加值不列入公司当年及以后年度的归属于母公司所有者的净利润考核计算范围。根据解锁条件设定情况，以触发值计算 20-22 年，公司业绩同比增长 1%、85%以及 33%。而以目标值计算，公司业绩同比增长为 25%、85%以及 35%。公司 20 年 6 月 12 日本次激励计划已授予完成。本次激励计划授予的相关费用 20-23 年分别为 2351 万元、2417 万元、1003 万元以及 245 万元，相关费用对公司自身净利润会产生一定影响，尤其是 20-21 年，公司实际业绩增速更高。**

图表 33：本次限制性股票和期权的解锁条件

业绩考核要求		
考核年度	触发值（A）（单位：亿元）	目标值（B）（单位：亿元）
2020	1.62	2
2021	3	3.7
2022	4	5
公司当年实际完成净利润（X）		
各考核年度对应公司层面可行权比例（M）		
当 X		*M=0%*
当 A≤X		*M=（X÷B）×100%*
当 X≥B 时		*M=100%*

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

5.收购派斯菲科，公司未来成长可期

5.1 发行股份收购血制品标的派斯菲科

发行股份收购血制品标的派斯菲科。公司公告，拟通过发行股份的方式购买同智成科技、兰香生物、源丰投资、浙岩投资、杨峰、杨莉、张景瑞合计持有的派斯菲科 87.39%的股权；同时，上市公司通过发行股份方式购买除浙景投资外其他合伙人持有的七度投资 99.9997%的合伙企业财产份额。七度投资系专为投资派斯菲科而设立的有限合伙企业，其主要资产为持有的派斯菲科 12.61%的股权。上市公司通过子公司上海双林以现金方式受让浙景投资持有的七度投资 0.0003%的财产份额。本次交易完成后，上市公司将直接并通过七度投资间接持有派斯菲科 100%股权，根据相关协议发行股份部分对价为 334718.05 万元。发行价格最终确定为 17.47 元/股，对应发行股数 1.92 亿股。

同时公司募集配套资金。上市公司拟向采用询价发行的方式，向不超过 35 名符合条件的特定投资者非公开发行股份。本次拟募集配套资金的总额不超过 160000 万元，不超过发行股份购买资产交易价格的 100%，且发行股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 30%。本次募集配套资金在扣除发行费用并支付相关中介机构费用后用于单采血浆站新建及迁建项目、新产品研发项目、信息化建设项目及补充上市公司及标的公司流动资金、偿还债务。

国内血制品企业已进入转型阶段，未来将通过并购整合不断壮大，集中化趋势更加明显。公司有望依托多年的血液制品行业积累的优势，在做大做强自身业务的基础上，积极参与血液制品行业整合，通过并购具有一定客户基础、业务渠道、技术优势和竞争实力、并且符合自身长期发展战略的相关公司，提升公司原料血浆供应量和单采血浆站规模，做大做强公司业务规模，提升核心竞争力。

5.2 派斯菲科有望显著提升公司未来成长性

派斯菲科 19 年采浆已超 240 吨，具备采浆规模优势。派斯菲科是一家主要从事血液制品研发、生产和销售的高新技术企业。派斯菲科主营业务为血浆采集、血液制品生产、销售以及生物工程技术的新型药物和生物疫苗的研发和制造。派斯菲科产业链覆盖血浆采集、血液制品新品研发、生产和销售各产业环节。根据收购预案，派斯菲科 2019 年采浆量约 240 吨，具备采浆量规模优势。

图表 34：派斯菲科浆站情况

序号	公司名称	单采血浆许可证编号	采浆范围
1	宾县公司	黑卫浆站证字第 02 号	方正县、木兰县、巴彦县、延寿县、通河县、尚志市、宾县、伊兰县、哈尔滨市
2	兰西公司	黑卫浆站证字第 11 号	兰西县、肇东市
3	明水公司	黑卫浆站证字第 05 号	明水县、安达市、青冈县、拜泉县、伊安县
4	望奎公司	黑卫浆站证字第 10 号	望奎县、绥化市、庆安县
5	伊春公司	黑卫浆站证字第 08 号	伊春市下辖所有地区
6	肇州公司	黑卫浆站证字第 09 号	大庆市下辖所有地区
7	鸡西公司	黑卫浆站证字第 03 号	鸡西市、密山市、虎林市
8	海伦公司	黑卫浆站证字第 006 号	绥棱县、海伦市
9	五常公司	黑卫浆站证字第 01 号	五常市、哈尔滨市双城区
10	内江公司	川卫采浆字（2018）01 号	内江市东兴区

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

浆站资源和采浆规模是现阶段决定血液制品企业核心竞争力的关键要素。本次交易前，广东双林拥有 13 家单采血浆站；派斯菲科拥有 10 家单血采浆站，此外，黑龙江省卫生部门已向派斯菲科签发《关于单采血浆站设置备选地点的通知》，允许派斯菲科在 11 个县及县级市中设置单采血浆站。依据该通知，**目前公司已在望奎县、海伦市设置了单采血浆站，未来年度还可在除望奎县、海伦市的其他 9 个地方设置单采血浆站，未来采浆量规模仍有广阔的增长空间。**本次交易完成后，派斯菲科将成为上市公司的全资子公司，上市公司将拥有 23 家单血采浆站，采浆规模大幅提升，规模效应进一步凸显；同时考虑到两家公司均在积极拓展新的浆站浆源，**中长期 3 年左右维度看，上市公司浆站数量有望突破 30 个，采浆量有望突破 1500 吨，进而全面提升公司行业地位及盈利能力。**同时，随着经营规模的提升，上市公司将具备更充沛的资金实力投入产品研发、工艺提升和产品推广，进入经营发展的良性循环，快速迈进行业前列。

业绩承诺将进一步提高成长确定性。此次收购方承诺派斯菲科 2020 年、2021 年、2022 年和 2023 年分别不得低于人民币 7500 万元、12000 万元、18000 和 22000 万元，也将显著提升上市公司盈利能力。

5.3 收购派斯菲科补充产品管线，协同效应逐渐显现

收购派斯菲科将补充上市公司产品管线，未来协同效应将逐渐显现。目前派斯菲科主流产品均具备自主知识产权，是国内血液制品行业拥有自有知识产权较多的高新技术企业之一。派斯菲科拥有国内领先的研发实力，研发储备项目丰富，正在研制的新血液制品品种包括人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、a1-抗胰蛋白酶、高纯净注人免疫球蛋白（PH4）、巨细胞免疫球蛋白、合胞病毒免疫球蛋白、手足口病毒免疫球蛋白等。

具体品种看：人凝血酶原复合物已完成临床试验，目前正进行申报生产文号；人凝血因子 VIII 已完成临床前试验工作，目前正进行临床批件的申报工作；a1-抗胰蛋白酶、高纯净注人免疫球蛋白（PH4）、巨细胞免疫球蛋白合胞病毒免疫球蛋白、手足口病毒免疫球蛋白正在开展临床前试验研究工作。**未来收购后，双方将在产品上产生协同效应，利用双方技术优势共同加快新产品的研发进度，同时凭借采浆规模优势，盈利能力也将不断提高。**

图表 35：公司和派斯菲科已上市产品及管线品种布局情况

	产品名称	双林生物	派斯菲科
白蛋白类	白蛋白	√	√
免疫球蛋白类	静注人免疫球蛋白（pH4）	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白（pH4）		√
	人免疫球蛋白	√	√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√
	破伤风人免疫球蛋白	√	√
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√
	高纯净注人免疫球蛋白（PH4）	临床前研究	临床前研究
	巨细胞免疫球蛋白合胞病毒免疫球蛋白		临床前研究
	手足口病毒免疫球蛋白		临床前研究
凝血因子类	人凝血因子 VIII	√	申报临床
	人凝血酶原复合物	临床试验	申报生产
	人纤维蛋白原	临床试验完成	√
	冻干人凝血酶		
	人纤维蛋白粘合剂	临床试验	
	人凝血因子 IX	临床前研究	
	a1-抗胰蛋白酶		临床前研究

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

6.同新疆德源合作扩充浆源优势

同新疆德源签署合作协议，将进一步扩充上市公司采浆能力。6 月 24 日公司公告，与新疆德源生物工程有限公司签署供浆合作协议，约定新疆德源将其下属部分浆站临时设置给广东双林。合作请示已经获得新疆卫生健康委员会的批复，新疆德源下属泽普县单采血浆站、疏勒县单采血浆站、新和县单采血浆站、策勒县单采血浆站、昆玉市单采血浆站五个浆站已临时设置给广东双林。根据国务院《血液制品管理条例》第十三条规定，

“单采血浆站只能向一个与其签订质量责任书的血液制品生产单位供应原料血浆，严禁向其他任何单位供应原料血浆”，未来五个浆站即不能向除广东双林以外的其他单位供浆，同新疆德源的合作将进一步扩充上市公司的采浆能力。

按照双方签订的协议，双方在五个合作年度内，新疆德源将向双林生物供应不低于 180 吨/年，且每半个合作年度不低于 90 吨。五个合作年度合计供应的合格血浆浆量不得低于 900 吨。对于血浆采购款，采取普通原料血浆（85 万元/吨+管理费 25 万元/吨）的方式。

7.盈利预测与业绩拆分

假设条件：

1. 白蛋白、静丙、狂免、破免等产品出厂价保持稳定。
2. 运营效率提高，管理费用呈下降趋势。
3. 公司规模效应显现，产品成本降低。
4. 公司 20-22 年采浆量预计为 450-460 吨，480-500 吨以及 520-540 吨。

若不考虑收购派斯菲科带来的业绩增厚，预计公司 20-22 年归母净利润分别为 2.12/3.69/5.24 亿元，同比增长 32%、75%以及 42%，EPS 分别为 0.43 元、0.75 元以及 1.06 元，对应 PE 分别为 97X、56X 以及 39X。假设考虑收购派斯菲科带来的业绩增厚和协同效应，预计公司 21-22 年归母净利润分别为 5.24/7.36 亿元，以 1 月 18 日收盘价计算发行股本收购和假设募集配套资金 16 亿元，对应 PE 分别为 57X 以及 41X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 36：公司业绩拆分情况

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
血制品收入（百万元）	847	908	1019	1426	1868
增速		*7%*	*12%*	*40%*	*31%*
其他收入（百万元）	12	8	7	8	10
合计收入（百万元）	860	916	1026	1434	1878
增速		*6%*	*12%*	*40%*	*31%*
毛利率	*52.65%*	*51.94%*	*50.75%*	*52.95%*	*54.96%*

资料来源：国盛证券研究所，wind

图表 37：可比公司估值情况（1 月 18 日收盘价计算）

代码	公司	股价	市值	预计 21 年净利润(亿元)	2021PE	21 年预计业绩增速
600161.SH	天坛生物	40.67	510.18	8.02	64	20%
002007.SZ	华兰生物	50.80	926.78	19.19	48	19%
300294.SZ	博雅生物	33.57	145.47	5.33	27	21%
002880.SZ	卫光生物	48.21	78.10	2.52	31	25%
000403.SZ	双林生物	41.65	205.10	3.69	56	75%

资料来源：国盛证券研究所，wind（双林生物外其他公司预测根据 wind 一致预期）

中期看公司市值：目前广东双林拥有 13 家单采血浆站，在采 11 个，拟收购的派斯菲科拥有 10 家单血采浆站，收购完成后，双方单采血浆站将达到 23 个，另外派斯菲科按照黑龙江省的批复还可在 11 个县及县级市中设置单采血浆站。2020 年预计广东双林采浆量将达到 450-460 吨左右，2021 年广东双林采浆量有望达到 480-500 吨左右，派斯菲科采浆量 19 年采浆量 240 吨左右，预计 21 年达到 280-300 吨左右，两家合计有望超 760 吨，随着新疆德源的合作落地也将进一步提升采浆量，按照德源每年的最低供浆量计算，21 年双林生物已达到接近 1000 吨左右采浆能力，浆站拓展顺利情况下，**21 年有望超 1000 吨。未来广东双林和派斯菲科也将不断拓展新浆站的开发，浆站数量未来有望突破 30 个，我们认为公司 21-22 年左右采浆量将超 1000 吨，24-25 年采浆量有望达到 1500 吨，跻身国内一线血制品企业。公司由于浆站资源规模化的优势叠加新产品的推出，未来成长具有较强的确定性。我们认为公司当前浆站的布局成长确定性较高，参考板块中上海莱士和天坛生物的吨浆规模水平，我们公司潜在合理市值在 500 亿-600 亿左右。**

公司吨浆市值处于板块较低水平：当前从吨浆市值看，若考虑派斯菲科以及新疆德源合作目前公司 21 年采浆潜力在接近 1000 吨左右，24-25 年有望达到 1500 吨。综合考虑公司非开发行后的市值测算为 300 亿（按照 1 月 18 日股价测算），以血制品板块各企业 19 年采浆量计算，公司吨浆市值大概在 0.73 左右，但由于公司近几年管理和盈利能力的快速恢复，同时叠加外延收购派斯菲科以及同新疆德源合作，公司采浆量得到明显提升，而其他血制品企业采浆量增长较为平稳，按照公司 21 年采浆潜力 1000 吨计算，实际吨浆市值在 0.3 亿元左右。

图表 38：19 年 A 股血制品上市公司相关数据统计（市值截至 21 年 1 月 18 日测算）

	在营浆站数量	19 年采浆量（吨）	血制品收入(亿元)	血制品毛利率	吨浆收入（万元）	吨浆市值（亿元）	市值（亿元）
天坛生物	52	1706	32.74	49.76%	191.90	0.30	510
华兰生物	25	1100	26.44	57.14%	240.35	0.84	927
上海莱士	41	1230	25.85	64.15%	210.14	0.40	489
双林生物	11	410	9.08	51.94%	221.46	0.73	300 (根据收购方案测算市值)
博雅生物	12	372	9.88	70.05%	265.56	0.39	145
卫光生物	8	380	8.12	37.85%	213.58	0.21	78

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

风险提示

协同发展风险：公司收购派斯菲科将显著提升公司浆量以及未来盈利能力，目前收购已获得证监会批文，未来协同发展情况具有一定风险。

血制品价格波动风险：血制品企业盈利能力与血制品的量价波动有非常大的关系，如果未来产品价格下降可能会影响企业盈利能力。

新产品研发速度低于预期的风险：新产品研发速度低于预期，吨浆盈利可能受到影响

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼
邮编：100033
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com