



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	26.50
总股本/流通股本(亿股)	7.33 / 6.36
总市值/流通市值(亿元)	194 / 169
52周内最高/最低价	27.29 / 17.51
资产负债率(%)	14.0%
市盈率	32.98
第一大股东	共青城胜帮英豪投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com

派林生物(000403)

陕西国资入主有望助力公司快速发展，业绩拐点凸显

● 股东优化+经营改善，公司有望进入第一梯队，首次覆盖，给予“买入”评级

派林生物是一家集血制品研发、生产和销售为一体的高新技术企业，公司拥有包括白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子等产品。公司实控人变更为陕西省国资委，有望带来新增浆站资源；以及有望通过公司内部治理，降低各项费用率，提升净利率水平。公司高附加值新产品持续推出，有望带来毛利率的提升，单吨浆利润水平持续提升。展望2023年，公司采浆量有望突破1100吨，并预计在下半年迎来业绩拐点。我们预计2023-2025年归母净利润分别为6.0/7.7/9.4亿元，对应EPS分别为0.82/1.05/1.28元，当前股价对应PE分别为32.52/25.40/20.88倍，考虑到公司未来浆站资源、采浆量有较大提升空间，新产品有望逐步落地，公司有望跻身国内血制品行业第一梯队，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 行业：集采不影响出厂价，头部企业受益，国资入主促行业集中度加速提升

血制品行业凭借高准入壁垒、浆站资源稀缺、供不应求等因素，带动终端产品价格提升，行业景气度高。当前行业的积极变化有以下三点，第一、“十四五”规划中新设浆站的增加推动采浆量的提升，血制品行业供给结构有望进一步改善；第二、集采政策不影响出厂价，头部血制品企业整体受益；第三、行业整合速度加快，拥有国资背景的企业在整合中更有优势。未来行业头部企业在新增浆站、产品种类、吨浆利润提升等方面具有较大提升空间。

● 陕西国资控股，有望通过赋能和公司内部治理，促进公司进一步快速发展

由于历史原因，派林生物在各项费用率、毛利率、净利率等方面与行业平均有一定差距，如2023Q1-3公司销售费用率为14.7%，而行业平均为11.9%。随着陕西省国资委100%控股的陕煤集团入主，有望通过赋能和公司内部治理，提升公司经营管理效率，各项指标预计向好。此外，目前，陕西省内仅有4座采浆站，待挖掘浆站资源丰富，以及陕煤集团在湖南、湖北、江西、四川、重庆等长江沿线地区有煤炭保供等战略合作关系，陕煤集团有望为公司带来众多浆站资源。预计实控人变更为陕西省国资委后，公司有望迎来新一轮快速发展期。

● 风险提示：

采浆量不及预期风险；产品销售不及预期风险；新品上市不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2405	2453	2949	3391
增长率(%)	21.98	2.00	20.20	15.00
EBITDA(百万元)	730.52	800.83	974.95	1139.53
归属母公司净利润(百万元)	587.13	601.60	770.17	937.03
增长率(%)	50.14	2.46	28.02	21.67
EPS(元/股)	0.80	0.82	1.05	1.28
市盈率(P/E)	33.32	32.52	25.40	20.88
市净率(P/B)	2.85	2.64	2.39	2.14
EV/EBITDA	21.96	23.12	18.28	14.89

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（注：市值计算日期为2023年11月23日）

目录

1 实力雄厚的血制品企业快速崛起，有望进入行业第一梯队.....	5
1.1 陕煤集团入主，公司有望迎来新一轮高速发展期	5
1.2 公司采浆站和产品种类众多，发展潜力较大	6
1.3 财务分析：运营情况良好，费用支出有较大优化空间.....	8
2 血制品行业景气度高，对比欧美仍有较大成长空间.....	9
2.1 行业准入壁垒高，血制品供不应求致行业景气度高.....	9
2.2 “十四五”规划血制品相关政策支持单采浆站数量扩容.....	10
2.3 血制品集采降价温和，不影响出厂价，公司市占率有望提高.....	12
2.4 海外血制品巨头企业成长史亦是一部并购史，国内国资控股趋势明显.....	13
3 陕西国资赋能叠加自身优势，公司有望迎来业绩拐点.....	14
3.1 陕西国资控股符合行业发展趋势，有望多层次赋能派林生物.....	14
3.2 2023H1 公司采浆量快速提升，业绩拐点显现.....	18
3.3 在研产品和出海业务有望促进公司进一步发展	19
4 盈利预测与投资建议.....	21
5 风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 公司进入陕西国资控股发展新阶段	5
图表 2: 股权结构清晰, 陕西省国资委成实际控制人	6
图表 3: 公司单采血浆站数量众多, 主要分布在黑龙江、广东、山西、广西、新疆和四川六省	6
图表 4: 公司主营产品种类及对应的适应症丰富	7
图表 5: 公司营业收入近年整体保持高速增长	8
图表 6: 公司扣非后归母净利润水平增速较快	8
图表 7: 公司各项费用支出仍有优化空间	8
图表 8: 公司血制品毛利率保持较为稳定	8
图表 9: 公司销售净利率近年稳步增长	9
图表 10: 中国与美国血浆供给差距较大	9
图表 11: 国内人血白蛋白零售价格稳定增长 (单位: 元)	10
图表 12: 国内血制品出厂价格明显增长 (单位: 元)	10
图表 13: 地方政府“十四五”规划浆站相关政策支持浆站数量扩容	10
图表 14: 国内浆站数量稳定增长	12
图表 15: 国内采浆量规模持续扩大	12
图表 16: 2022 年公司单采血浆量为 850 吨	12
图表 17: 公司 2023H1 采浆量为 550 吨, 增幅较大	12
图表 18: 广东 11 省联盟集采血制品, 降价温和并不影响出厂价	13
图表 19: 公司产品种类 11 种, 位居血制品行业前列	13
图表 20: 国外血制品巨头企业 Grifols 和 CSL 发展融合较多并购案例	14
图表 21: 央企或者地方国资主导的收购趋势明显	14
图表 22: 国外化工巨头拜耳和巴斯夫通过布局生物医药产业快速转型	15
图表 23: 陕煤集团战略性布局生物医药产业	15
图表 24: 2022 年国内外企业浆站数量, 派林生物为 38 个	16
图表 25: 2023Q1-3 管理费用率较高, 陕煤集团入主有望降费	17
图表 26: 2022 年国内外企业单站采浆量, 派林生物为 22.4 吨	17
图表 27: 派林生物销售费用率下调空间较大	17
图表 28: 与国内同行对比, 派林生物各项费用率、毛利率、净利率等提升空间较大	17
图表 29: 血制品采集到销售周期至少需要 6 个月时间	19
图表 30: 血液制品利润呈现金字塔分布	19
图表 31: 国内外血制品市场构成对比, 国内高值产品较少	20
图表 32: 国内和美国血制品人均使用量差异较大	20
图表 33: 在研产品种类丰富, 未来公司有望持续推出新品上市	20
图表 34: 出海业务有望成为新的公司业绩增长亮点	21
图表 35: 公司估值远低于行业平均	22

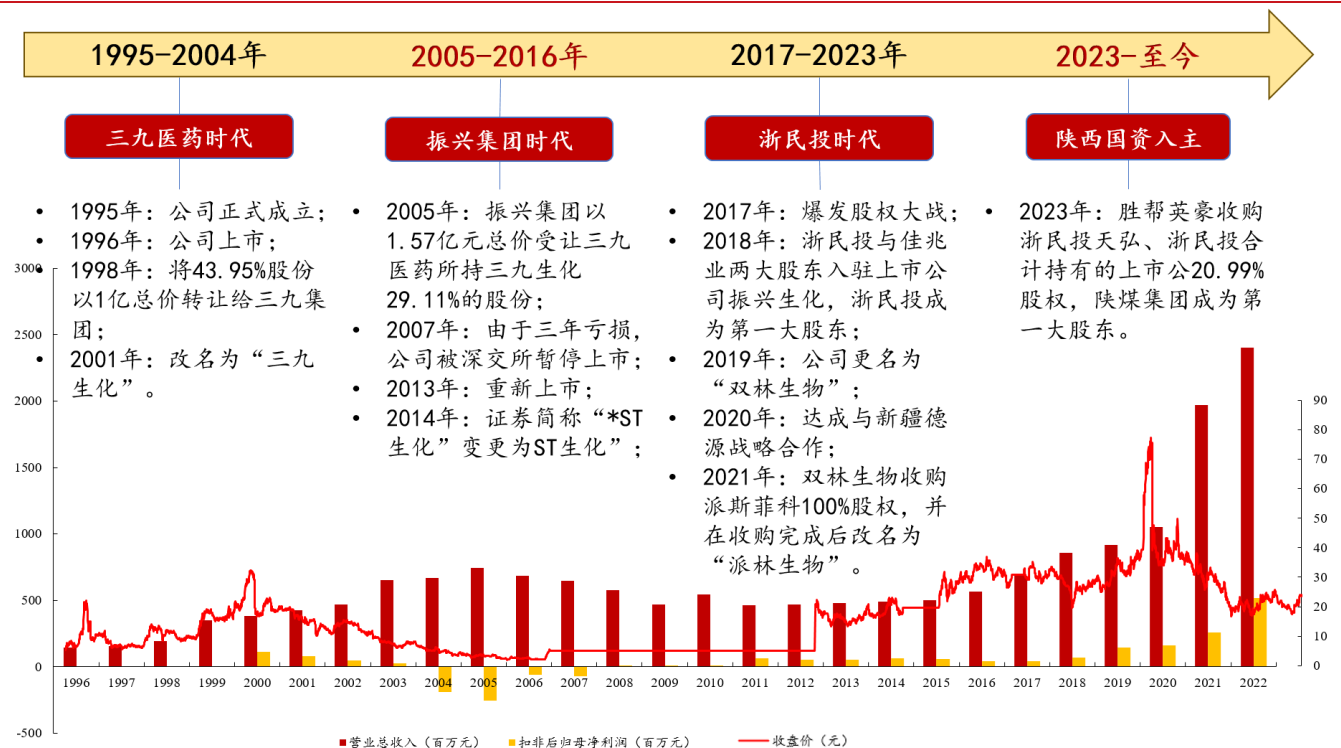
1 实力雄厚的血制品企业快速崛起，有望进入行业第一梯队

派林生物主要业务是生产和销售血液制品，主要经营单采血浆的生产采集和储存销售、血液收购、血液生物制品及保健康复制品的研发、医用生物材料的研发等，主要产品有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白。公司旗下有两家子公司广东双林和派斯菲科，拥有独立的研发团队，建有广东省血液制品工程技术研究开发中心，湛江市生物制药工程技术研究开发中心和广东省制药行业最高规格的 SPF 及现代化动物实验中心。

1.1 陕煤集团入主，公司有望迎来新一轮高速发展期

股权变动后，公司进入陕西国资控股发展新阶段。1995 年公司正式成立；1996 年公司上市；1998 年，三九集团入主公司，但生物医药资产的注入并没有迎来业绩上的飞跃；2005 年，振兴集团受让三九医药股份，于 2007 年退市，并于 2013 年重新上市；2017 年浙民投要约收购 ST 生化并成功接管公司，改名为“双林生物”，2021 年收购派斯菲科，改名为“派林生物”。2023 年，浙民投将 20.99% 的股权转让给胜帮英豪，而胜帮英豪是陕煤集团控股的子公司，并且陕煤集团实际控制人为陕西省国资委。派林生物在陕西国资成功控股后，进入新的发展阶段。

图表1：公司进入陕西国资控股发展新阶段

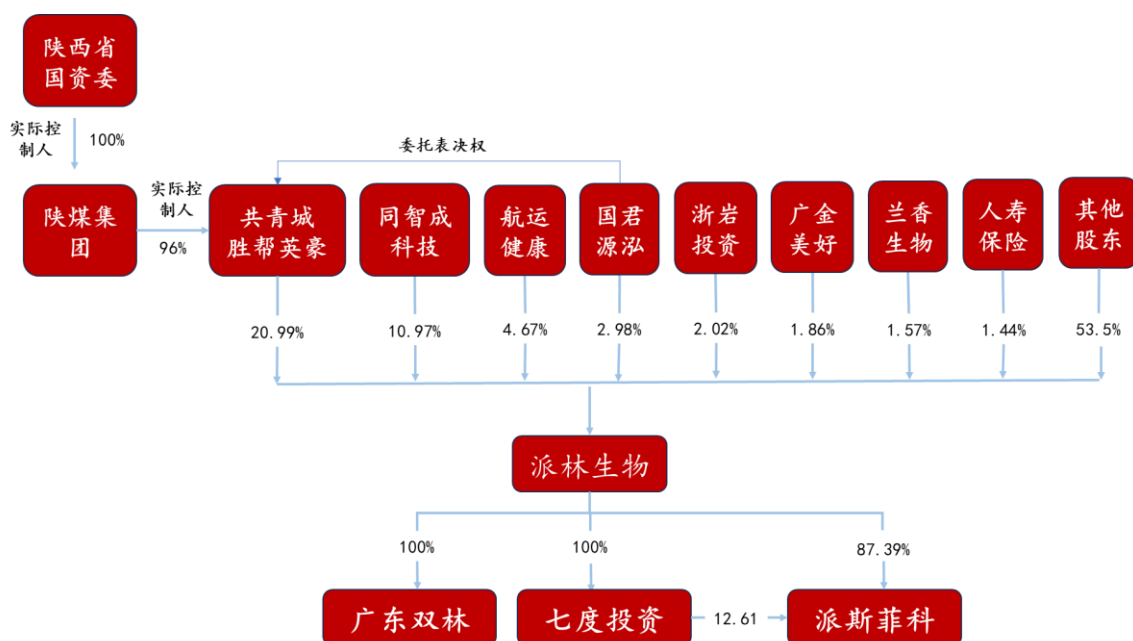


资料来源：iFind、中邮证券研究所

股权结构清晰，未来陕西省国资委或成实际控制人。2023 年 3 月 22 日，浙民投天弘、浙民投将合计持有的公司 20.99% 股权转让给胜帮英豪，同时浙岩投资与胜帮英豪签署表决权委托协议，将其持有的公司 2.02% 股份对应的表决权委托给胜帮英豪。自此，胜帮英豪控制公司 23.01% 股份的表决权，成为公司第一大股东，实际控制人变更为陕西省人民政府国有资产监督

管理委员会。我们预计在公司实际控制人变为陕西省国资委后，有望在管理、资金、战略和资
源等方面全方位赋能公司成长，公司有望迎来新一轮发展契机。

图表2：股权结构清晰，陕西省国资委成实际控制人



资料来源：公司公告、中邮证券研究所（注：数据截至 2023 年 9 月 30 日）

1.2 公司采浆站和产品种类众多，发展潜力较大

单采血浆站数量众多，为跻身龙头企业提供必要条件。采浆量的上限取决于单采浆站的数量，所以众多的采浆数量为派林生物年采浆量达千吨、跻身血制品龙头企业提供必要条件。在公司 38 个单采浆站中，广东双林运营浆站数量为 17 个，待验收为 2 个；派斯菲科运营数量为 14 个，在建或者待验收数量为 5 个，所以实际运营数为 31 个，我们预计 2023 年单采血浆站都能正常运营，采浆量有望进一步得到增长。另外，浆站主要分布于黑龙江、广东、山西、广西、新疆和四川六省，区域性明显，未来陕西国资的入主，有望进一步扩大浆站版图。

图表3：公司单采血浆站数量众多，主要分布在黑龙江、广东、山西、广西、新疆和四川六省

子公司	地区	浆站名称	状况	子公司	地区	浆站名称	状况
广东双林	广东	遂溪血浆站	运营	派斯菲科	四川	内江市东兴区血浆站	运营
		廉江血浆站	运营			兰西血浆站	运营
		东源血浆站	运营			望奎派血浆站	运营
		鹤山血浆站	待验收			肇州血浆站	运营
广东双林	广西	坦洲血浆站	待验收	派斯菲科	黑龙江	鸡西市东海血浆站	运营
		武宣血浆站	运营			宾县血浆站	运营
		宜州血浆站	运营			五常血浆站	运营
		罗城血浆站	运营			明水血浆站	运营
广东双林	山西	扶绥血浆站	运营	派斯菲科	黑龙江	海伦血浆站	运营
		和顺血浆站	运营			龙江县血浆站	运营

	隰县血浆站	运营	尚志市血浆站	运营	
	石楼血浆站	运营	甘南县血浆站	运营	
	临县血浆站	运营	铁力市血浆站	运营	
新疆德源	新疆	于田县血浆站	运营	巴彦县血浆站	运营
		泽普县血浆站	运营	桦南县血浆站	在建
		疏勒县血浆站	运营	肇东市血浆站	在建
		策勒县血浆站	运营	庆安县血浆站	在建
		叶城县血浆站	运营	拜泉县血浆站	在建
		新和县血浆站	运营	依安县血浆站	在建

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

公司血制品产品种类多，对应适应症丰富。派林生物现有产品种类有 11 种，覆盖白蛋白类、免疫球蛋白类、凝血因子类这三大类，其中人血白蛋白和静注人免疫球蛋白（pH4）是公司的核心产品，另外 9 种是人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、人凝血因子VIII、人纤维蛋白原、冻干静注人免疫球蛋白（pH4）和人凝血酶原复合物。以上血制品在医疗急救（如创伤失血、烧伤等）、战伤抢救以及某些特定疾病（如血友病等）的预防和治疗上有着不可替代的作用。

图表4：公司主营产品种类及对应的适应症丰富

产品	适应症
人血白蛋白	(1) 失血创伤、烧伤引起的休克；(2) 脑水肿及损伤引起的颅压升高；(3) 肝硬化及肾病引起的水肿或腹水；(4) 低蛋白血症的防治；(5) 新生儿高胆红素血症；(6) 用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症。
静注人免疫球蛋白(pH4)	(1) 原发性免疫球蛋白缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；(2) 继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染、新生儿败血症等；(3) 自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病。
人免疫球蛋白	主要用于预防麻疹和传染性肝炎。若与抗生素合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效。
乙型肝炎人免疫球蛋白	主要用于乙型肝炎的预防，适用于：(1) 乙型肝炎表面抗原（HBsAg）阳性母亲所生的婴儿；(2) 意外感染的人群；(3) 与乙型肝炎患者或乙型肝炎病毒携带者密切接触者。
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。
狂犬病人免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。所有怀疑有狂犬病暴露的病人应联合使用狂犬病疫苗和狂犬病人免疫球蛋白。如果病人接种过狂犬病疫苗并且具有足够的抗狂犬病抗体滴度，可再次接种疫苗而不使用本品。
人凝血因子VIII	本品对缺乏人凝血因子VIII所致的凝血功能障碍具有纠正作用，主要用于防治血友病 A 和获得性凝血因子VIII缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗。
人纤维蛋白原	适用于先天性纤维蛋白原减少或缺乏症；获得性纤维蛋白原减少症：肝硬化、弥散性血管内凝血、产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍
冻干静注人免疫球蛋白(pH4)	主要用于原发性免疫球蛋白缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染，新生儿败血症等；自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病。
静注乙型肝炎人免疫球蛋白	系由含高效价乙型肝炎表面抗体的健康人血浆，经低温乙醇蛋白分离法分离纯化，并经病毒去除和灭活处理制成。本品与拉米夫定联合使用，预防乙型肝炎相关肝脏疾病的肝移植术后

(pH4)
 人凝血酶原复
 合物

患者再感染乙型肝炎病毒。
 系由健康人血浆，经分离、提纯，并经病毒去除和灭活处理、冻干制成。主要用于治疗先天性或获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏的乙型血友病和凝血因子II、VII、IX、X缺乏导致的出血症状。

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

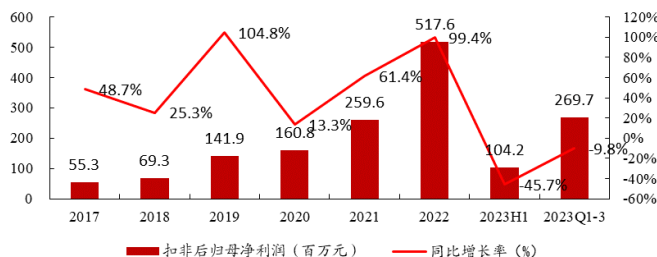
1.3 财务分析：运营情况良好，费用支出有较大优化空间

公司营业收入和利润水平良好。经历过产权、债务、资产、管理重组后，公司焕发新生，营业收入和利润水平保持着快速增长。2017-2022 年公司营业收入从 6.85 亿元增长到 24.05 亿元，年复合增长率为 28.5%，2021 年同比增长速度为 87.8%，主要系于公司完成派斯菲科的收购。而 2017-2022 年公司扣非后归母净利润从 5530 万增长到 5.17 亿，年复合增长率为 56.4%，其中 2022 年同比增长了 99.4%，主要系于产品品种的增加，产品的增加提高了吨浆净利润，因此提高了利润率水平。2023H1 公司营业总收入和扣非后归母净利润分别下降了 28.5% 和 45.7%，主要原因是 2022H2 新疆浆站原料血浆停采时间较长和其他浆站采浆受影响，而采浆到血制品产出平均需要 6 个月的时间，所以 2023H1 可销售产品数量有限。但是 2023H1 公司采浆量为 550 吨，超预期较大，我们预计公司下半年的营业收入和利润有望快速提升。2023 年 Q1-3 营业收入和扣非后归母净利润分别同比下降了 -7.9% 和 -9.8%，与上半年相比，利润端有所恢复。

图表5：公司营业收入近年整体保持高速增长



图表6：公司扣非后归母净利润水平增速较快

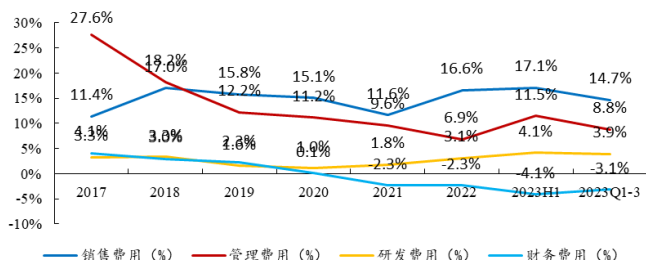


数据来源：iFind、中邮证券研究所

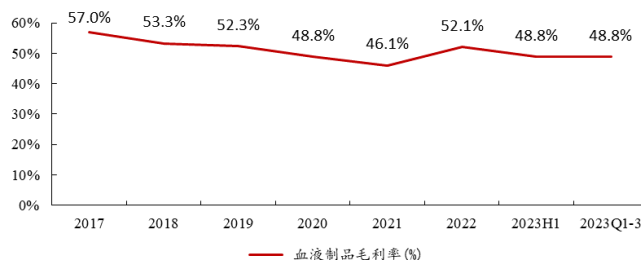
数据来源：iFind、中邮证券研究所

费用支出有较大优化空间，血制品毛利率保持稳定。公司管理费用率从 2017 年的 27.6% 降至目前的 8.8%，期间有较大改善；销售费用率、研发费用率和财务费用率波动不大，公司财务状况良好。我们认为随着陕西国资入主，有望通过公司内部治理，降低各项费用率。公司历年血液制品毛利率水平保持较为稳定。

图表7：公司各项费用支出仍有优化空间



图表8：公司血制品毛利率保持较为稳定



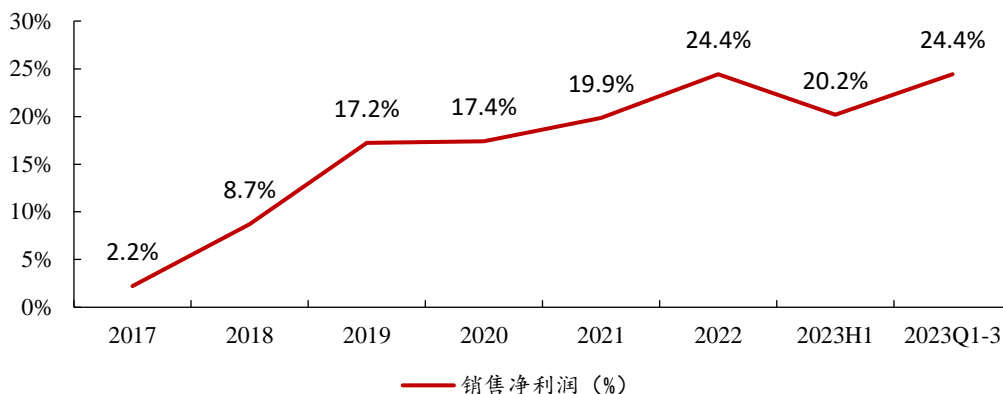
数据来源：iFind、中邮证券研究所

数据来源：iFind、中邮证券研究所

销售净利率稳步增长，但未来仍有较大提升空间。公司销售净利率从 2.2% (2017 年) 增长到 24.4% (2022 年)，2023Q1-3 为 24.4%，期间有快速的增长，主要原因为产品结构的不断

优化，净利润水平的提高；同时积极调整销售策略，公司在上海成立营销中，针对江浙沪医药行业高价值市场开展学术推广工作。随着陕西国资入主，通过内部管理架构调整，销售渠道、销售效率和质量有望进一步提升，公司净利率未来有望有较大的提升空间。

图表9：公司销售净利率近年稳步增长



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

2 血制品行业景气度高，对比欧美仍有较大成长空间

2.1 行业准入壁垒高，血制品供不应求致行业景气度高

行业准入壁垒高，国家实施全流程监管。为遏制和防止艾滋病，我国实行血液制品生产企业总量控制，从2021年起不再批准新的血液制品生产企业，血制品行业重组和并购，截至目前仅有28家具有生产资质的血制品企业，所以血制品行业具有极高的行业准入壁垒。同时，鉴于血液制品的特殊性和极高的安全性要求，我国对血制品实行全流程严格监管对单采血浆站审批设立及管理、原料血浆采集、血浆检疫期制度及质量检测、血液制品生产和产品批签发上市销售等均有严格的监管限制。因此，生产资质的严格把控使得血制品行业集中度较高，并且只有早年拥有血制品生产资质的企业才能在这个赛道中生存，其他企业无法进入其中。

原料血浆稀缺，血液制品长期供不应求。2022年，国内采浆量为10181吨，原料血浆供需仍存在较大缺口。国家规定血液制品的原材料为健康人血浆，只能通过单采血浆站获取，无法通过传统药品的合成等工艺技术获得，并且相较美国，允许的采浆频次较低，可采集血浆量少，人民献浆意愿低，导致原料血浆供给端存在不足，所以血液制品供应量有限，同时我国对血液制品进口采取严格的管制措施，目前仅允许进口人血白蛋白和重组人凝血因子VIII两种血液制品，国内血液制品长期供不应求。在血液制品供不应求的情况下，终端产品价格有望持续上调，行业景气度高。

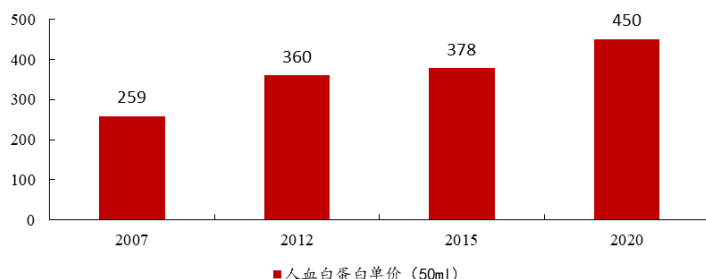
图表10：中国与美国血浆供给差距较大

	中国	美国
2021年采浆量(吨)	9455	43800
2021年采浆站(个)	287	1041
2021年单个浆站采浆量(吨/个)	32.9	42.1
允许的采浆频次	≤2次/月(最低间隔14天)	≤2次/周
每次献浆量	≤600g(含抗凝剂)	690-880ml

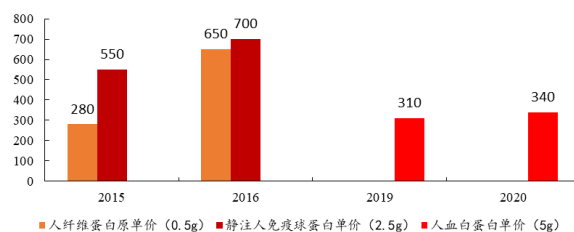
一年最多献浆次数	24 次	104 次
是否有回收血浆	否	是

资料来源：PPTA、公司公告、HHS、医政医管局、中邮证券研究所

图表11：国内人血白蛋白零售价格稳定增长（单位：元）



图表12：国内血制品出厂价格明显增长（单位：元）



数据来源：药智数据、中邮证券研究所

数据来源：健康界、中邮证券研究所

较高的准入壁垒让中国血制品行业长期维持存量博弈的市场竞争格局，并且中国血制品存在供不应求的问题，所以血制品行业是一个增量市场，我们看好血制品的市场前景。“十四五”规划中血制品的相关政策以及集中带量采购的政策有望给血制品竞争格局带来新变化，行业集中度有望进一步提升。

2.2 “十四五”规划血制品相关政策支持单采浆站数量扩容

“十四五”期间单采浆站数量有望快速增长，有望打开行业成长空间。从政策文件看，部分省份在“十四五”规划中公布了拟建设的单采血浆站新增数量，如云南省预计新增 17 个浆站，河南省 7 个，内蒙古 2 个，各地政府正大力支持浆站建设。全国范围内，2022 年单采浆站数量已达到 316 家，新增 29 家，同比增长 10.1%，处于 2017 年以来最高增速水平，浆站数量增长显著提速。我们认为，“十四五”期间单采浆站数量正快速增长，有望打开行业成长空间。

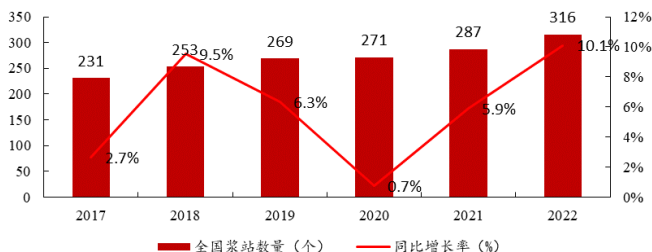
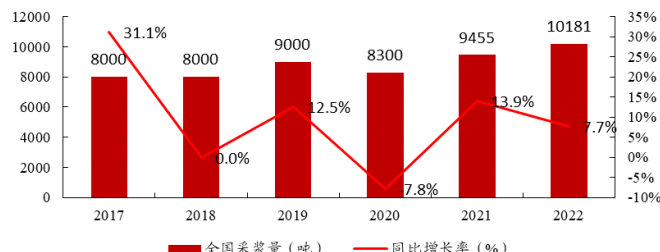
图表13：地方政府“十四五”规划浆站相关政策支持浆站数量扩容

地区	政策	主要内容	大概新增浆站数量
云南省	《云南省单采血浆站设置规划（2021-2023 年）》	在前期开展试点的基础上，全省共设置单采血浆站 19 个（含 2 个试点单采血浆站），其中昆明 4 个、曲靖 3 个、昭通 4 个、楚雄 2 个、保山 2 个、普洱 2 个、临沧 2 个。	17 个
河南省	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	十四五期间规划 7 家单采血浆站，加大单采血浆站监督管理力度，杜绝非法采供血现象发生。	目前已新增数至少为 3 个（华兰生物），预计总新增数至少为 7 个
内蒙古自治区	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022—2025 年）》	结合我区人口分布、无偿献血、疾病流行和现有 4 个单采血浆站年采血浆量等情况，本着适度发展的原则，2022-2025 年在全区规划设置不超过 6 个单采血浆站，设置区域和数量由盟市和旗县卫	2 个

		生健康行政部门根据本规划的设置原则和工作要求确定。	
辽宁省	辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划	至“十四五”期末,全省单采血浆站设置全省不超过1家。	1个
吉林省	《吉林省单采血浆站设置试点工作方案》	拟批准设置榆树单采血浆站(试点)、农安单采血浆站(试点)	目前新增数为2个
广东省	《广东省卫生健康委关于全面加强全省单采血浆站管理工作的通知》	对新增浆站的地区有严格要求。	目前新增数为2个(派林生物)
山东省	《山东省卫生健康委审批单采血浆机构目录》	虽然没有明确规定,但是血浆数增加	目前新增数为3个(泰邦生物)
江西省	《“十四五”医疗卫生服务体系规划》	“十四五”期间原则上不再增设单采血浆站,但是已经增加。	目前新增数为2个(博雅生物)
贵州省	-	《贵州省采供血机构设置规划 2015-2020》中只保留4个血浆站,但是2021年后省内浆站数增多,多家企业获得单采血浆许可证。	目前已经新增数为4个(天坛生物)
甘肃省	-	虽然没有明确规定,但是单采浆站已经放量。	目前已经新增数为4个(天坛生物)
河北省	-	虽然没有明确规定,但是单采浆站已经放量。	目前已经新增2个(天坛生物、博晖创新)
湖北省	-	虽然没有明确规定,但是单采浆站已经放量。	目前至少新增5个
江苏省	-	“十三五”采供血事业发展规划中,全省单采血浆站设置数量原则上控制在2至3个。	目前已经新增1个(天坛生物)
山西省	-	虽然没有明确规定,但是单采浆站已经放量。	目前已经新增1个(博雅生物)
陕西省	-	政策暂未出台,目前省内只有一个血站。	预计新增10个
湖南省	《湖南省“十四五”医疗卫生服务体系规划》	“十四五”期间全省不增设单采血浆站。	-
四川省	《四川省单采血浆站设置规划(2021-2023)》	将试点采浆站按照相关规定和程序设置为单采血浆站,规划期内原则上不再新增其他单采血浆站。	-
黑龙江省	《“十四五”期间不再增设单采血浆站的通知》	“十四五”期间不再增设单采血浆站	-

资料来源:政府公告、中邮证券研究所

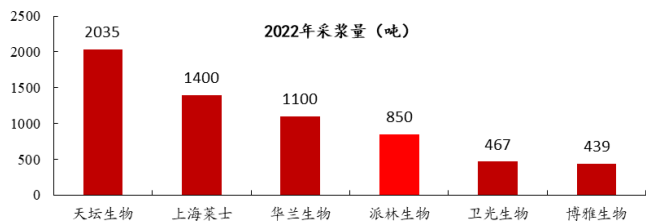
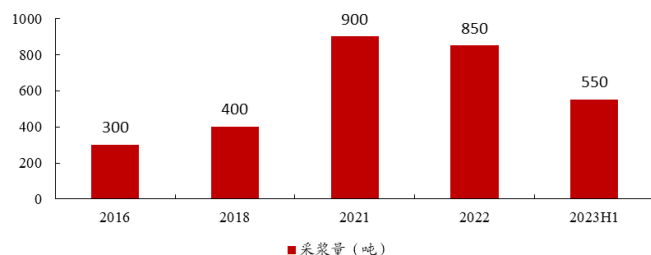
国内采浆量有望增长，改善血液制品供不应求的问题。2022 年单采浆站数量为 316 个，2017-2022 年年复合增长率为 6.5%，我们预计 2023 年血浆站数量有望达到 330 个。而血浆站数量的增长预计带动采浆量的增长，2022 年采浆量达到 10181 吨，2017-2022 年年复合增长率为 4.9%，我们预计十四五新浆站的建设，2023 年有望迎来采浆量兑现期。

图表14：国内浆站数量稳定增长

图表15：国内采浆量规模持续扩大


数据来源：公司公告、中邮证券研究所

数据来源：公司公告、中邮证券研究所

派林生物采浆站数量位列第三，今年采浆量有望破千吨。由于企业规模决定于原料采集规模，原料采集决定于浆站的数量，截至 2023 年 6 月 30 日，在血制品上市公司中，派林生物浆站数量达到 38 个，位列第三。同时纵观公司采浆量历史，采浆量有较大增长，2016 年采浆量突破 300 吨，2018 年突破 400 吨，2021 年突破 900 吨，2022 年受疫情影响，采浆量不及预期。在 2023 年疫情防控常态化后，上半年采浆量为 550 吨，远超预期，并且随着在建或者待验收浆站的正式运营，我们预计采浆量在下半年仍有望有较大增长，2023 年采浆量有望突破千吨。而采浆量达到千吨级公司只有天坛生物、上海莱士、华兰生物和泰邦生物（已退市），派林生物有望在 2023 年跻身进入血制品行业第一梯队。

图表16：2022 年公司单采血浆量为 850 吨

图表17：公司 2023H1 采浆量为 550 吨，增幅较大


数据来源：公司公告、中邮证券研究所

数据来源：公司公告、中邮证券研究所

2.3 血制品集采降价温和，不影响出厂价，公司市占率有望提高

广东 11 省联盟集采血制品，降价温和并不影响出厂价。2022 年 3 月，广东省牵头山西、江西、河南、广西、海南、贵州、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共 11 个地区发布了《广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购文件》，首次将血制品纳入集采范围，集采品种为 5 种，分别为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、人免疫球蛋白、人纤维蛋白原和人凝血因

子 VIII，整体降价温和，并且降价损失的利润是经销商的利润，不影响生产商的出厂价格。派林生物在 5 个品种中中标种类为 4 种，同时由于公司规模大，中标数量较多，提高了市场的占有率。

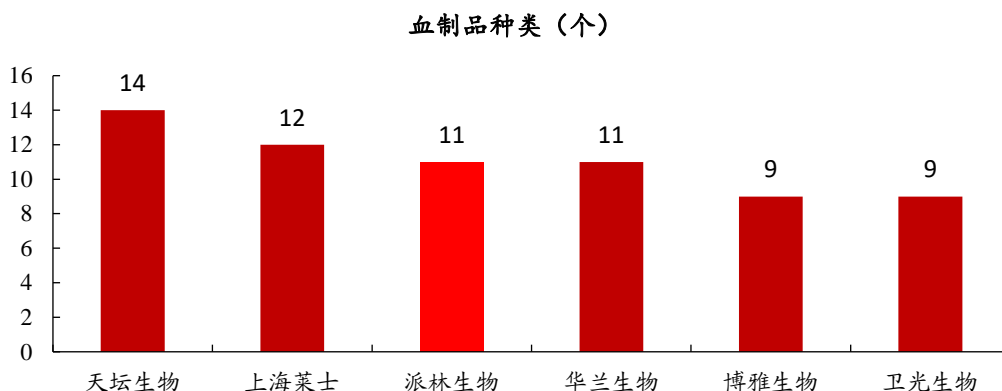
图表18：广东 11 省联盟集采血制品，降价温和并不影响出厂价

血制品种类	降价幅度	派林生物参选的降价幅度
人血白蛋白	降价幅度 0-10%	双林降幅 1%，派斯菲科降幅 2%
静注人免疫球蛋白 (pH4)	降价幅度 0-10%	双林降幅 5%
人免疫球蛋白	降价幅度 0-5%	双林降幅 3%
人纤维蛋白原	除博雅生物（降幅 20%）外，其余降价幅度 0-5%	派斯菲科降幅 3%
人凝血因子 VIII	降价幅度 0-1%	未参选

资料来源：广东省药品管理中心、邮证券研究所

公司产品种类位居血制品行业前列，在未来集采中更具优势。截至到 2023 年 6 月 30 日，派林生物产品种类有 11 种，位居前列，并且国内产品种类数最多的公司为天坛生物，达到 14 种，派林与之相比相差不多。集中采购是医药行业大趋势，更多地区和更多血制品种类预计纳入集采范畴。派林生物产量多和种类丰富在未来集采中占得优势，有望快速提高市占率。

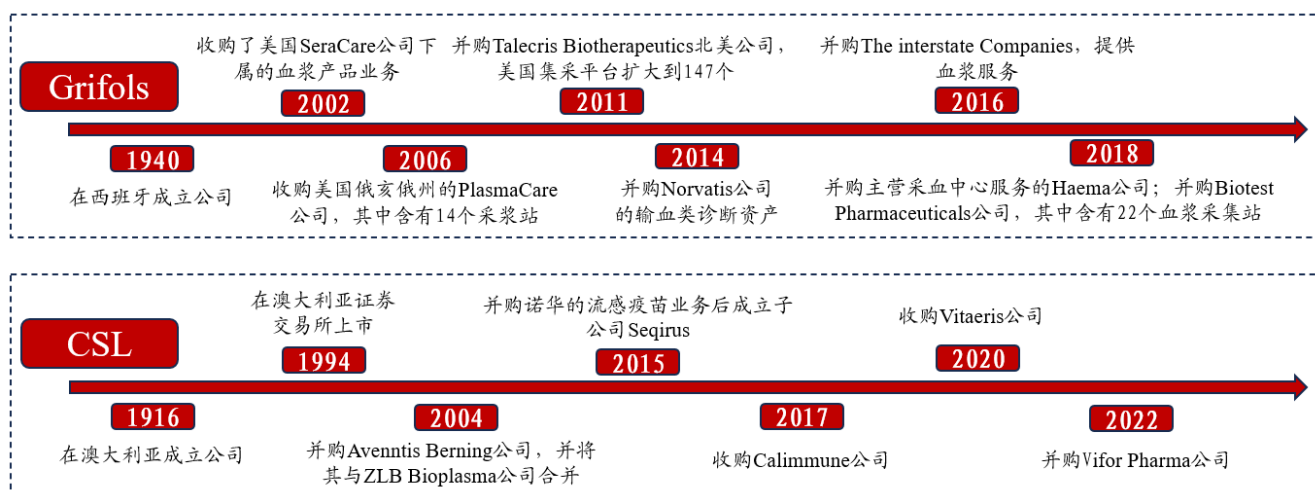
图表19：公司产品种类 11 种，位居血制品行业前列



数据来源：公司公告、中邮证券研究所（注：数据截至 2023 年 6 月 30 日）

2.4 海外血制品巨头企业成长史亦是一部并购史，国内国资控股趋势明显

并购是海外血制品巨头企业最常用且是提升市占率的有效手段。国外血制品市场以西班牙基立福 (Grifols)、美国百特 (Baxalta) 和澳大利亚杰特贝林公司 (CSL) 三家企业为主，形成了寡头垄断的竞争格局，收并购贯穿他们整个发展历史。Grifols 和 CSL 公司成立时间较早，进入千禧年后，整合速度加快，通过收并购提升市占率，扩大自己的商业版图，最终成为国外血制品市场中巨头。此外，Baxalta 公司因其市场价值被英国制药巨头 Shire 公司收购。参考国外成熟市场行业巨头的发展史，中国血制品头部公司亦有望走上市场竞争推动下的并购整合之路。拥有浆站资源、技术领先和规模效益的公司将具备较大优势，行业分化预计日趋加剧。头部企业有望完成对腰、尾部企业的收并购，血液制品行业集中度预计将进一步提高。

图表20：国外血制品巨头企业 Grifols 和 CSL 发展融合较多并购案例


资料来源：公司官网、中邮证券研究所

央企或者地方国资主导的血制品公司收购趋势明显。中国血制品企业只有不到 30 家，以央企或者地方国资主导的收并购屡见不鲜，头部企业如天坛生物、博雅生物、派林生物和卫光生物都有国企背景，原因在于国有企业能多方面为血制品企业赋能。未来按照行业发展趋势，行业集中度提升，拥有国资背景的公司有望更具优势。

图表21：央企或者地方国资主导的收购趋势明显

时间	血制品公司	主要事件	性质
2017 年	天坛生物	国药集团收购天坛生物	央企
2021 年	博雅生物	华润医药收购博雅生物	央企
2023 年	派林生物	陕煤集团收购派林生物	地方国企
2023 年	卫光生物	公司实际控制人从深圳市光明区国资委变为国药集团	央地合作

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

综上所述，血制品行业除了仍具备高行业壁垒和提价逻辑之外，还有三点新变化。第一、“十四五”规划中新设浆站的增加推动采浆量的提升，血制品行业供给结构有望改善；第二、集采政策不影响出厂商的价格，血制品企业整体受益，但是规模小的血制品企业很难满足集采需求，行业竞争格局预计发生变化；第三、行业整合速度加快，拥有国资背景的企业在整合中预计更具优势。因此，在这些新变化下，采浆量规模、产品的种类以及销售渠道将决定企业在行业中的地位，而派林生物具备较多的采浆站和产品种类等优势，有望跻身行业第一梯队。

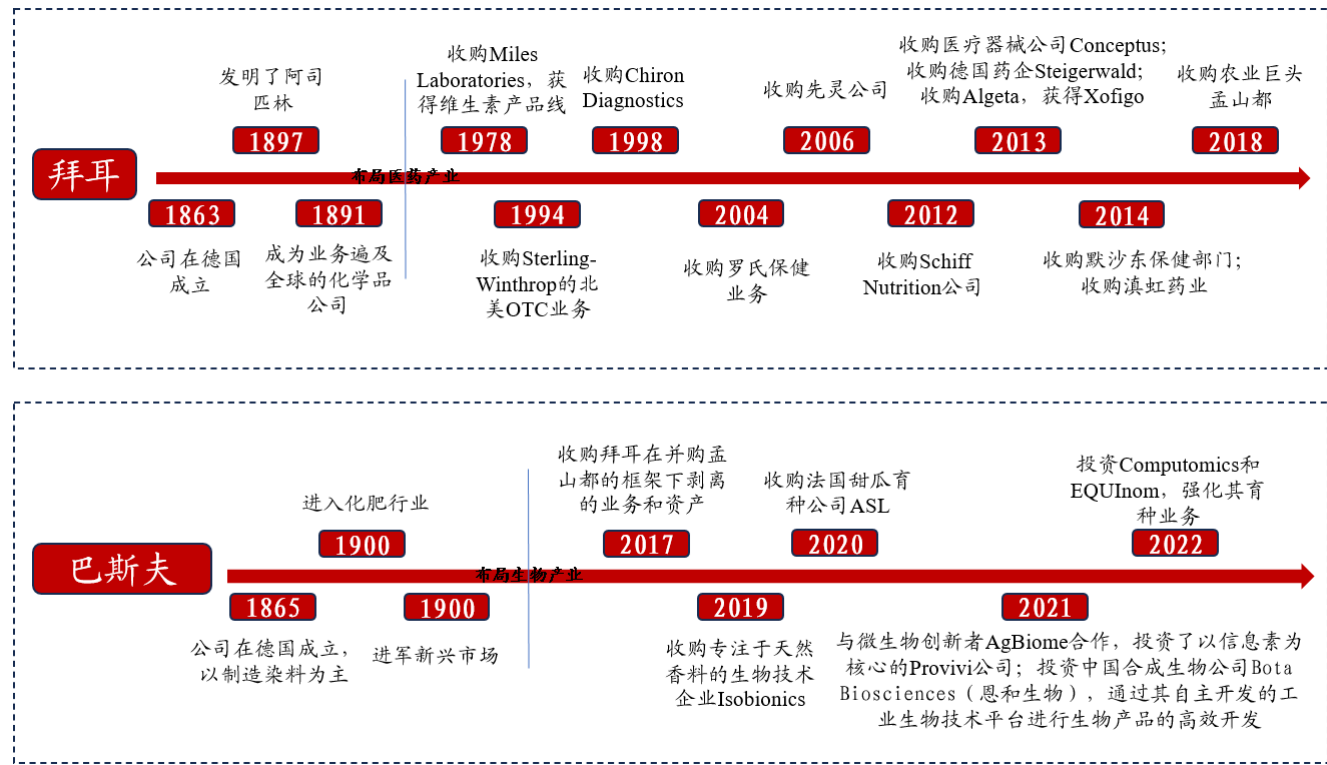
3 陕西国资赋能叠加自身优势，公司有望迎来业绩拐点

3.1 陕西国资控股符合行业发展趋势，有望多层次赋能派林生物

他山之石，国际化工巨头成功转型布局生物医药产业已有先例。拜耳原先是一家化学公司，最具影响力的化学合成药物是阿司匹林，上世纪 80 年代末期，全球化工行业出现周期性衰退，化工巨头的增长速度大幅下降，利润明显下滑，拜耳开始谋求转型，逐步布局医药产业，经过多次收购相关公司，拜耳实现了从化工品业务向以处方药和 OTC 为核心的医疗保健业务的转型，成为了制药领域的龙头公司，公司主要业务为农业、制药和个人医疗保健，转型医药产业成功后，拜耳每年的收益都在大幅增长。而巴斯夫公司也是以制造染料起家的化工企业，

1900 后进军新兴市场，逐步布局生物产业，先是收购拜耳在并购孟山都的框架下剥离的业务和资产，然后收购生物技术企业 Isobionics，投资中国合成生物公司恩和生物。从国际化工巨头的经验来看，进入生物医药产业是条具有光明前景的发展之路。

图表22：国外化工巨头拜耳和巴斯夫通过布局生物医药产业快速转型



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

陕煤集团战略性布局生物医药产业，有望打开发展新机遇。陕煤集团成立于2004年，是一家以煤炭为主的资源公司，正积极寻找转型机会。陕煤集团已经完成多次重组和多家企业的并购，于2023年收购派林生物，战略性进入生物医疗行业。派林生物是一家以血浆资源为主的制药公司，两家公司在资源上和发展历程上有很多相似点。另外，陕煤集团是陕西省最大的地方性国有企业，实际控制人为陕西省国资委，可以在管理和资源上多方面赋能派林生物，同时陕煤入股符合血制品行业的发展趋势，借助国外化工巨头企业成功转型的经历，我们预计派林生物有望迎来战略、经营等多方面改善。

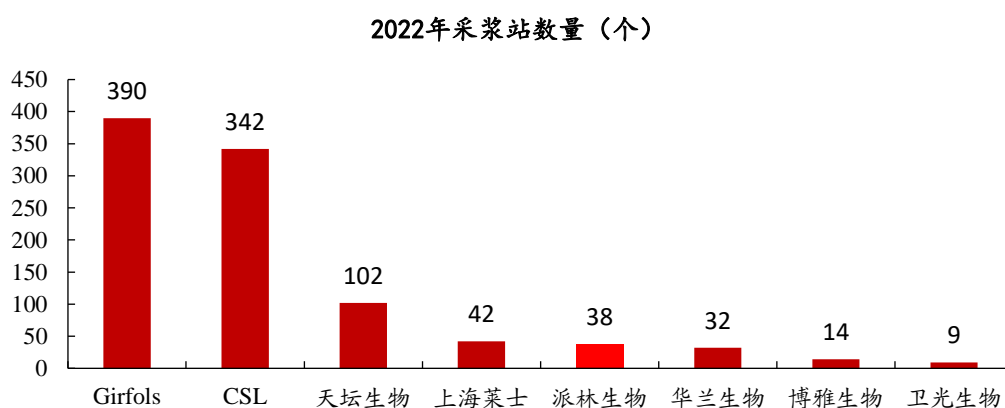
图表23：陕煤集团战略性布局生物医药产业



资料来源：陕煤集团官网、中邮证券研究所

陕煤集团有望为派林生物争取较多浆站资源。血制品企业上游为采浆站和采浆量，采浆站是血制品公司的根本，决定着采浆量。国外巨头 Girefols 和 CSL 公司采浆站数量分别为 390 个和 342 个，年采浆量都达到上万吨，而天坛生物拥有 102 个采浆站，年采浆量为 2035 吨，位列国产第一，派林生物与他们相比，相差较大。公司在陕煤集团的助力下，采浆站和采浆量有望得到进一步提升。在新增浆站方面，首先，陕西省内共有 7 个县级市和 69 个县城，潜在浆站资源丰富，目前仅有 4 个浆站，后续还有很大的挖掘空间。陕西省“十四五”规划中预计新增 10 个浆站，而陕煤集团作为陕西省内最大的国有企业，陕煤入主的派林生物预计能拿到较多新增浆站。其次，陕煤集团在甘肃、宁夏和青海都有资本投入，利用资本投入的优势和政府进行沟通，有望进一步拓展新疆站。另外，陕煤集团和湖南、湖北、江西、四川、重庆等长江沿线地区有“煤炭保供+产能置换+常态储煤+物流投资”的战略合作关系，在中部地区，陕煤集团具有很大的影响力。在陕煤集团资源优势下，我们预计派林生物在单采血浆站和年采浆量方面都会取得较大突破。公司也有望利用陕煤集团上市公司的优势，积极寻求行业并购机会，不断扩大采浆量规模。

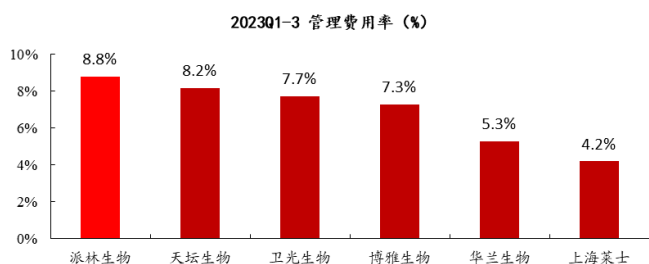
图表24：2022年国内外企业浆站数量，派林生物为38个



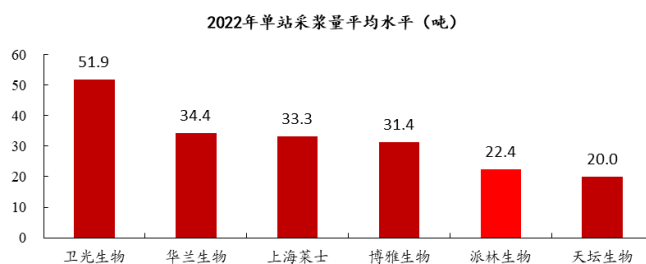
数据来源：公司公告、各公司官网、中邮证券研究所

陕西省国资委成实际控制人后，公司内部有望降本增效。2023Q1-3 派林生物管理费用率高达 8.8%，高于可比公司，管理费用率在可比公司中较高的原因是两家子公司广东双林和派斯菲科公司分开经营，管理人员较多，造成了管理费用率较高。未来陕煤集团成为实际控制人后，有望提升公司整体管理效率，降低管理费用率。同时，管理效率的提高也能够提高单站采浆量，公司有望推进浆站智能化系统的升级改造，建立统一的标准流程，促进管理质量和效率的提升，也有望利用大型国企背景持续强化宣传，营造尊重、支持和献浆者的社会氛围。2022 年派林生物的单站采浆量的平均水平在 22.4 吨，低于同行业平均水平，未来单站采浆量有较大的提升空间。

图表25：2023Q1-3 管理费用率较高，陕煤集团入主有望降费



图表26：2022年国内外企业单站采浆量，派林生物为22.4吨

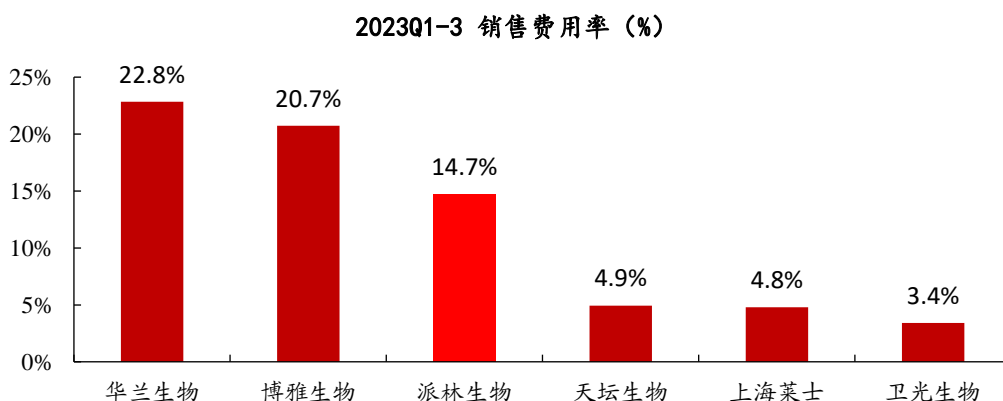


数据来源：iFinD、中邮证券研究所（注：管理费用率=管理费用/营业总收入）

数据来源：公司官网、中邮证券研究所（注：单站采浆量=采浆量/采浆站）

陕煤集团有望为派林生物营销端赋能。2023 前三季度派林生物在销售费用率上为 14.7%，与可比公司相比较为高。陕煤集团的加入，有望通过整合内部资源，在销售端赋能，提高销售人员的学术推广能力，利用资源渠道优势，降低销售费用率。

图表27：派林生物销售费用率下调空间较大



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

跟同行对比，公司各项费用率有较大优化空间。在销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、毛利率和净利率指标上，我们将派林生物与同行业天坛生物、博雅生物、卫光生物、上海莱士、华兰生物公司进行了比较，发现销售费用率和管理费用率都高于行业平均值，净利率远低于行业平均值，与可比公司相比，派林生物在各项费用率上均有较大的优化空间。

图表28：与国内同行对比，派林生物各项费用率、毛利率、净利率等提升空间较大

		天坛生物	博雅生物	卫光生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	平均值
销售费用率	2020	7.2%	34.4%	2.2%	7.3%	21.4%	15.1%	14.6%
	2021	6.6%	29.0%	2.6%	7.1%	17.5%	11.6%	12.4%
	2022	6.2%	25.2%	4.1%	5.7%	20.6%	16.6%	13.1%
	2023Q1-3	4.9%	20.7%	3.4%	4.8%	22.8%	14.7%	11.9%
管理费用率	2020	7.4%	7.0%	6.8%	11.9%	5.0%	11.2%	8.2%
	2021	8.0%	7.7%	7.1%	7.2%	5.7%	9.6%	7.6%

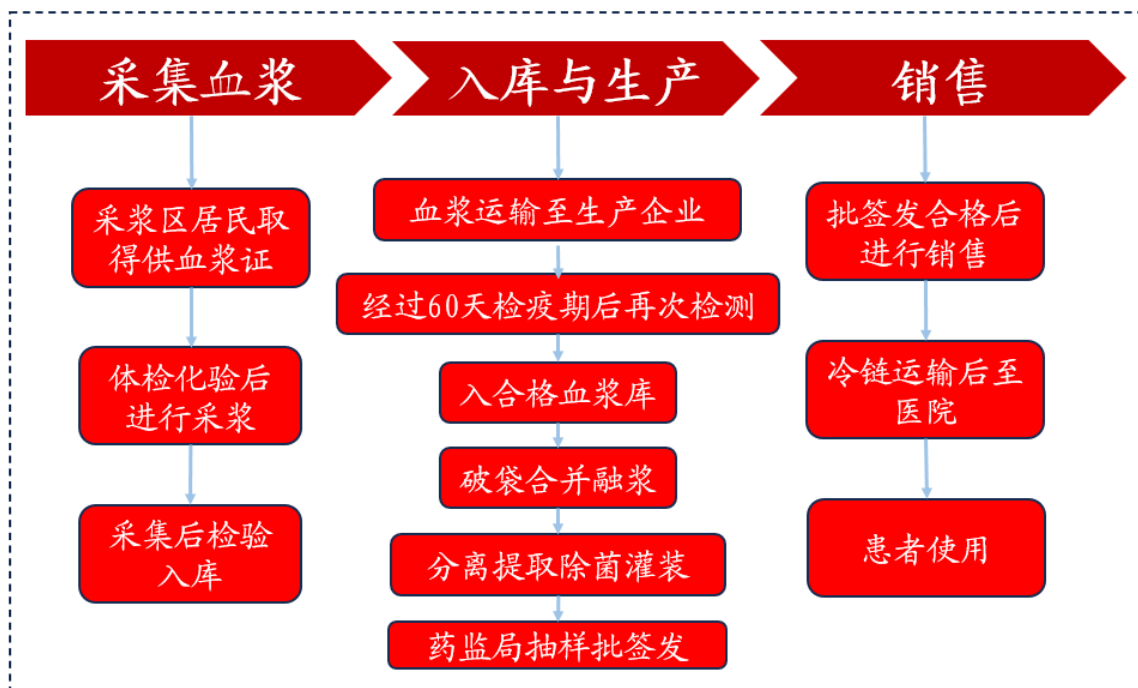
	2022	8.6%	8.3%	9.6%	5.1%	6.3%	6.9%	7.5%
	2023Q1-3	8.2%	7.3%	7.7%	4.2%	5.3%	8.8%	6.9%
研发费用率	2020	3.5%	3.5%	5.0%	4.7%	4.2%	1.0%	3.7%
	2021	3.2%	2.2%	5.2%	3.0%	5.7%	1.8%	3.5%
	2022	2.9%	1.8%	5.4%	2.2%	7.0%	3.1%	3.7%
	2023Q1-3	1.5%	2.2%	6.9%	2.2%	5.6%	3.9%	3.7%
财务费用率	2020	-0.9%	0.4%	-0.8%	-1.2%	-0.2%	0.1%	-0.4%
	2021	-1.6%	-0.8%	-0.6%	-1.5%	0.2%	-2.3%	-1.1%
	2022	-1.4%	-0.9%	-0.2%	-0.6%	0.2%	-2.3%	-0.9%
	2023Q1-3	-0.8%	-1.1%	1.1%	-0.8%	0.0%	-3.1%	-0.8%
毛利率	2020	49.7%	58.1%	37.2%	62.0%	72.7%	48.8%	54.7%
	2021	47.5%	57.0%	40.9%	51.8%	68.7%	46.1%	52.0%
	2022	49.1%	54.7%	36.1%	44.2%	66.1%	52.1%	50.4%
	2023Q1-3	49.6%	50.0%	42.9%	41.9%	69.6%	50.0%	50.7%
净利率	2020	27.4%	11.0%	21.0%	47.7%	36.7%	17.4%	26.9%
	2021	26.0%	13.5%	22.6%	30.1%	32.8%	19.9%	24.1%
	2022	28.3%	16.1%	18.1%	28.5%	27.6%	24.4%	23.9%
	2023Q1-3	30.0%	21.6%	20.6%	30.1%	32.5%	23.7%	26.4%

数据来源：iFinD、中邮证券研究所

3.2 2023H1 公司采浆量快速提升，业绩拐点显现

血制品采集到销售周期至少需要6个月时间。采集血浆后，需要经过60天检疫期，再次检验成功后才可以入血浆库，经过一系列工艺操作，生产完毕后，还需要药监局抽样批签发，这个过程最快1-2个月，批签发合格后才能进行销售，所以从血浆采集到进入市场中间过程至少需要6个月时间。2023H1 派林生物采浆量达到550吨，远超预期，6个月后，血制品产品营业收入有望有所体现。公司业绩跟采浆量相关度较大，随着2023H1 采浆量的大幅提升，我们预计派林生物在2023年下半年迎来业绩拐点。

图表29：血制品采集到销售周期至少需要6个月时间



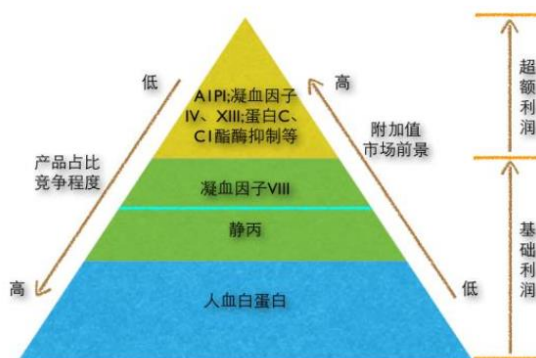
资料来源：中检所、中邮证券研究所

3.3 在研产品和出海业务有望促进公司进一步发展

3.3.1、公司在研产品有望快速扩充产品数量，提升利润率水平

公司产品数量与国外大型企业仍有较大差距，未来发展空间较大。血液中有 150 余种蛋白及因子，国外大型企业能够使用层析法分离 20 多种产品，派林生物能够分离出 11 种，相比之下，血液综合利用水平较低。同时品种数量的增多，能够提高企业的盈利能力，并且附加值较高的产品能够带来更多的利润。

图表30：血液制品利润呈现金字塔分布



资料来源：卫光招股说明书、中邮证券研究所

公司主要产品供不应求，新产品落地有望带来业绩增量。国内最大使用量的血制品是人血白蛋白，存在着供不应求的状态，国内每年需从国外进口白蛋白，进口比例高达 60%，白蛋白是公司的主要产品和收入来源之一，随着原料采浆量的增长和集采政策，公司能够进一步占据市场份额。公司的策略是优先院内市场的供应，意味着当白蛋白供大于求时，公司仍能有稳定的市场进行产品消化，我们预计未来白蛋白收入呈现先快速增长后趋于平稳的态势。

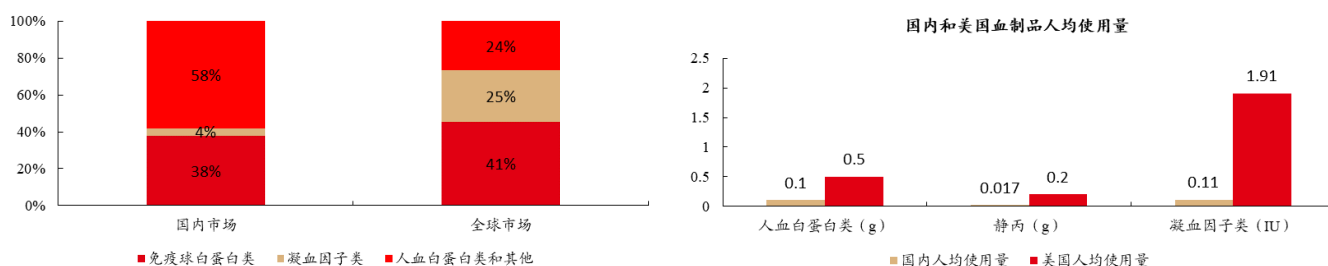
由于临床用药习惯和血液制品的认知程度不同,国内血液制品消费结构与国外市场构成存在较大差异。国内在免疫球蛋白类和凝血因子类远低于美国水平,并且免疫球蛋白类和凝血因子类属于高毛利产品,公司在研发端和销售端加大对这些产品的投入,我们预计后期有望通过以下三个产品增加吨浆利润,提高业绩:

(1) 静丙随着超适应症使用和出口海外,销售量有望快速提升;

(2) 人凝血酶复合物(PCC)获得了《药品注册证书》,丰富了公司产品线,PCC是凝血因子类的一种,属于高毛利产品,有利于增加吨浆利润;

(3) 人纤维蛋白原已提交上市许可申请。

图表31: 国内外血制品市场构成对比,国内高值产品较少 **图表32: 国内和美国血制品人均使用量差异较大**



数据来源:《工艺和研究实力决定未来血制品竞争格局》(作者:纪健)、中检所、中邮证券研究所

数据来源:中国医疗网、中邮证券研究所

图表33: 在研产品种类丰富,未来公司有望持续推出新品上市

子公司	产品种类	适应症	项目进度
广东双林	人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏症(单独或联合缺乏)包括:1.凝血因子IX缺乏症(乙型血友病),以及II、VII、X凝血因子缺乏症;2.抗凝剂过量、维生素K缺乏症;3.肝病导致的出血患者需要纠正凝血功能障碍时;4.各种原因所致的凝血酶原时间延长而拟作外科手术患者,但对凝血因子V缺乏者可能无效;5.治疗已产生因子VIII抑制物的甲型血友病患者的出血症状;6.逆转香豆素类抗凝剂诱导的出血起防水作用,使组织或材料保持所需形状,并止血和促进创口愈合。	获得《药品注册证书》
	人纤维蛋白粘合剂		临床试验阶段
	人纤维蛋白原	1)先天性纤维蛋白原减少或缺乏症,2)获得性纤维蛋白原减少症:严重肝脏损伤;肝硬化;弥散性血管内凝血;产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。	已提交上市许可申请,国家药品监督管理局药品审评中心临床试验数据核查与注册现场核查已顺利通过
	人凝血因子IX	控制和预防乙型血友病患者出血本品适用于控制和预防乙型血友病(先天性凝血因子IX缺乏症或Christmas氏病)成人及儿童患者出血	完成中试,拟申报临床

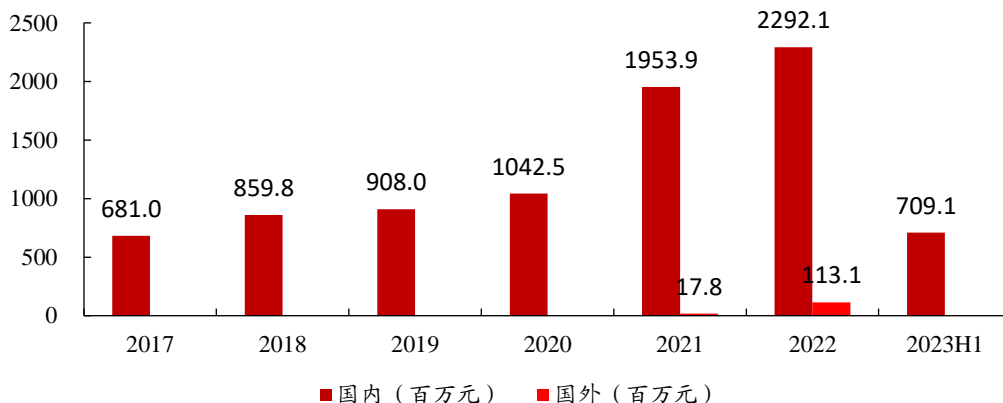
新一代静注人免疫球蛋白	免疫性血小板减少症, 川崎病, 免疫缺陷, 自身免疫性疾病, 抗磷脂综合征, 系统性红斑狼疮, 病毒感染, 肝炎, 麻疹, 细菌感染, 感染性疾病, 脓毒症	完成中试, 拟申报临床
人凝血酶	抑制局部止血	临床前研究
人抗凝血酶III (AT III)	抑制出血	临床前研究
人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏症(单独或联合缺乏)包括: 1. 凝血因子IX缺乏症(乙型血友病), 以及II、VII、X凝血因子缺乏症; 2. 抗凝剂过量、维生素K缺乏症; 3. 肝病导致的出血患者需要纠正凝血功能障碍时; 4. 各种原因所致的凝血酶原时间延长而拟作外科手术患者, 但对凝血因子V缺乏者可能无效; 5. 治疗已产生因子VIII抑制物的甲型血友病患者的出血症状; 6. 逆转香豆素类抗凝剂诱导的出血	已获得药物临床试验批件, 拟提交上市申请
派斯菲科 人凝血因子VIII	A型血友病, 抑制出血	拟申报临床
高纯静注人免疫球蛋白	免疫性血小板减少症, 川崎病, 免疫缺陷, 自身免疫性疾病, 抗磷脂综合征, 系统性红斑狼疮, 病毒感染, 肝炎, 麻疹, 细菌感染, 感染性疾病, 脓毒症	正在开展临床前试验研究工作

资料来源: 公司公告、中邮证券研究所

3.3.2、公司出海业务快速发展, 有望成为公司另一重要增长引擎

产品出海有望成为公司新的业绩增长点。全球血制品供给不足, 缺口巨大, 为国产血制品公司产品出海提供机遇, 2021年派林生物在海外出口实现较大突破, 产品静丙在东南亚、巴西等国家紧急使用, 为公司拓展了海外渠道, 2022年公司实现海外营收1.3亿元, 并且考虑到海外静丙价格普遍高于国内, 利润端存在一定优势, 产品出海能够成为公司新的增长点。未来, 公司利用陕煤集团强化销售网络, 积极尝试拓展海外市场, 利用国家“一带一路”政策积极在海外国家和地区实现产品注册并落地。

图表34: 出海业务有望成为新的公司业绩增长亮点



数据来源: iFinD、中邮证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们认为公司业绩驱动因素包含以下几个方面：第一、随着陕煤集团入主，带来陕西省及沿江省份新开浆站资源，公司浆站数量有望快速提升；第二，在存量浆站，随着献血人群数量提升，单采浆站采浆量逐年增长；第三是公司高附加值新产品数量增加，如广东双林人凝血酶原复合物上市、派斯菲科人凝血酶原复合物未来申请上市，高附加值产品的持续推出，有望带来公司整体毛利率提升；第四，陕煤集团入主后，有望通过公司内部治理，提升公司运营效率，降低各项费用率，带来净利润水平的提升。自 2023 年初放开后，浆站采血业务全面恢复，叠加新建浆站的投产，假设 2023-2025 年公司采浆量分别达到 1102 吨、1249 吨、1353 吨，吨浆收入恢复至 2022 年之前水平，预计营业收入分别为 24.5/29.5/33.9 亿元，归母净利润分别为 6.0/7.7/9.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.82/1.05/1.28 元，当前股价对应 PE 分别为 32.52/25.40/20.88 倍。我们选取了同为生物制品的天坛生物、上海莱士、博雅生物和华兰生物作为对比公司，预计 2023-2025 年公司估值与同类公司相比有一定优势。考虑到公司未来浆站资源、采浆量有较大提升空间，新产品逐步落地，公司有望跻身国内血制品行业第一梯队。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表35：公司估值远低于行业平均

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600161.SH	天坛生物	30.71	15.92%	25.83%	20.35%	21.68%	44.38	45.65	37.93	31.17
002252.SZ	上海莱士	7.43	45.24%	17.23%	15.50%	15.88%	22.73	22.72	19.67	16.98
300294.SZ	博雅生物	32.31	25.45%	19.35%	15.94%	14.70%	42.65	31.59	27.24	23.75
002007.SZ	华兰生物	23.23	-17.14%	34.15%	18.45%	16.66%	38.36	29.42	24.84	21.29
	平均		17.37%	24.14%	17.56%	17.23%	37.03	32.35	27.42	23.30
000403.SZ	派林生物	26.70	50.14%	2.46%	28.02%	21.67%	33.32	32.52	25.40	20.88

数据来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除派林生物外，参比公司的盈利预测来自 iFinD 一致预期；股价为 11 月 23 日收盘价）

5 风险提示

采浆量不及预期风险；产品销售不及预期风险；新品上市不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2405	2453	2949	3391	营业收入	22.0%	2.0%	20.2%	15.0%
营业成本	1151	1202	1430	1628	营业利润	44.1%	4.9%	27.5%	20.8%
税金及附加	17	18	21	25	归属于母公司净利	50.1%	2.5%	28.0%	21.7%
销售费用	400	368	398	441	获利能力				
管理费用	165	159	186	207	毛利率	52.1%	51.0%	51.5%	52.0%
研发费用	75	44	83	109	净利率	24.4%	24.5%	26.1%	27.6%
财务费用	-55	-8	-25	-46	ROE	8.5%	8.1%	9.4%	10.3%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	7.4%	7.6%	8.7%	9.4%
营业利润	663	696	888	1073	偿债能力				
营业外收入	3	1	1	2	资产负债率	14.0%	12.9%	12.9%	12.8%
营业外支出	6	3	4	4	流动比率	3.18	3.89	4.42	4.93
利润总额	660	694	885	1071	营运能力				
所得税	73	96	116	135	应收账款周转率	3.51	3.15	3.64	3.45
净利润	588	598	769	935	存货周转率	3.53	3.39	3.39	3.51
归母净利润	587	602	770	937	总资产周转率	0.32	0.30	0.33	0.34
每股收益(元)	0.80	0.82	1.05	1.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.80	0.82	1.05	1.28
货币资金	1001	1570	2261	3112	每股净资产	9.37	10.12	11.18	12.45
交易性金融资产	422	432	442	462	估值比率				
应收票据及应收	873	763	943	1124	PE	33.32	32.52	25.40	20.88
预付款项	58	30	42	57	PB	2.85	2.64	2.39	2.14
存货	624	825	917	1014	现金流量表				
流动资产合计	3047	3674	4672	5851	净利润	588	598	769	935
固定资产	874	759	644	529	折旧和摊销	131	115	115	115
在建工程	386	386	386	386	营运资本变动	-132	-57	-183	-179
无形资产	193	193	193	193	其他	-62	12	9	-1
非流动资产合计	4935	4833	4719	4604	经营活动现金流净额	524	668	711	870
资产总计	7982	8508	9391	10455	资本开支	-378	10	-2	-2
短期借款	275	275	275	275	其他	-178	-28	4	4
应付票据及应付	158	153	203	221	投资活动现金流净额	-556	-18	2	2
其他流动负债	526	516	580	691	股权融资	3	7	0	0
流动负债合计	959	944	1058	1187	债务融资	226	-5	0	0
其他	162	155	155	155	其他	-81	-83	-22	-22
非流动负债合计	162	155	155	155	筹资活动现金流净额	148	-81	-22	-22
负债合计	1121	1099	1213	1342	现金及现金等价物净增额	115	569	691	851
股本	732	733	733	733					
资本公积金	4779	4786	4786	4786					
未分配利润	1287	1739	2394	3191					
少数股东权益	-6	-10	-10	-12					
其他	69	160	275	416					
所有者权益合计	6861	7408	8178	9113					
负债和所有者权益	7982	8508	9391	10455					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048