

# 派林生物 (000403)

## 稳健与成长兼顾，公司进入发展快车道

### 买入 (首次)

2024年04月14日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,972	2,405	2,434	3,058	3,685
同比	87.80%	21.98%	1.18%	25.68%	20.50%
归母净利润 (百万元)	391.06	587.13	612.34	795.07	1,055.24
同比	110.29%	50.14%	4.29%	29.84%	32.72%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.53	0.80	0.84	1.09	1.44
P/E (现价&最新摊薄)	54.09	36.03	34.54	26.60	20.04

### 股价走势



### 投资要点

- **陕煤集团实力雄厚，多方面赋能公司长远发展：**2023年，公司控股股东变更为胜帮英豪（陕煤集团），实际控制人变更为陕西省国资委。我们预计陕煤集团入主后，公司的采浆资源将获得大幅提升，公司未来发展可获得来自陕煤集团的资金、技术、渠道等全方面资源的支持和保障。
- **采浆量突破千吨，跻身国内血制品行业第一梯队：**公司目前有38个单采血浆站，在营浆站32个，居行业前列。我们预计2023年全年采浆量将超过1000吨，同比增长约50%。仅考虑公司在营和在建浆站，暂不考虑潜在的新获批浆站和外延并购浆站的影响，预计公司2025年采浆量达到1600吨，相比2022年采浆量提升100%，是血制品企业中采浆量提升空间较大的公司。
- **产品结构化升级，吨浆利润有望不断提升：**公司产品品种合计达到11个，产品数量位居行业前列。在研产品近10个，新产品上市有望进一步提升吨浆利润。其中，高浓度静注人免疫球蛋白（层析法）对吨浆利润的提升贡献显著，我们预计派斯菲科和广东双林两个子公司今年能申请到该产品的临床批件并开展临床试验，估计2026年-2027年公司的层析静丙能够获批上市。
- **公司吨浆市值较低，被低估的成长型血制品公司：**按照2023年的采浆量计算，公司的吨浆市值为1729万元/吨，仅高于卫光生物，处在行业内较低的位置，说明公司市值被低估。
- **战略性布局静丙常规出口业务，助力公司长远发展：**比起我国国内的静丙市场，海外对静丙有更加广泛的需求和应用，对静丙有较大的进口需求。海外静丙价格普遍高于国内，静丙出口是公司的长期战略。公司已从静丙的应急出口，逐步拓展海外常规注册渠道。随着巴西等国注册准入备案批准，我们认为未来公司的产品出海前景向好。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为24.34、30.58、36.85亿元，归母净利润分别为6.12、7.95、10.55亿元，当前市值对应PE分别为35倍、27倍和20倍。血制品行业成长空间广阔，行业集中度高，公司作为血制品公司中被低估的弹性标的，陕煤集团有望通过“内生+外延”助力公司新浆站增长，公司2023年为业绩拐点，24-25年保持高增长。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**业绩低于预期风险，新浆站批文数量不及预期，集采等政策风险，产品价格下调风险等。

### 市场数据

收盘价(元)	28.31
一年最低/最高价	17.49/31.25
市净率(倍)	2.91
流通A股市值(百万元)	19,467.86
总市值(百万元)	20,743.99

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.74
资产负债率(% ,LF)	13.53
总股本(百万股)	732.74
流通A股(百万股)	687.67

### 相关研究

《派林生物(000403): 血制品业务保持稳健增长, 外延并购打开成长空间》

2020-08-28

## 内容目录

<b>1. 千吨级血制品公司，跻身国内血制品行业第一梯队</b>	<b>4</b>
1.1. 公司发展历程	4
1.2. 控股股东变更为陕西国资委，为公司注入发展新动力	5
1.2.1. 陕煤集团实力雄厚，陕西省龙头企业	6
1.2.2. 陕煤集团战略布局长江沿岸省市的能源支持工作	7
1.2.3. 陕煤集团投资项目众多，着眼于甘肃和新疆	7
1.3. 业绩拐点已至，盈利能力持续增长	7
<b>2. 浆源和品种拓展迎发展新阶段，利用率进一步提升</b>	<b>8</b>
2.1. 血制品行业集中度不断增强，呈现寡头垄断格局	8
2.2. 浆站数处于行业前列，采浆能力进入快车道	9
2.2.1. 大力推动浆站扩展工作，战略合作推动浆站量增长	9
2.2.2. 采浆量逐年攀升，2023 年进入千吨级血制品梯队	11
2.3. 产品结构化升级，吨浆利润有望不断提升	11
2.3.1. 公司的产品数量不断增加，层析静丙是在研的重点项目	11
2.3.2. 血吨浆收入居行业前列，吨浆利润稳步提升	12
2.3.3. 公司的能力位于行业前列，产能未来有望提升至 3000 吨	13
2.3.4. 公司吨浆市值较低，被低估的成长型血制品公司	13
<b>3. 血制品出口是公司未来成长新动力</b>	<b>14</b>
3.1. 以疫情为契机实现静丙应急出口，长期出口空间逐步扩展	14
3.2. 海外市场需求大，高性价比助力国产静丙出海	15
3.2.1. 静丙在海外的适应症更多，用量更大	15
3.2.2. 静丙出口的价格优势	17
3.2.3. 战略性布局静丙常规出口业务，长期前景向好	18
<b>4. 盈利预测与估值评级</b>	<b>18</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司主要股东变化情况 (持股比例单位: %)	5
图 3:	2015-2023 年陕煤集团在世界 500 强的排位变化	6
图 4:	2015-2023 年陕煤集团营业收入情况	6
图 5:	公司营业总收入分析	7
图 6:	公司归母净利润分析	7
图 7:	公司扣非归母净利润分析	8
图 8:	公司 2018-2023 年费用率变化分析	8
图 9:	全球血液制品市场规模预测 (亿美元)	9
图 10:	全球近年采浆量统计 (吨)	9
图 11:	中国血液制品市场规模 (亿元)	9
图 12:	中国近年采浆量统计 (吨)	9
图 13:	国内血制品企业产品种类竞争格局	11
图 14:	2020 年静脉注射免疫球蛋白市场地区占比	16
图 15:	2017 年美国按疾病状态划分的静丙使用情况	16
图 16:	静丙在美国获批适应症情况	16
图 17:	静丙在中国获批适应症情况	16
图 18:	2021 年各国人均静丙使用量 (g/千人/年)	17
图 19:	2021 年中国血制品主要出口国家 (吨)	17
图 20:	静丙国内外价格对比	17
图 21:	血制品公司估值表	18
表 1:	公司管理层信息	5
表 2:	公司在营浆站数量变化 (单位: 个)	10
表 3:	还未被并购的国内血制品公司主要标的	10
表 4:	部分血制品公司的浆站数及采浆量	11
表 5:	公司在研管线及进展	12
表 6:	部分血制品公司的吨浆利润水平	13
表 7:	部分血制品公司的产能对比	13
表 8:	部分血制品公司的吨浆市值对比	14
表 9:	国内主要血制品企业国际化布局	14

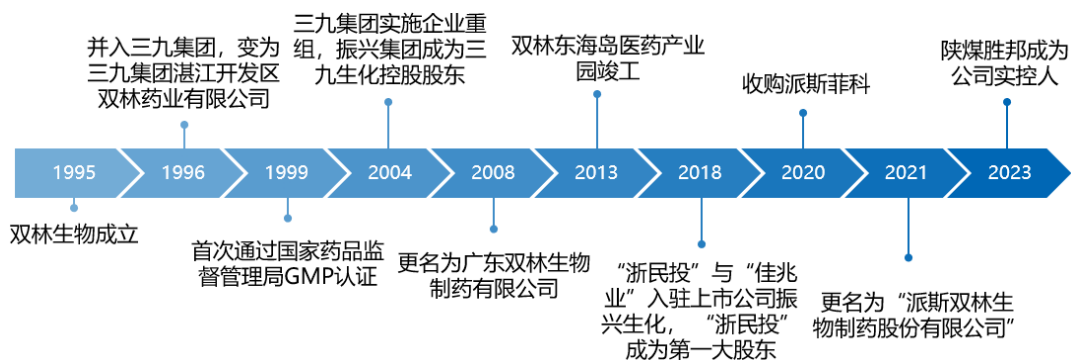
## 1. 千吨级血制品公司，跻身国内血制品行业第一梯队

派林生物的主营业务为血液制品的研究、开发、生产和销售，公司通过内生式增长及外延式扩张并举，不断提升行业地位，处于我国国内血液制品行业的第一梯队。旗下企业主要有广东双林生物制药有限公司和哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司，双方产品互补，包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（PH4）、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等，品种合计达 11 个。广东双林与派斯菲科均具备二十多年血液制品生产和销售经验，二者通过合作，进一步增强了品牌效应及协同优势。

### 1.1. 公司发展历程

广东双林生物制药有限公司始建于 1995 年，前身为海军海耀生物制品研究所，此后，公司经历了 25 年的改名与重组。1998 年，公司并入三九集团，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；2004 年，三九集团实施企业重组，振兴集团成为三九生化控股股东；2008 年，公司正式更名为广东双林生物制药有限公司；2010 年，总公司“三九生化”更名为“振兴生化”；2019 年，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”；2021 年，完成了对哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司的并购重组，上市公司更名为“派斯双林生物制药股份有限公司”，证券简称变更为“派林生物”。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司的现任董事长、董事，李昊，研究生学历，高级政工师。曾任陕西路桥集团分公司办公室主任、陕西煤炭运销（集团）公司纪委副书记、陕西煤炭交易中心有限公司董事、陕西煤业化工集团公司企业管理部副总经理。现任胜帮科技股份有限公司党委书记、董事长。

公司的现任董事、联席董事长，付绍兰，硕士学历，研究员级高级工程师。2011 年硕士毕业于英国剑桥商学院项目管理专业。现任哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司董事长兼总经理、哈尔滨同泰生物制品有限公司执行董事、哈尔滨同智成科技开发有限公司执行董事兼总经理、哈尔滨兰香生物技术咨询有限公司执行董事、哈尔滨世亨土地整理

开发有限公司董事。曾任黑龙江省应用微生物研究所研究员、黑龙江省应用微生物研究所制药厂厂长、哈尔滨世亨生物工程药业股份有限公司董事长兼总经理。

表1: 公司管理层信息

姓名	职务	主要任职经历
李昊	董事长	陕西煤业化工集团公司企业管理部副总经理 胜帮科技股份有限公司党委书记、董事长 哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司党委书记,董事长兼总经理
付绍兰	联席董事长	哈尔滨同智成科技开发有限公司执行董事兼总经理 哈尔滨兰香生物技术咨询有限公司执行董事
黄晓英	董事, 副总经理	陕西陕化煤化工集团有限公司机关第二党支部书记,人力资源部部长
司文彬	董事, 副总经理	蒲城清洁能源化工有限公司人力资源部部长
叶兰	董事, 副总经理	胜帮科技股份有限公司办公室主任
闫磊	董事, 副总经理	哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司董事长助理
杨莉	董事	哈尔滨兰香生物技术咨询有限公司总经理
荣先奎	总经理	广东双林生物制药有限公司执行董事
王晔弘	财务总监	浙江民营企业联合投资股份有限公司高级投资经理
赵玉林	董事会秘书	广东双林生物制药有限公司副总经理

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

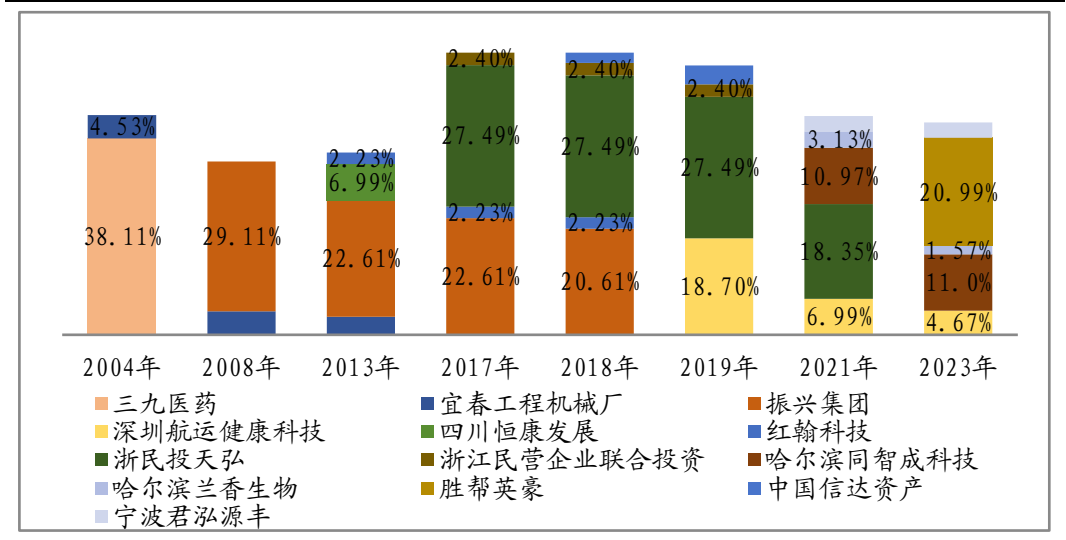
## 1.2. 控股股东变更为陕西国资委, 为公司注入发展新动力

公司的大股东过去变动较为频繁, 1996年上市时的控股股东为三九医药, 2005年, 振兴集团受让三九医药的29.11%股份, 成为控股股东。振兴集团一直控股公司到2016年。2017年, 浙民投天弘投资合伙企业(简称“浙民投”)通过要约收购成为公司控股股东。2021年, 公司完成对哈尔滨派斯菲科的并购, 派斯菲科的创始人付绍兰也因此成为派林生物的董事长。2017-2021年, 公司的控股股东一直是“浙民投”。直到2023年, “浙民投”将所持公司20.99%股权转让给陕西煤业化工集团有限责任公司旗下共青城胜帮英豪投资合伙企业。公司控股股东变更为胜帮英豪(陕煤集团旗下控股100%的企业), 实际控制人变更为陕西省国资委。二股东为哈尔滨同智成科技开发有限公司, 持股比例为11%。三股东为深圳航运健康科技有限公司, 持股比例为4.67%。

浆站资源是血制品公司的核心竞争力, 新浆站拓展考验政府公关能力, 国企或央企背景拥有较强的优势。我们预计陕煤集团入主后, 公司的采浆资源将获得大幅提升, 公司未来发展可获得来自陕煤集团的资金、技术、渠道等全方面资源的支持和保障。

图2: 公司主要股东变化情况(持股比例单位: %)



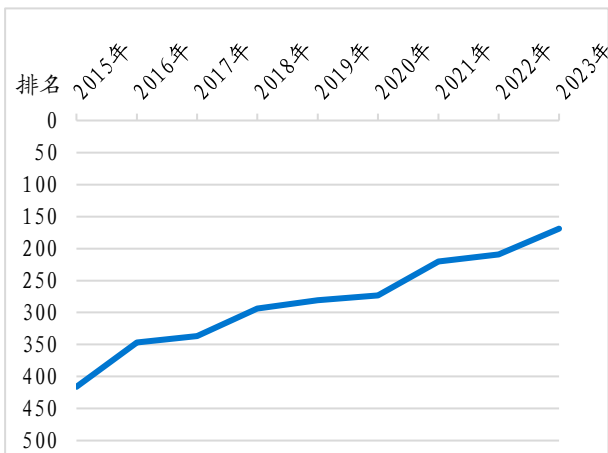


数据来源：wind，东吴证券研究所

### 1.2.1. 陕煤集团实力雄厚，陕西省龙头企业

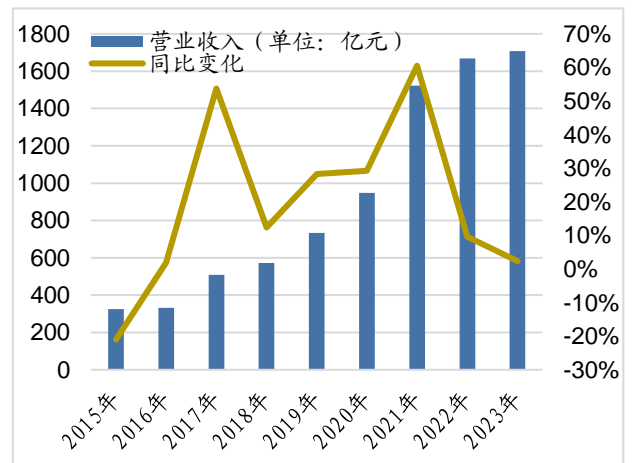
陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”）是陕西省唯一的特大型国有煤炭企业集团，当前控股股东及实控人均均为陕西省国资委。陕煤集团自 2004 年成立以来，经过 19 年的改革发展，形成了“煤炭开采、煤化工、燃煤发电、钢铁冶炼、机械制造、建筑施工、铁路投资、科技、金融、现代服务”等相关多元互补、协调发展的产业格局。旗下二级全资、控股、参股企业 60 多个，上市公司 5 家，员工总数 14 万余人，资产总额达到 7200 亿元。作为陕西省的煤炭产业龙头企业，陕煤集团实现了从煤炭开采到化工产品生产的全产业链发展。陕煤集团规模位居陕西省国资委监管企业第二位，2015 年首次进入《财富》世界 500 强，连续 9 年入榜，排名稳步提升，位列 2023 年世界 500 强榜单第 169 位，位列 2023 年中国企业 500 强第 51 位。

图3：2015-2023 年陕煤集团在世界 500 强的排位变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：2015-2023 年陕煤集团营业收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 1.2.2. 陕煤集团战略布局长江沿岸省市的能源支持工作

陕煤集团除了巩固陕西省内市场，继续覆盖长江经济带、东部沿海等中国经济最发达的区域，形成“沿海看国能、中部看陕煤”战略格局。长江经济带主要包括如下省份：湖南、湖北、江西、重庆、四川和云南。2023年陕煤集团煤炭总销量达2.67亿吨，煤炭铁运总量1.42亿吨，向19个省（自治区、直辖市）提供能源支持，三方中长协合同兑现率达101.66%，有力保障了下游电力等企业平稳运行和经济社会稳定发展。集团收到了来自重庆市经信委、湖北能源集团、陕西省发改委等单位发来的感谢信，对过去一年在能源保供方面的支持表示感谢。体现了陕煤集团和保供区域的地方政府建立了良好的合作基础，有利于后续浆站资源拓展工作的展开。

### 1.2.3. 陕煤集团投资项目众多，着眼于甘肃和新疆

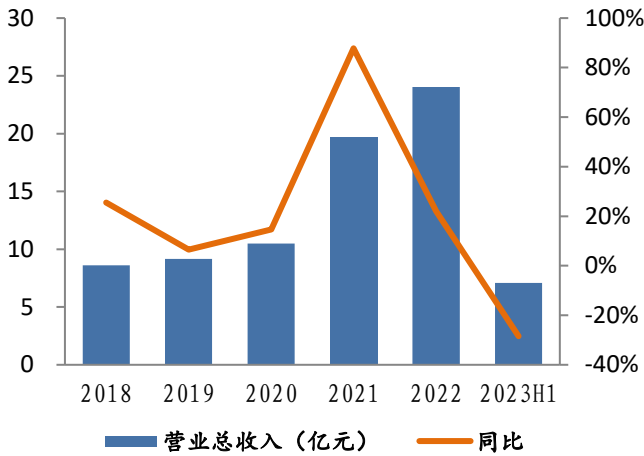
截至2023年，陕煤集团先在甘肃省玉门市投资新能源可降解材料碳中和产业园，共出资163亿，出资比例达100%。之后又在新疆新星市投资煤基产业、硅基产业、新能源及输配电、物流产业等领域，涉及系列项目总投资约2000亿。陕煤集团各类重大投资遍布全国，尤其是蕴藏丰富能源的西部地区，这些项目不仅体现了陕煤集团雄厚的资金实力和资源优势，也为后续浆站资源拓展奠定了良好的基础。

## 1.3. 业绩拐点已至，盈利能力持续增长

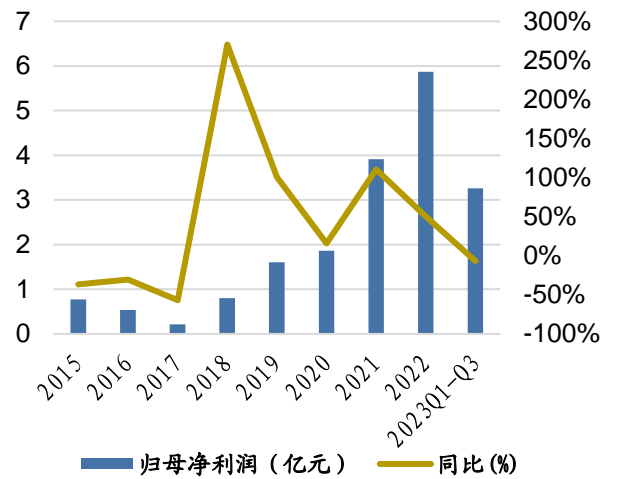
公司近几年营业收入稳步增长，2023年业绩拐点出现。2023年上半年公司实现营业收入总收入7.09亿元，同比下降28.45%，归母净利润0.56亿元，同比下降46.62%、扣非归母净利润0.36亿元，同比下降59.73%，主要原因是2022年下半年新疆浆站原料血浆停采时间较长和其他浆站采浆受影响，导致2023年上半年可销售产品数量有限，随着疫情影响消退，公司的血浆供应和产品销售将快速恢复正常，公司预计全年业绩将呈现前低后高趋势，2023年业绩迎来拐点，看好公司长期业绩稳健增长。

图5：公司营业总收入分析

图6：公司归母净利润分析



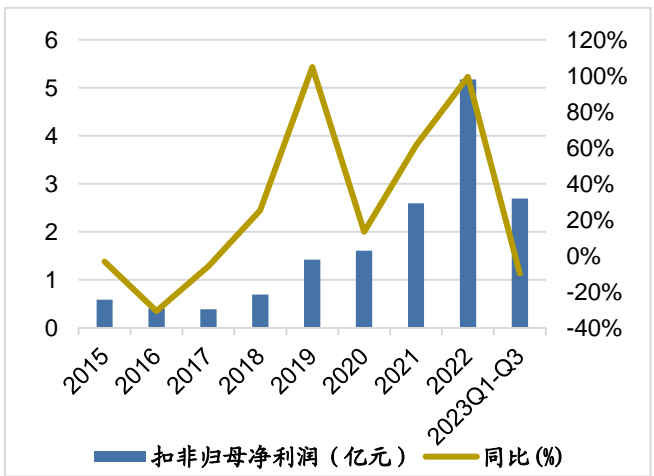
数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

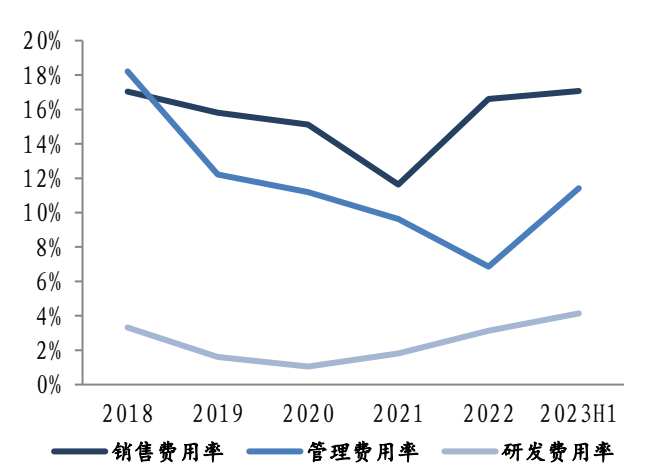
血制品生产业务是公司最主要收入来源。2023 年上半年, 血制品业务收入占公司总收入的比例为 99.7%。公司 2023 年上半年销售费用同比下降 5.81%, 管理费用同比下降 1.63%, 研发费用同比上升 16.25%, 可见公司费用控制较好, 且不断加大研发投入。

图7: 公司扣非归母净利润分析



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图8: 公司 2018-2023 年费用率变化分析



数据来源: wind, 东吴证券研究所

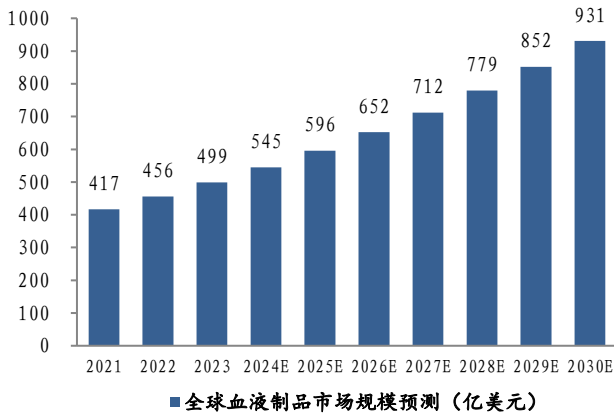
## 2. 浆源和品种拓展迎发展新阶段, 利用率进一步提升

### 2.1. 血制品行业集中度不断增强, 呈现寡头垄断格局

血液制品起源于 20 世纪 40 年代二战期间, 经过多年的快速发展, 产品品种已由最初的人血白蛋白发展到人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子类等 20 多个品种, 根据国外血液制品行业发展历程, 从 20 世纪末超 100 家至目前仅剩不到 20 家血液制品企业, 全球血液制品企业不断通过并购重组走向集中, 海外血液制品企业产量前五位的企业市场份额占比超 80%, 行业整体呈寡头垄断格局, 集中度较高。根据 Research and Markets 数据, 2030 年全球血液制品市场规模有望突破 931 亿美元, 增长态势良好。

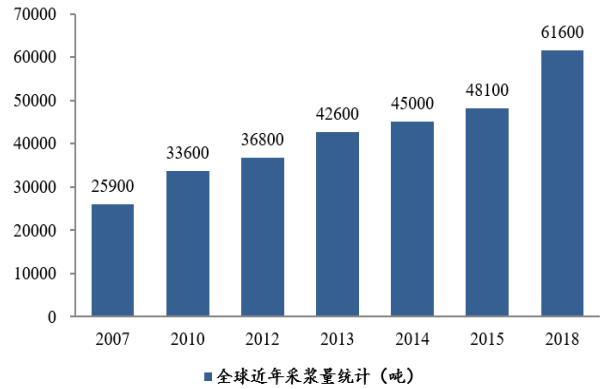


图9：全球血液制品市场规模预测（亿美元）



数据来源：Research and Markets，东吴证券研究所

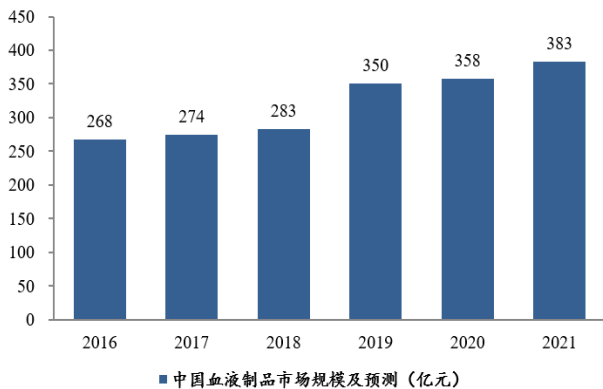
图10：全球近年采浆量统计（吨）



数据来源：Statista，东吴证券研究所

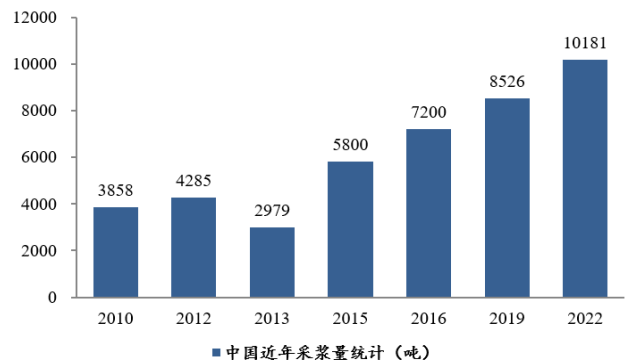
近年来，我国采浆量逐年增长，至 2022 年已达 10181 吨，未来随着浆站数的增加，采浆总量有望实现进一步提升。我国对血液制品行业严格监管，血液制品行业长期处于供不应求的状态，我国年采浆量仅占全球采浆量约 16%，产品种类最多的企业仅 14 种，目前我国血液制品市场规模超 400 亿元，对比欧美成熟市场我国血液制品行业成长空间巨大。未来，随着我国国民经济发展与医疗保障体系的完善，以及医生对血液制品的合理使用认知水平的提升，血液制品临床使用量将不断增加，市场容量将不断扩大，预计 2025 年中国血制品行业市场空间有望提升至 1,000 亿元左右。

图11：中国血液制品市场规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图12：中国近年采浆量统计（吨）



数据来源：公司公告、卫健委，东吴证券研究所

## 2.2. 浆站数处于行业前列，采浆能力进入快车道

### 2.2.1. 大力推动浆站扩展工作，战略合作推动浆站量增长

截至 2024Q1，公司拥有 38 个单采血浆站，居行业前列。广东双林作为广东省最大的血液制品高新技术企业，拥有 19 个单采血浆站（包括新疆德源 6 个浆站），已在单采单浆站 17 个，2 个建设完成等待验收；派斯菲科作为东北三省唯一三大类产品齐全的

血液制品高新技术企业，拥有 19 个单采血浆站，已在采单采血浆站 15 个，待验收单采血浆站 4 个，今年待验收浆站有望陆续完成验收开始采浆。

2020 年，广东双林为支持新疆德源解决资金问题，将提供总金额不超过 6.4 亿元的资金借款，并与新疆德源战略签署了“供浆”的合作协议。2021 年和 2024 年分别又签署了补充协议，进一步深化了与新疆德源战略合作。目前，合作年度延长到了 2028 年 6 月（共 8 个合作年度）；2024 年开始每年新疆德源的供浆量提高到至少 200 吨；2025 年起，若新疆德源的供浆量超过 200 吨/年，则每年超过 200 吨的血浆部分在原约定采购价款基础上增加 7 万元/吨支付给相应浆站。另外，若供浆量超过 500 吨/年，则专项奖励 500 万元款项给相应浆站；若供浆量超过 600 吨/年，则再予以专项奖励 500 万元款项给相应浆站。总之，通过补充协议保证了新疆德源供浆量的稳步增长。

表2：公司在营浆站数量变化（单位：个）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
广东双林/个	11	11	11	13	13
新疆德源/个	6	6	6	6	6
派斯菲科/个	10	11	14	19	19
在营浆站总计/个	27	28	32	38	38

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**行业并购整合加速，公司有望通过并购进一步增加浆站数量。**2001 年后国家不再新批血液制品生产企业且所有血制品企业必须通过 GMP 认证，淘汰了一批生产能力不达标的小企业。近年来，我国血液制品企业兼并收购事件频发，行业集中度不断提升。长远来看，参照欧美成熟市场发展趋势，中国血制品行业已经走上政策引导及市场竞争推动下的行业整合之路，领先企业与一般企业之间的分化日益加剧。浆站数量较少，产品种类不足的企业是下一波被潜在并购的标的。派林生物有望抓住行业变革的历史机遇，进一步扩张“浆站版图”，采浆规模有望跻身血制品行业第一梯队前列。

表3：还未被并购的国内血制品公司主要标的

公司	地点	浆站数量（个）
山东泰邦生物制品有限公司	山东省泰安市高新区	16
贵州泰邦生物制品有限公司	贵州省贵阳市花溪区	11
新疆德源生物工程有限公司	新疆乌鲁木齐高新技术产业开发区	8
绿十字（中国）生物制品有限公司	安徽省淮南市经济技术开发区	4
诺一生物医药股份有限公司	上海市闵行区	4
武汉中原瑞德生物制品有限责任公司（被 CSL 收购）	武汉东湖新技术开发区	5
四川远大蜀阳药业有限责任公司	成都高新区	17
山西康宝生物制品股份有限公司	山西省长治市潞州区	12
南岳生物制药有限公司	湖南省衡阳市雁峰区	7
广东丹霞生物制药有限公司	广东省韶关市西郊沐溪工业园	17

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

### 2.2.2. 采浆量逐年攀升，2023 年进入千吨级血制品梯队

派林生物 2022 年全年采浆量超 800 吨，2023 年在营浆站 32 个，我们预计 2023 年全年采浆量超过 1200 吨，同比增长约 50%。仅考虑公司在营和在建浆站，暂不考虑潜在的新获批浆站和外延并购浆站的影响，预计公司 2025 年采浆量达到 1600 吨，相比 2022 年采浆量提升 100%，是几家同比公司中采浆量提升空间较大的公司。龙头公司天坛生物在营浆站 80 个，2022 年采浆量达 2035 吨，预计 2025 年采浆量达 3500 吨，采浆量提升空间为 72%。

表4：部分血制品公司的浆站数及采浆量

	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	卫光生物	博雅生物
在营浆站总数/个	80	42	32	32	9	14
2022 年采浆量 (吨)	2035	1400	1100	800	467	439
2023 年预计采浆量 (吨)	2415	1540	1342	1200	537	467
YoY	19%	10%	22%	50%	15%	6%
2024 年预计采浆量 (吨)	2777	1694	1610	1400	600	530
YoY	15%	10%	20%	17%	12%	13%
2025 年预计采浆量 (吨)	3500	2000	1800	1600	700	600
YoY	26%	18%	12%	14%	17%	13%
采浆量增量空间预测	72%	43%	64%	100%	50%	37%

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

### 2.3. 产品结构化升级，吨浆利润有望不断提升

#### 2.3.1. 公司的产品数量不断增加，层析静丙是在研的重点项目

目前，国际领先的血制品生产企业已可以分离出超过 24 种类别的产品，一般性企业也可以生产超过 15 类产品。相比之下，国内企业血浆综合利用率尚有很大的提升空间，公司已着手加大技术投入，以提高血浆利用率，优化产品结构。

广东双林目前拥有 3 大类 8 个品种的生产能力，包括人血白蛋白、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、人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物。派斯菲科拥有 3 大类 9 个品种的生产能力，包括人血白蛋白、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、人纤维蛋白原、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、静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)。广东双林和派斯菲科产品品种合计达到 11 个，双方产品互补，产品数量位居行业前列。

图13：国内血制品企业产品种类竞争格局

类别	品种	天坛生物	上海莱士	华兰生物	泰邦生物	派林生物	博雅生物	卫光生物
白蛋白	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	冻干人血白蛋白	√						
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	静脉注射用人免疫 (PH4)	√	√	√	√	√	√	√
	冻干静脉注射用人免疫球蛋白 (PH4)	√	√			√	√	√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√
	冻干乙型肝炎人免疫球蛋白	√						
	静注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)	√						
	破伤风人免疫球蛋白	√	√	√	√	√		√
	组织胺人免疫球蛋白	√						√
	高浓度10%静注人免疫球蛋白	√						
凝血因子类	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	√	
	人凝血因子VII	√	√	√	√	√	√	
	外用冻干人凝血酶		√	√				
	外壳用冻干纤维胶蛋白		√	√				
	人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√	√
	注射用重组人凝血因子VIII	√						
	总计	16	12	11	9	11	9	9

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

派林生物拥有国内领先的研发实力，公司在研产品近 10 个，具体项目包括人纤维蛋白粘合剂、人纤维蛋白原、人凝血因子IX、新一代高浓度静注人免疫球蛋白、人凝血酶等，未来产品数量将持续增加，产品数量将位居行业前列。尤其是高浓度静注人免疫球蛋白（层析法）对吨浆利润的提升贡献显著，我们预计派斯菲科和广东双林两个子公司今年能申请到该产品的临床批件并开展临床试验，预计 2026 年-2027 年公司的层析静丙能够获批上市。

表5：公司在研管线及进展

所属公司	研发项目	产品类别	第一例受试者入组日期	研发进展
广东双林	人纤维蛋白粘合剂	凝血因子类	-	临床试验阶段
广东双林	人凝血因子IX	凝血因子类	-	临床进行中
广东双林	新一代静注人免疫球蛋白	免疫球蛋白类	-	完成中试，拟申报临床
广东双林	人凝血酶	凝血因子类	-	临床前研究
广东双林	人抗凝血酶III (ATIII)	凝血因子类	-	临床前研究
派斯菲科	高纯静注人免疫球蛋白	免疫球蛋白		正在开展临床前试验研究工作
派斯菲科	人凝血酶原复合物	凝血因子类	2014-01-09	临床 III 期进行中
派斯菲科	人凝血因子VIII	凝血因子类	-	拟申报临床

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.3.2. 血吨浆收入居行业前列，吨浆利润稳步提升

公司的血浆利用率较高，2023 年公司的归母净利润约为 6.12 亿元，吨浆利润为 72 元/吨，与行业其他血制品企业相比，处于行业中等水平，吨浆收入仅次于上海莱士和博雅生物，具备行业竞争优势。2023 年 H1 吨浆收入为 128.47 万元/吨，吨浆利润为 18.95 万元/吨，随着公司产品数量不断增多，新产品上市后，公司吨浆净利润将进一步提升。吨浆净利润有望稳步提升。

**表6: 部分血制品公司的吨浆利润水平**

	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	卫光生物	博雅生物
预计 2023 年投浆量 (吨)	2174	1386	1074	850	483	430
预计 2023 年血制品业务的 归母净利润 (亿元)	11.1	14.4	9.0	6.1	2.2	4.0
预计 2023 年吨浆利润(万元/吨)	51	104	84	72	46	93

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

### 2.3.3. 公司的能力位于行业前列，产能未来有望提升至 3000 吨

广东双林和派斯菲科作为派林生物最主要的产能“工厂”，这两家公司的产能密切关系着派林生物的原料血浆采集规模。截至 2023 年年底，广东双林产能约为 750 吨，派斯菲科产能约为 1200 吨。我们预计在 2025 年双林有望突破 1500 吨产能；派斯菲科在 2025 年预计突破 1500 吨。两家子公司的产能迅速提升，我们预计未来有望产能提升至 3000 吨。届时，公司产能预计排在血制品公司中前三位。

**表7: 部分血制品公司的产能对比**

	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	卫光生物	博雅生物
2023 年产能 (吨)	3200	2000	1600	1950	400	660
未来新增产能 (吨)	2400	-	1800	1050	800	1200
未来总产能 (吨)	5000	2000	3400	3000	1200	1860

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

### 2.3.4. 公司吨浆市值较低，被低估的成长型血制品公司

按照 2023 年的采浆量计算，公司的吨浆市值为 1729 万元/吨，仅高于卫光生物，处在行业内较低的位置。说明公司市值被低估，当前的市值水平没有很好反映公司采浆量的增长性。我们预计公司在 2025 年依靠自身现有的浆站，采浆量有望达到 1500-2000 吨，外延并购如果达成，还会进一步赋能公司的采浆量增长。



表8: 部分血制品公司的吨浆市值对比

	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	卫光生物	博雅生物
2023 年采浆量 (吨)	2415	1540	1342	1200	537	467
总市值 (万元)	4513350	4498990	3436279	2074399	630958	1511738
当前吨浆市值 (万元/吨)	1869	2921	2561	1729	1175	3237

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

注: 上表中为 2024 年 4 月 13 日的各公司总市值

### 3. 血制品出口是公司未来成长新动力

#### 3.1. 以疫情为契机实现静丙应急出口, 长期出口空间逐步扩展

国内企业血制品出口以静丙为主。静丙相较于其他类型的血制品, 应用更为广泛、收益也相对较高, 新冠疫情又进一步推动大众对于静丙治疗作用认知的提升, 提高了医生端和患者端对于静丙治疗自身免疫性疾病以及原发性免疫缺陷的知晓率以及诊断率, 据 Research Reports World 数据, 静脉注射免疫球蛋白 (IVIG) 2022 年市场规模达 103.1 亿美元, 预计在未来几年达到 154.7 亿美元, GAGR 为 5.9%。新冠疫情期间, 全球血液制品行业原料血浆采集及产品供应整体趋紧, 由于欧美出口南美、东南亚各国的血制品大幅下降, 导致部分新兴国家出现血制品供应短缺, 国内企业开始逐渐抓住应急供应需求, 首次实现静丙的对外出口。

目前, 国内血制品企业中派林生物、上海莱士和远大蜀阳已有静丙出口东南亚、南美等国家的业务, 天坛生物、博雅生物等公司也在疫情期间实现了海外销售的突破。随着疫情趋于稳定, 静丙出口也从应急出口向长期战略供应转变。例如: 基于疫情期间与海外各国应急出口的良好合作关系, 派林生物与巴西最大的药品生产、配送及零售业巨头之一 Hypera Pharma 子公司 BRAINFARMA 签订了双向排他合作框架协议, 上海莱士基于基立福全球销售渠道与基立福巴西签署协议销售静丙产品。这表明部分国内血制品企业已从静丙的应急出口, 逐步拓展海外渠道, 已经发展为长期、规范化战略出口供应, 有望带动中国整体血制品市场空间的拓展。

表9: 国内主要血制品企业国际化布局

公司	时间	事件
天坛生物	2020 年	成都蓉生乙免、武汉血制狂免取得了蒙古国药品注册证书; 成都蓉生静丙 (5g) 的出口工作有序开展。2020 年实现海外营收 5434.8 万元, 毛利率 56.60%, 同比下降 23.9%。
	2021 年	公司加快推进重点产品的海外注册工作, 涵盖静丙、乙免和狂免等多个品种。2021 年实现海外营收 5662.8 万元, 毛利率 55.97%, 同比增长 4.19%。
	2022 年	公司细化国际化经营规划及行动计划, 积极推动海外市场拓展工作, 实现了巴西

		市场的销售；加快推进重点产品的海外注册工作。海外营业收入 1.14 亿元，毛利率 53.13%，同比增长 100.75%。
	2023 年	公司开展出口产品分装线场地转移变更；积极开拓市场，获得静注人免疫球蛋白 (pH4) 产品澳门上市备案；根据公司研发进程，开展拟上市产品国际注册准备。2023H1 海外营业收入 137.6 万，毛利率 63.25%，同比下降 96.82%。
上海莱士	2021 年	公司紧抓海外血制品供应短缺机会，大力拓展海外市场，出口业务实现收入 2.73 亿元，同比增长 188%。
	2022 年	借助基立福全球销售渠道及营销网络建设，积极拓展海外市场，出口业务稳定发展。2022 年 2 月，子公司同路生物与基立福巴西签署了相关协议，向其销售相关静丙产品，协议总金额 1600 万美元。2022 年全年出口营收 1.69 亿元，占总营业额 2.58%，同比下降 38.5%。
派林生物	2020 年	子公司派斯菲科一直有向中国香港和东南亚出口，但规模相对有限，公司进一步推动出口业务，拟进一步提升出口规模；子公司广东双林表示正在推进多个国家的准入工作。
	2021 年	2021 年开始，公司与巴西最大的药品生产、配送及零售业巨头之一的 HyperaPharma 展开合作，以应急采购出口模式向巴西市场销售血液制品。
	2022 年	2022 年 4 月，公司与 Hypera 旗下制药板块子公司 BRAINFARMA 签订了双向排他合作框架协议，共同推动静丙在巴西的法规注册出口贸易，合作期拟不低于 5 年；2022 年海外销售收入 1.13 亿元，同比增长 534.38%。
	2023 年	公司正与多个国家和地区的合作伙伴推进海外市场法规注册出口的长期贸易机会。2023 年 5 月，Hypera 旗下制药板块子公司 BRAINFARMA 与子公司双林签订独家许可和供应协议，产品正按照程序办理巴西国家卫生监督管理局法规注册准入备案。
博雅生物	2021 年	静丙从 2020 年下半年开始纳入公司的重点学术推广品种，同时出口环节还保持着一定的出货量。
	2022 年	加快产品与地区国际市场注册，拓展国际商业模式。2022 年 4 月，公司与华润医商签订《合作框架协议》，约定共同开发博雅生物生产的产品在除中国大陆地区以外的国际市场开发业务。
远大蜀阳	2020 年	向部分海外国家出口静丙 4 万瓶，助力全球疫情防控阻击战。
	2022 年	远大蜀阳新生产基地投产的静丙实现首次出口南美国家；人血白蛋白首次实现出口。

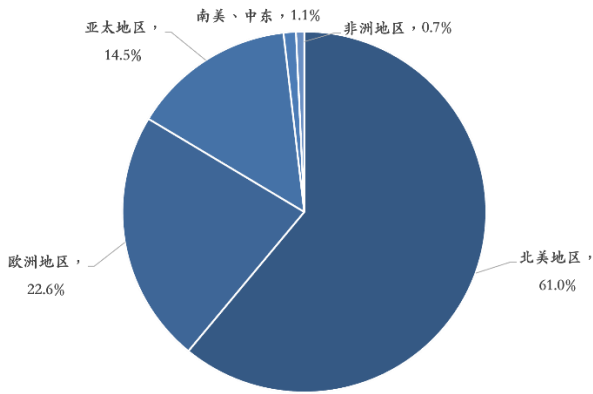
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 3.2. 海外市场需求大，高性价比助力国产静丙出海

### 3.2.1. 静丙在海外的适应症更多，用量更大

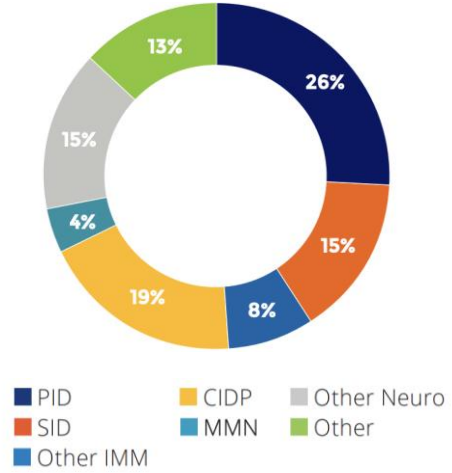
静脉注射免疫球蛋白市场由北美主导，2020 年北美地区占全球静丙的市场份额为 60.99%。市场增长归因于对用于治疗免疫缺陷疾病的产品认识不断提高，临床医生的认知不断增加，慢病的用药时间逐步延长，以及医疗保健支出不断增加。

图14：2020年静脉注射免疫球蛋白市场地区占比



数据来源：Pubmed，东吴证券研究所

图15：2017年美国按疾病状态划分的静丙使用情况



数据来源：Pubmed，东吴证券研究所

静丙在美国获批的适应症有9种，我国有8个适应症（ITP于2023年获批）。美国算上推荐使用静丙的超适应症约为30种，我国只有6种。一些自免疾病，如：ITP、CIDP、SLE等，患者生存期很长，都需要长期用静丙。而国内主要用在血液科（新生儿溶血、败血症、川崎病）和感染类（如重症肺炎、病毒感染等）。覆盖科室较少，用药时程比较短。

图16：静丙在美国获批适应症情况

血液科	慢性淋巴细胞白血病	慢性B细胞淋巴瘤	免疫介导的血小板减少症
风湿免疫科	常见变异型免疫缺陷病	体液免疫缺陷相关的原发性免疫缺陷病	
神经科	慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病 (仅针对Gamunex单一品牌)	多灶性运动神经病	
儿科	川崎病	儿童HIV感染	

数据来源：Pubmed，东吴证券研究所

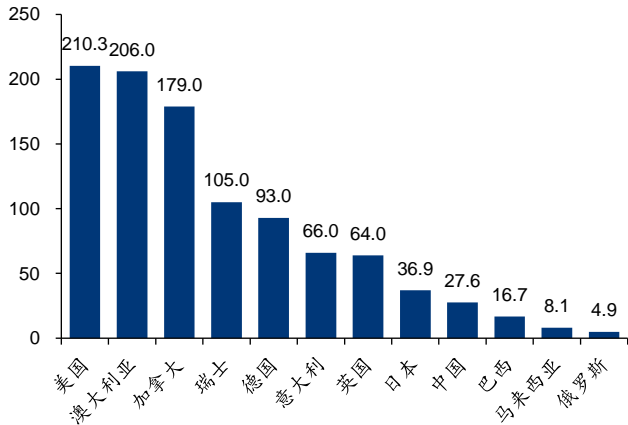
图17：静丙在中国获批适应症情况

原发性免疫球蛋白缺陷病	继发性免疫球蛋白缺陷病	自身免疫性疾病
X连锁低免疫球蛋白血症	重症感染	原发性血小板减少性紫癜
常见变异型免疫缺陷病	新生儿败血症	川崎病
免疫球蛋白G亚型缺陷病	婴幼儿毛细支气管炎	

数据来源：Pubmed，东吴证券研究所

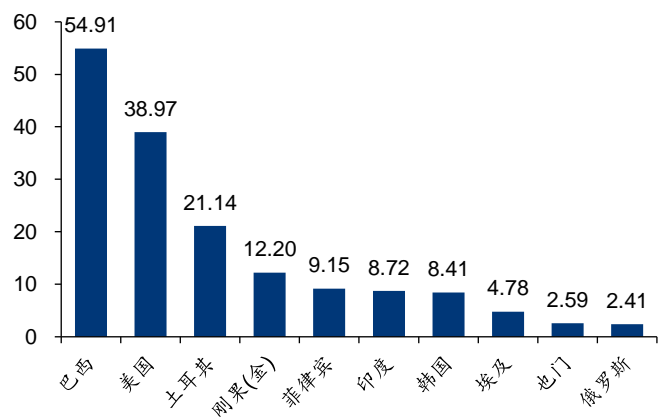
以上原因导致了我国静丙人均用量仅为美国和澳大利亚的1/10，2021年我国每年平均静丙用量约为27.6g/千人，仍处于较低水平。因此，比起我国国内的静丙市场，海外对静丙有更加广泛的需求和应用，对静丙有较大的进口需求。

图18: 2021年各国人均静丙使用量 (g/千人/年)



数据来源: Pubmed, MRB, PPTA, 东吴证券研究所

图19: 2021年中国血制品主要出口国家 (吨)

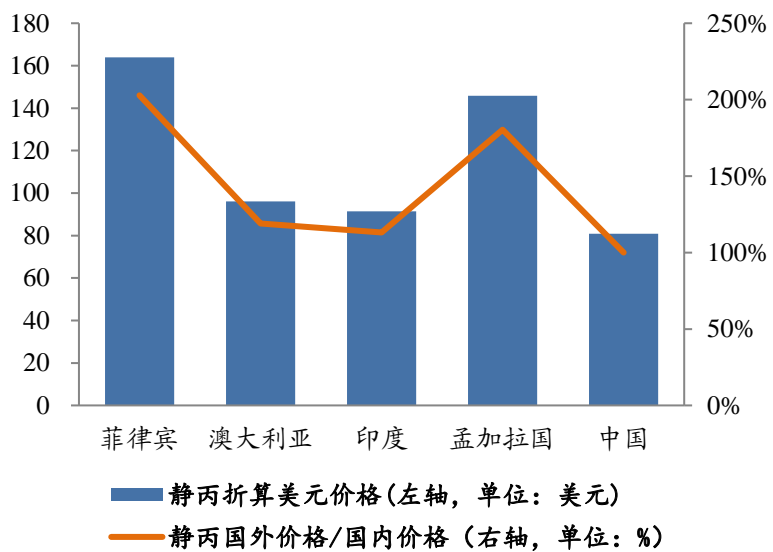


数据来源: 智研咨询, 中国海关, 东吴证券研究所

### 3.2.2. 静丙出口的价格优势

目前, 海外静丙市场主要由少数几家企业垄断, 形成了寡头垄断的市场格局。同时, 欧美地区对新兴国家静丙的出口减少导致了全球市场上价格的不断攀升。这使得一些类似东南亚、中亚等新兴市场在形成本国静丙市场的稳定竞争格局之前, 面临着供需失衡的挑战。需求激增, 而供应却相对匮乏, 使得这些市场在短期内难以满足患者的需求。几个新兴市场国家的静丙价格普遍高于中国的静丙价格。中国公司在浆站建设和技术投入方面的稳定性和可靠性, 为中国静丙在全球市场上的竞争地位提供了有力支持。静丙出口海外有望给公司带来更高的利润水平。

图20: 静丙国内外价格对比



数据来源: LIMSCI, Research Gate 等, 东吴证券研究所

### 3.2.3. 战略性布局静丙常规出口业务，长期前景向好

派林生物于 2021 年开始与巴西最大的药品生产、配送及零售业巨头之一的 Hypera 开展合作以应急采购出口模式向巴西市场销售血液制品。2022 年 4 月，派林生物与 Hypera 旗下制药板块子公司 BRAINFARMA 签订了双向排他合作框架协议，共同推动派林生物旗下两家血液制品公司的静丙产品在巴西市场的法规注册出口贸易，合作期拟不低于 5 年。基于疫情期间应急采购的良好合作，派林生物巴西和东南亚市场不断拓宽，2022 年整年海外销售收入 1.13 亿元，同比增长 534.38%。但由于海外市场准入条件限制，非应急采购的出口仍需要重新注册准入备案，同时国内疫情放开静丙需求大幅增加，因此 2023 年上半年派林生物无海外销售额。目前，国内疫情消退，静丙供需重回正轨，依托派林生物行业头部的浆站数量以及不断攀升的采浆量，随着巴西等国注册准入备案批准，我们认为未来派林生物出海前景向好。同时，派林拥有多种血制品产品生产技术，静丙的顺利出海也将带动其他血液制品产品拓展海外市场。

## 4. 盈利预测与估值评级

血制品行业的代表公司 2023-2025 年的 PE 平均值分别为 39、24 和 20。派林生物 2023 年和 2025 年的 PE 估值低于行业平均水平。血制品行业成长空间广阔，行业集中度逐年提高。龙头企业的估值水平未来有望进一步提升。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 24.34、30.58、36.85 亿元，归母净利润分别为 6.12、7.95、10.55 亿元，当前市值对应 PE 分别为 35 倍、27 倍和 20 倍。公司作为血制品公司中被低估的弹性标的，陕煤集团有望通过“内生+外延”助力公司新浆站增长，公司 2023 年为业绩拐点，24-25 年保持高增长。首次覆盖给予“买入”评级。

图 21: 血制品公司估值表

可比公司	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2022 PE	2023 PE	2024 PE	2025 PE
博雅生物	300294	29.98	151	43	72	27	24
上海莱士	002252	6.77	450	23	20	18	16
天坛生物	600161	27.39	451	44	46	33	28
华兰生物	002007	18.79	344	38	27	20	17
卫光生物	002880	27.82	63	62	28	24	20
均值				42	39	24	21
派林生物	000403	28.31	207	36	35	27	20

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

以上公司除了派林生物，PE 数据均来自 Wind 一致预期，PE 按照 2024 年 4 月 12 日收盘价计算



## 5. 风险提示

- **业绩低于预期风险:** 血制品公司的业绩受到多种因素影响, 包括产品的供需关系, 采浆量增长、产品的价格是否符合预期等;
- **新浆站批文数量不及预期:** 血制品行业是强监管行业, 省级的新浆站批文获得难度大, 需要公司在当地投资以及考察和当地的政府关系等。
- **集采等政策风险:** 血制品地方集采和全国集采有可能使产品价格下调幅度较大, 量的提升无法弥补价格的下降, 造成业绩下滑。
- **产品价格下调风险:** 血制品产品的价格受到多种因素影响, 包括产品的供需关系、政策影响和竞争格局等因素。

派林生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,047</b>	<b>3,313</b>	<b>4,097</b>	<b>5,113</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,405</b>	<b>2,434</b>	<b>3,058</b>	<b>3,685</b>
货币资金及交易性金融资产	1,423	1,885	2,418	3,160	营业成本(含金融类)	1,151	1,143	1,439	1,659
经营性应收款项	949	789	883	1,044	税金及附加	17	17	21	26
存货	624	603	759	876	销售费用	400	365	459	553
合同资产	0	0	0	0	管理费用	165	146	153	147
其他流动资产	51	36	37	34	研发费用	75	73	92	111
<b>非流动资产</b>	<b>4,935</b>	<b>5,129</b>	<b>5,289</b>	<b>5,446</b>	财务费用	(55)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	15	15	18	22
固定资产及使用权资产	911	1,115	1,313	1,505	投资净收益	3	3	4	5
在建工程	386	347	312	281	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	193	189	185	181	减值损失	(12)	0	0	0
商誉	2,615	2,615	2,615	2,615	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	10	10	10	10	<b>营业利润</b>	<b>663</b>	<b>708</b>	<b>918</b>	<b>1,217</b>
其他非流动资产	822	855	855	855	营业外净收支	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>资产总计</b>	<b>7,982</b>	<b>8,442</b>	<b>9,386</b>	<b>10,559</b>	<b>利润总额</b>	<b>660</b>	<b>705</b>	<b>915</b>	<b>1,214</b>
<b>流动负债</b>	<b>959</b>	<b>864</b>	<b>1,012</b>	<b>1,130</b>	减:所得税	73	92	119	158
短期借款及一年内到期的非流动负债	291	285	285	285	<b>净利润</b>	<b>588</b>	<b>613</b>	<b>796</b>	<b>1,056</b>
经营性应付款项	158	127	160	184	减:少数股东损益	1	1	1	1
合同负债	26	15	18	22	<b>归属母公司净利润</b>	<b>587</b>	<b>612</b>	<b>795</b>	<b>1,055</b>
其他流动负债	484	437	549	638	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.80	0.84	1.09	1.44
非流动负债	162	155	155	155	EBIT	600	705	915	1,214
长期借款	53	53	53	53	EBITDA	731	763	975	1,277
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.13	53.04	52.96	54.98
租赁负债	30	30	30	30	归母净利率(%)	24.41	25.16	26.00	28.63
其他非流动负债	79	72	72	72	收入增长率(%)	21.98	1.18	25.68	20.50
<b>负债合计</b>	<b>1,121</b>	<b>1,019</b>	<b>1,167</b>	<b>1,285</b>	归母净利润增长率(%)	50.14	4.29	29.84	32.72
归属母公司股东权益	6,868	7,428	8,224	9,279					
少数股东权益	(6)	(6)	(5)	(4)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,861</b>	<b>7,423</b>	<b>8,219</b>	<b>9,275</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,982</b>	<b>8,442</b>	<b>9,386</b>	<b>10,559</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	524	779	751	959	每股净资产(元)	9.38	10.14	11.22	12.66
投资活动现金流	(556)	(408)	(368)	(367)	最新发行在外股份(百万股)	733	733	733	733
筹资活动现金流	148	(59)	0	0	ROIC(%)	7.79	8.16	9.72	11.59
现金净增加额	115	312	383	592	ROE-摊薄(%)	8.55	8.24	9.67	11.37
折旧和摊销	131	59	61	63	资产负债率(%)	14.05	12.07	12.44	12.17
资本开支	(378)	(211)	(222)	(222)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.03	34.54	26.60	20.04
营运资本变动	(132)	106	(104)	(157)	P/B(现价)	3.08	2.85	2.57	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>