

陕煤入主赋能，公司有望通过内生外延稳健增长

——派林生物（000403）首次覆盖

买入（首次）

2024年06月26日

报告关键要素：

公司内生外延拓展采浆量，2023年全年采浆量超过1200吨，进入千吨级血液制品第一梯队。新实控人陕煤集团实力雄厚，有望推动新浆站拓展。随着新产品的上市并放量，收率的提升和精细化管理的提升，公司盈利能力提升可期。

投资要点：

陕煤入主，采浆资源拓展可期。2023年公司控股股东及实际控制人分别变更为胜帮英豪和陕煤集团，陕煤集团是陕西省最大的国有企业，实力雄厚，有望赋能公司浆站资源扩张。公司通过并购派斯菲科、合作新疆德源，2023年拥有浆站总数量38个，年采浆量超1200吨，进入千吨级血液制品第一梯队。2024年预期推动广东双林和派斯菲科多个浆站完成验收采浆，同时深化与新疆德源合作，实现存量浆站持续爬坡和新浆站拓展双轮驱动。

血制品品种数量11个，吨浆盈利水平提升显著。截至2023年年报，广东双林和派斯菲科分别有血制品品种8个和9个，公司合计有11个品种。公司吨浆净利润从2018年的20万元左右增长至2021年50万元左右、2023年70万元左右。对比同业水平以及参考公司在研管线布局，公司血制品品种数量未来有望进一步增加，吨浆净利润水平提升可期。

纤原和PCC有望贡献净利润。公司在研管线包含新一代静注人免疫球蛋白、人凝血因子IX、人纤维蛋白原、人纤维蛋白粘合剂等。此外公司积极探索研究血制相关的非血源业务或重组产品等拓展机会，持续提升公司核心竞争能力。目前在研管线进展最快的有广东双林的人纤维蛋白原和派斯菲科的冻干人凝血酶原复合物。PCC和纤原毛利率水平相较静丙和人血白蛋白高，未来有望提升公司血制品净利润水平。

盈利预测与投资建议：血制品赛道具备高壁垒特性，陕煤入主后有望赋能公司内生和外延双轮拓展浆站资源，保障血制品业务稳健增长。基于对行业和研究，我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2328.72	2959.84	3448.51	3903.47
增长比率(%)	-3.18	27.10	16.51	13.19
归母净利润(百万元)	612.11	781.61	934.42	1065.62
增长比率(%)	4.25	27.69	19.55	14.04
每股收益(元)	0.84	1.07	1.27	1.45
市盈率(倍)	32.73	25.63	21.44	18.80
市净率(倍)	2.70	2.49	2.23	1.99

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	733.04
流通A股(百万股)	684.08
收盘价(元)	26.87
总市值(亿元)	196.97
流通A股市值(亿元)	183.81

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：

S0270522030001

电话：

18221003557

邮箱：

huangjj@wlzq.com.cn

别为 781.61 百万元/934.42 百万元/1065.62 百万元，对应 EPS1.07 元/股、1.27 元/股、1.45 元/股，对应 PE 为 25.63/21.44/18.80（对应 2024 年 6 月 24 日收盘价 27.33 元），首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：原材料供应不足的风险，采浆成本上升的风险，产品研发进展不达预期风险

正文目录

1 陕西国资委入主，未来稳健增长可期	5
1.1 控股股东和实控人变更，焕发新活力	5
1.2 广东双林和派斯菲科双轮驱动，推动业绩稳步增长	7
1.3 深化经营变革，经营效益提升效果明显	9
2 血制品：规模和盈利能力双轮增长	10
2.1 内生外延并举，新疆德源合作提升公司采浆量	10
2.2 新产品数量增加，吨浆盈利能力逐年提升	12
2.3 研发推动长期成长潜力，纤原和 PCC 进展较快.....	14
3 盈利预测	18
4 投资建议	18
5 风险提示	18
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2024Q1）	6
图表 3: 陕煤集团产业板块.....	6
图表 4: 公司总营业收入和同比增速：亿元	7
图表 5: 公司归母净利润和同比增速：亿元	7
图表 6: 广东双林收入和净利润：亿元.....	8
图表 7: 广东双林样本医院收入结构：%（2023 年）	8
图表 8: 广东双林静丙/人血白蛋白/破免/狂免样本医院销售额和同比增速：亿元.....	8
图表 9: 派斯菲科收入和净利润：亿元.....	9
图表 10: 派斯菲科样本医院收入结构：%（2023 年）	9
图表 11: 派斯菲科人血白蛋白/静丙//纤原样本医院销售额和同比增速：亿元	9
图表 12: 公司综合毛利率和综合净利率	10
图表 13: 公司三项费用率.....	10
图表 14: 公司浆站总数量：个	11
图表 15: 公司浆站分布于山西、黑龙江、四川、广西、广东，新疆（截至 2024Q1）	11
图表 16: 公司近几年年采浆量逐年增长	12
图表 17: 公司采浆量位列国内行业第一梯队	12
图表 18: 广东双林浆站总数量/在营浆站数量/在建浆站数量（包含新建德源浆站）：截至 2023 年年报.....	12
图表 19: 派斯菲科浆站总数量/在营浆站数量/在建浆站数量：截至 2023 年年报	12
图表 20: 广东双林和派斯菲科在产品种布局（2023 年）	13
图表 21: 血制品上市公司品种布局（截至 2023 年）	13
图表 22: 公司近几年血制品品种数量：个	14
图表 23: 公司吨浆净利润.....	14
图表 24: 公司研发投入/营业收入.....	15
图表 25: 公司在研管线（截至 2024.5）	15
图表 26: 国内人纤维蛋白原市场情况(截止)	16
图表 27: 人纤维蛋白原批签发批次（2023.1.1-2023.6.21）	16
图表 28: 国内人凝血酶原复合物市场情况（截止 2024.6）	17
图表 29: 人凝血酶原复合物批签发批次（2023.1.1-2023.6.21）	17

图表 30: 公司盈利预测: 亿元.....18

1 陕西国资委入主，未来稳健增长可期

1.1 控股股东和实控人变更，焕发新活力

2018年浙民投通过要约收购成为公司控股股东，推动管理变革和整合，引进先进的精益化管理理念，公司迈进高速发展的全新时期；2020年6月，为实现公司发展战略，拓展浆源并增加浆站，公司与新疆德源签订了《供浆合作协议》；2021年1月19日，派斯菲科完成工商过户，成为公司全资子公司，自2021年2月1日起纳入合并报表范围。公司通过战略重组派斯菲科和与新疆德源进行战略合作，截至2023年年报，公司产品数量合计达到11个，浆站数量合计达到38个，采浆量超过1200吨，进入千吨级血液制品第一梯队。

公司2023年10月发布《关于公司控股股东及实际控制人变更的公告》，控股股东变更为胜帮英豪，胜帮英豪系陕西煤业化工集团有限责任公司（“陕煤集团”）控制的合伙企业，陕煤集团系陕西省国资委100%持股的企业，故实际控制人相应变更为陕西省国资委。

图表1:公司发展历程

年份	发展历程
1995年	双林正式成立，前身为海军海耀生物制品研究所
1998年	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	正式更名为广东双林生物制药有限公司
2018年	“浙民投”成为第一大股东
2020.6	与新疆德源签订《供浆合作协议》，后陆续签订《战略合作协议》《战略合作协议之补充协议》
2021年	1月19日，派斯菲科完成工商过户，成为公司全资子公司，自2021年2月1日起纳入合并报表范围。上市公司更名为“派斯双林生物制药股份有限公司”，证券简称由变更为“派林生物”
2022年	双林生物新一代免疫球蛋白生产车间及配套设施建设项目开工建设，项目投产后年产能将提高至1500吨
2023年	控股股东变更为胜帮英豪，实际控制人变更为陕西省国资委

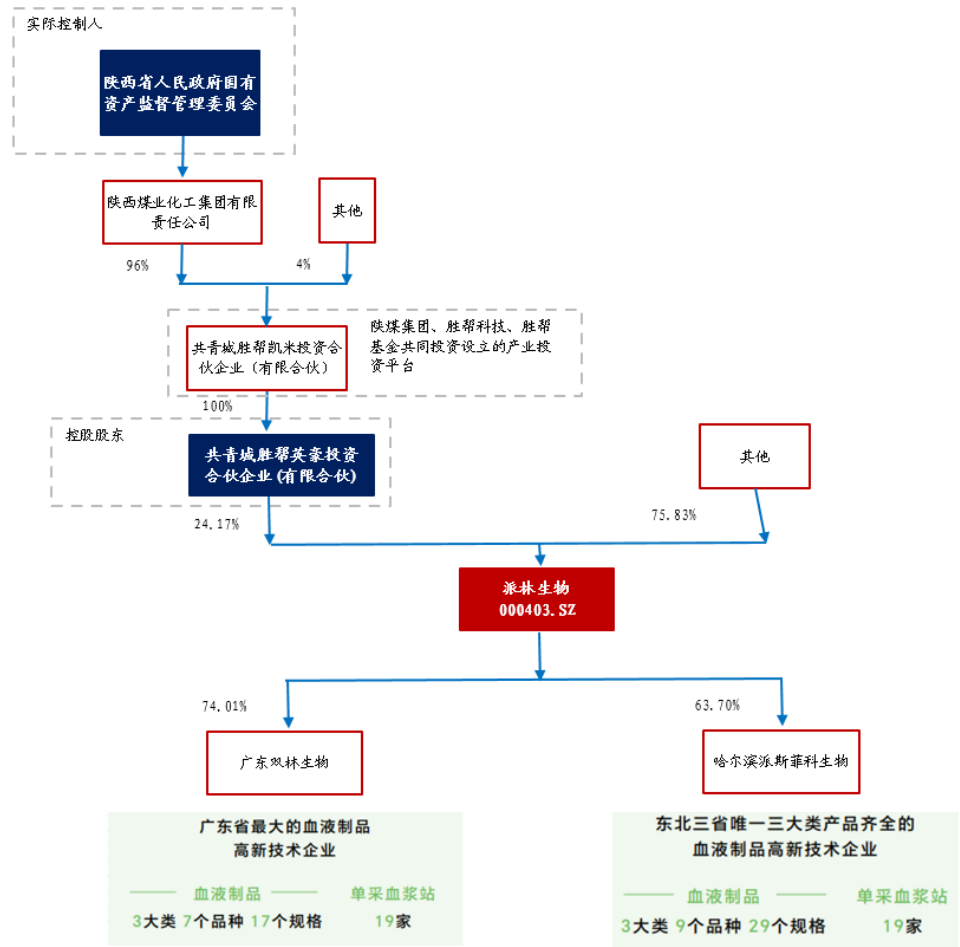
资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

陕煤集团是陕西省委省政府为落实“西部大开发”战略，充分发挥陕西煤炭资源优势，从培育壮大能源化工支柱产业出发，按照现代企业制度要求，经过重组发展起来的国有特大型能源化工企业，是陕西省能源化工产业的骨干企业，也是省内煤炭大基地开发建设的主体。自2004年成立以来，经过18年的改革发展，陕煤集团通过投资新建、收购兼并、资产划转、内部重组等多种途径，形成了“煤炭、化工、电力、钢铁、机械制造、铁路物流、科技研发、金融服务”等相互关联、多点支撑的产业格局。旗下二级全资、控股、参股企业60家，上市公司5家，员工总数12万余人，资产总额达到7200亿元。2023年，集团实现营业收入1200亿元，增长近200亿元，创历史新高，利润431亿元，完成省国资委全年任务计划的110%，继续领跑全省国资系统。

控股股东陕煤集团作为陕西省最大的国有企业，有望发挥国有控股股东资源和管理

优势，积极推动新浆站拓展，大力推动外延式扩张。联席董事长付总作为血液制品行业最资深的专家，有产业管理和技术研发等优势，助力公司做深做透血液制品行业。

图表2:公司股权结构（截至 2024Q1）



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表3:陕煤集团产业板块

产业板块	产业内容
煤炭	先后建成了黄陵一号、二号煤矿，红柳林矿业等一大批现代化高产高效矿井，积极推进煤炭循环经济建设，通过清洁开采、循环利用，不断发展洁净煤技术，促进资源高效清洁利用。2014年1月，集团公司煤炭板块在上海证券交易所A股上市，是中国国内煤炭类第三大上市公司
化工	依托已经形成的煤制化肥、煤焦化、煤盐化、煤基甲醇深加工、煤制油五大产业方向，实现煤炭分质高效转化，推进煤炭资源从燃料到原料的变革
电力	大力发展煤研石电厂和瓦斯电厂，发展大型煤电一体化项目，扩大资源综合利用规模
钢铁	拥有铁、钢、材均1000万吨的综合生产能力
建筑施工	拥有建筑工程施工总承包特级资质和建筑行业甲级设计资质，矿山工程、市政公用工程总承包一级资质，起重设备安装、地基与基础工程专业承包一级资质，具备中华人民共和国对外承包工程资格证书等各类单项资质20多个，打造具有矿建特色的大型综合建筑施工企业

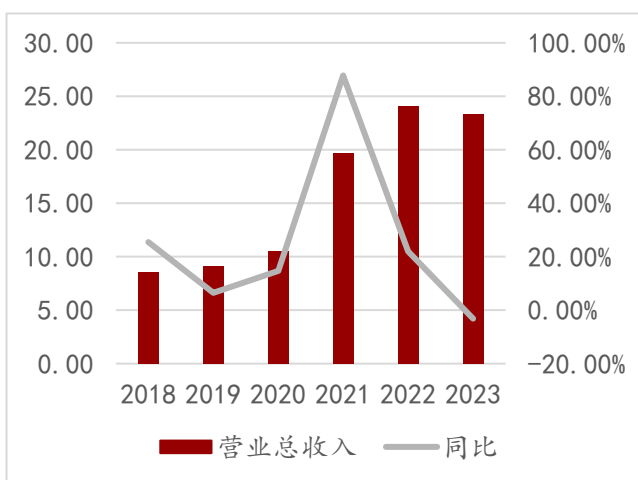
重工装备	形成以煤矿成套装备设计制造、工程机械设计制造和综合配套技术服务为主导, 具有较强自主研发能力的大型机械制造集团
铁路物流	成立了陕西省铁路物流集团公司、全面推进集团公司、铁路物流产品发展
金融	坚持“产融结合”, 不断提高资产证券化水平

资料来源: 集团官网, 万联证券研究所

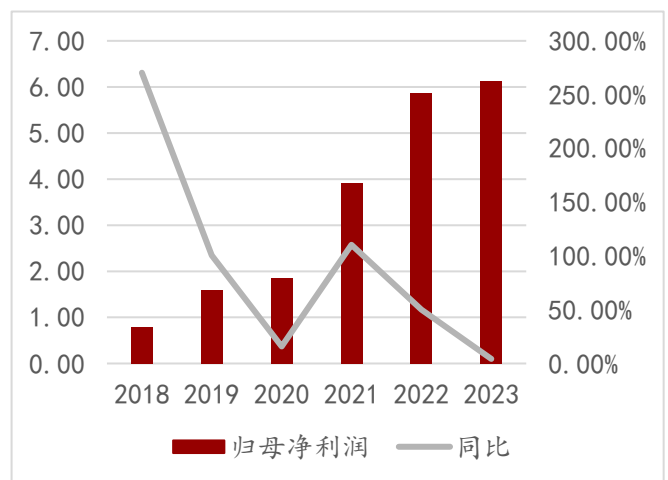
1.2 广东双林和派斯菲科双轮驱动, 推动业绩稳步增长

公司2019年聚焦广东双林内生式增长, 完成了内部管理转型及整合, 2020年开始内生与外延并举, 战略重组派斯菲科及与新疆德源进行战略合作, 2020年至2023年营业收入和归母净利润分别实现年复合增速30.41%和48.73%。2022年下半年新疆浆站原料血浆停采时间较长, 其他浆站采浆也不同程度受到影响, 对2023年度经营业绩造成一定影响。整体看, 公司总营业收入从2018年的8.60亿元增长至2023年的23.29亿元, 归母净利润从2018年的0.80亿元增长至2023年的6.12亿元, 五年年复合增速分别为22.05%和50.22%, 增长显著。

图表4:公司总营业收入和同比增速: 亿元



图表5:公司归母净利润和同比增速: 亿元



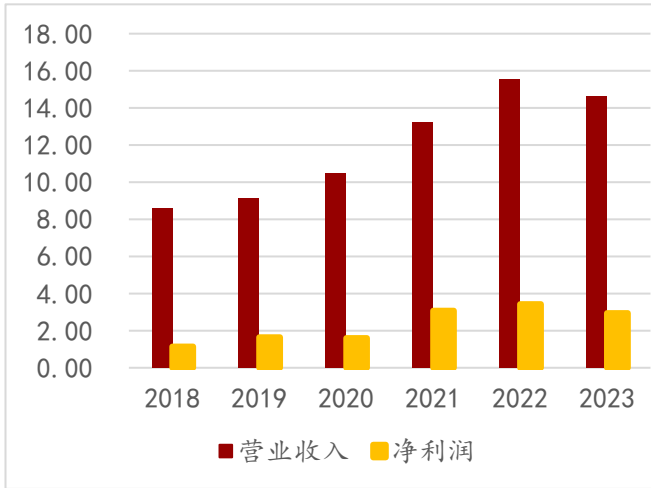
资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

分别看广东双林和派斯菲科业绩。

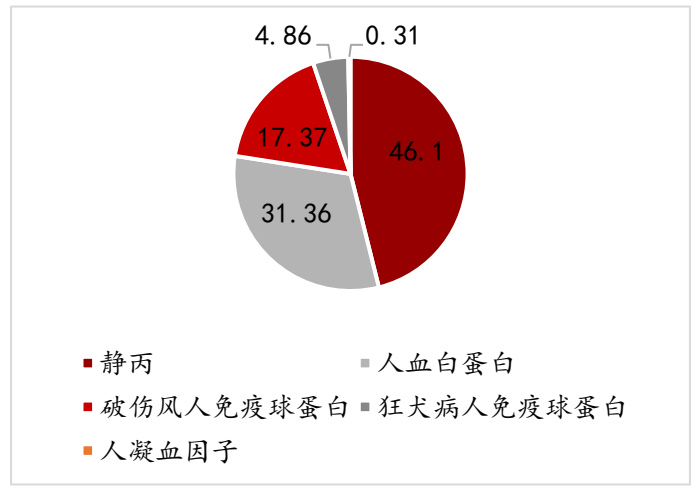
广东双林, 收入从2018年的8.6亿元增长至2023年的14.65亿元, 年复合增速为11.24%, 净利润从2018年的1.15亿元增长至2023年的2.94亿元, 年复合增速为20.78%。根据米内网样本医院数据, 广东双林2023年院内市场销售结构为静丙/人血白蛋白/破免/狂免/人凝血因子类分别占比46.15%/31.36%/17.37%/4.86%/0.31%。其中, 静丙/人血白蛋白/破免/狂免2019年至2023年年复合增速分别为19.98%/44.41%/29.31%/-1.28%。

图表6:广东双林收入和净利润: 亿元



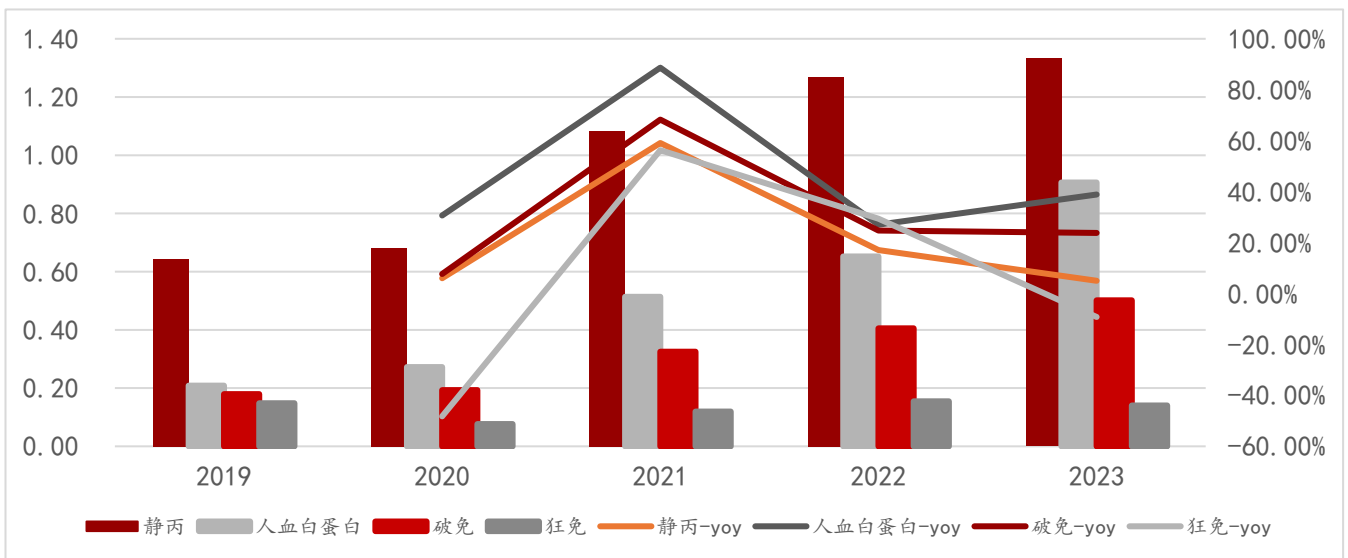
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表7:广东双林样本医院收入结构: % (2023年)



资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

图表8:广东双林静丙/人血白蛋白/破免/狂免样本医院销售额和同比增速: 亿元

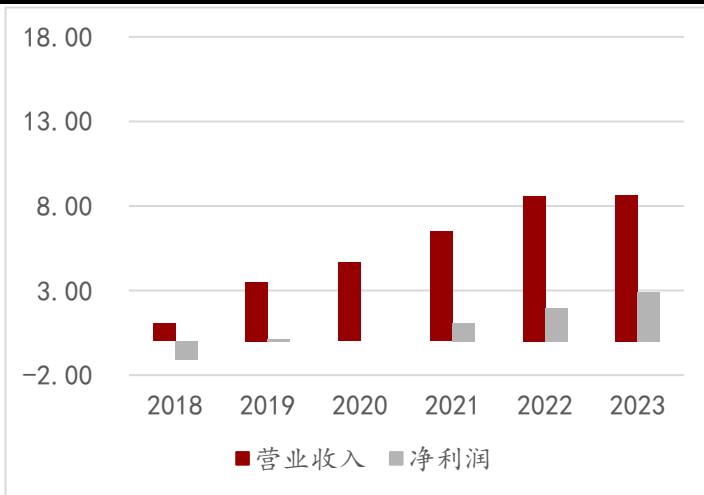


资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

派斯菲科, 收入从2018年的1.05亿元增长至2023年的8.64亿元, 5年年复合增速为52.51%, 净利润从2018年的-1.10亿元增长至2023年的2.92亿元, 2019年到2023年四年复合增速为113.03%。根据米内网样本医院数据, 派斯菲科2023年院内市场销售结构为人血白蛋白/静丙/人纤维蛋白原/破免分别占比63.00%、21.31%、13.27%、2.42%。其中, 人血白蛋白/静丙/人纤维蛋白原2019年至2023年年复合增速分别为71.22%/54.96%/103.52%。

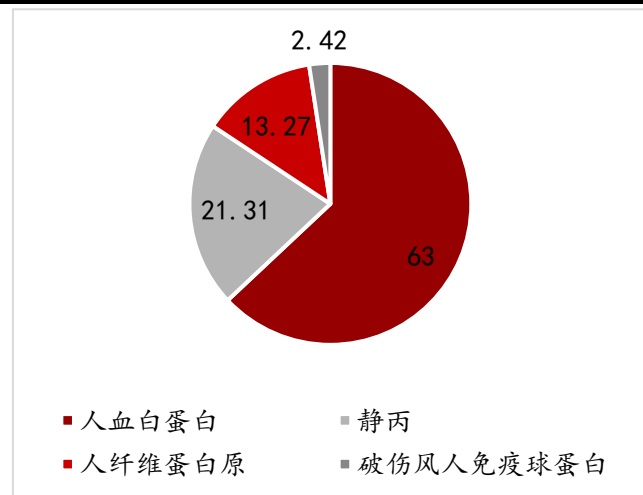
整体看, 根据公司公告, 公司2023年度白蛋白及静丙产品占整体销售收入约75%, 特免产品占比约20%左右, 剩余为因子类产品。

图表9:派斯菲科收入和净利润: 亿元



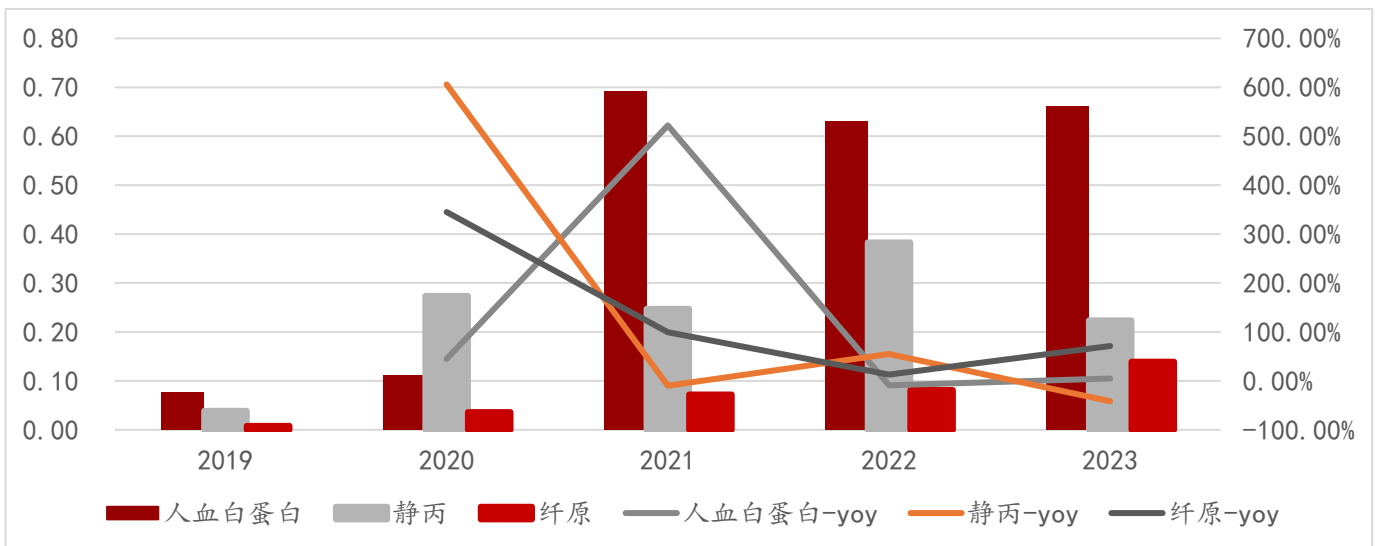
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表10:派斯菲科样本医院收入结构: % (2023年)



资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

图表11:派斯菲科人血白蛋白/静丙/纤原样本医院销售额和同比增速: 亿元

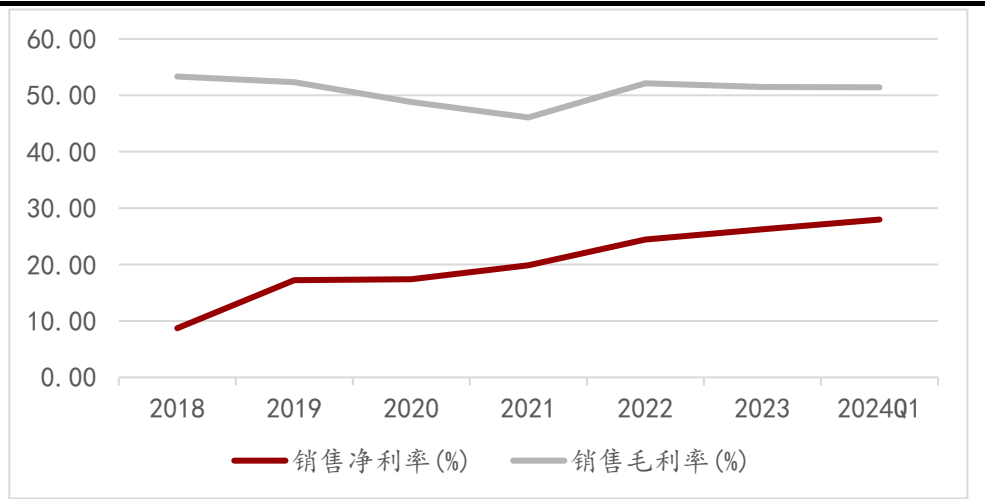


资料来源: datayes, 米内网, 万联证券研究所

1.3 深化经营变革, 经营效益提升效果明显

公司近几年毛利率整体保持稳定在51%-53%左右, 血制品毛利率与产品种类、产品结构, 分离技术(低温乙醇法、PEG沉淀法、层析法)、产能利用率、收得率等多个因素密切相关。2022年以来公司整体毛利率小幅下滑, 主要受海外销售占比下降、销售渠道和模式变化等多方面因素影响。

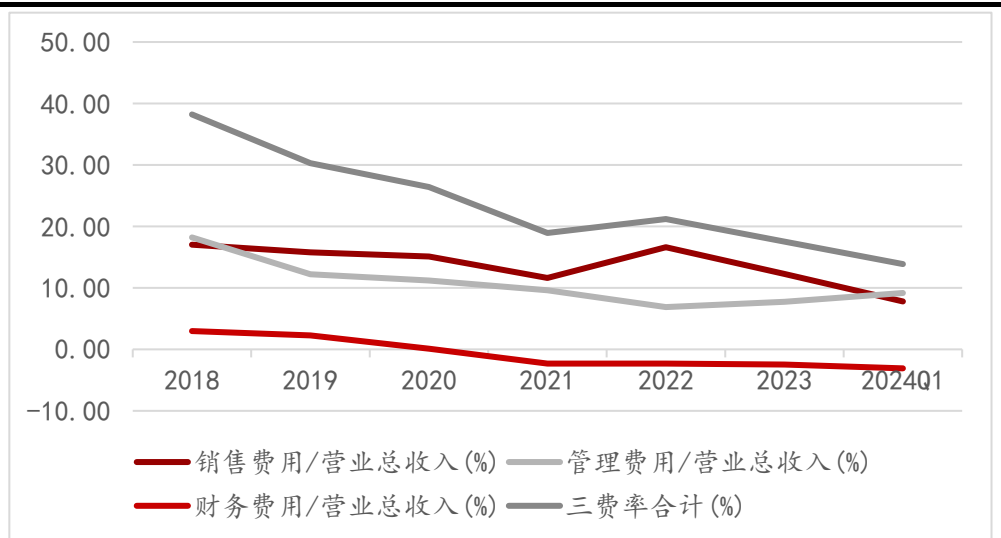
图表12:公司综合毛利率和综合净利率



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

费用率方面, 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率近几年整体呈下滑趋势, 2024年一季度分别为7.79%、9.17%、-3.09%, 其中, 销售费用率下滑主要是由于产品结构调整以及销售渠道调整所致, 预计后续随着破免集采等影响, 公司销售费用率预期进一步下降。受益于持续降低的费用率, 公司净利率近几年逐年提升, 从2018年的8.72%提升至2024年一季度的27.97%。

图表13:公司三项费用率



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

2 血制品: 规模和盈利能力双轮增长

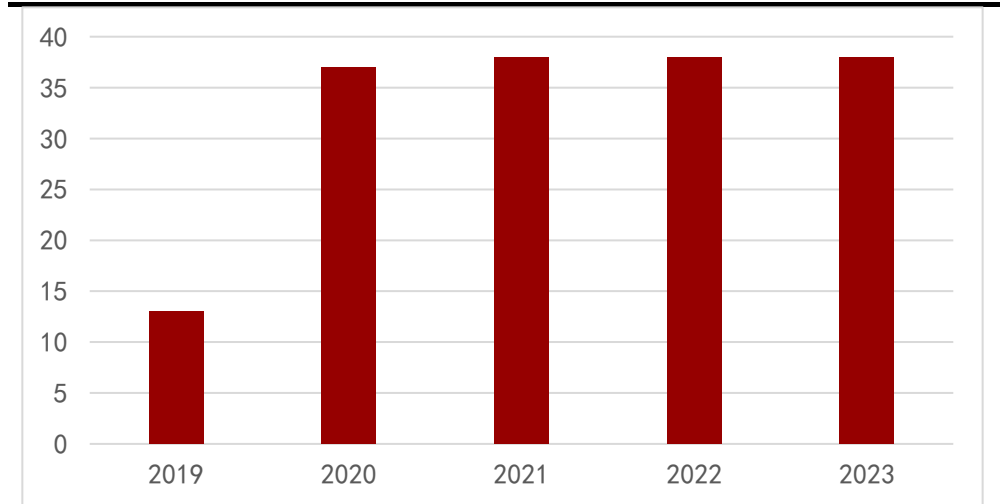
2.1 内生外延并举, 新疆德源合作提升公司采浆量

公司通过内生与外延并举, 浆站资源逐年增长。广东双林作为广东省最大的血液制品高新技术企业, 截至2023年年报, 拥有19个单采血浆站, 已在采单采血浆站17个, 2个建设完成等待验收; 公司2020年并购派斯菲科, 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, 截至2023年年报, 拥有19个单采血浆站, 已在采单采血浆站17个, 2个建设完成等待验收。截至2023年年报, 公司浆站数量合计达到38个, 主要分布在山西、黑龙江、四川、广西、广东, 新疆, 其中在采浆站34个, 全年采浆量从2019年的400吨左右增加至2021年的900吨, 2023年超过1200吨, 位列行业第一梯队。陕煤集团入主后, 公司有望在陕西省开拓浆站资源, 为后续业绩持续增长

奠定基础。

为实现公司发展战略,拓展浆源并增加浆站,公司与新疆德源签订了《供浆合作协议》,后双方陆续签订了《战略合作协议》《战略合作协议之补充协议》《战略合作协议之补充协议二》,新疆德源将6个浆站80%股权转让给广东双林供浆,约定双方战略合作期限八年,年度供浆目标提升至不低于200吨,2023年供浆量300吨。

图表14:公司浆站总数量: 个



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表15:公司浆站分布于山西、黑龙江、四川、广西、广东,新疆(截至2024Q1)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表16:公司近几年年采浆量逐年增长

年份	采浆量
2019	超过 400 吨
2021	接近 900 吨
2023	超过 1200 吨

资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表17:公司采浆量位列国内行业第一梯队

上市公司	年采浆量:吨(2023年)
天坛生物	2415
上海莱士	>1500
派林生物	>1200
博雅生物	467.3
博晖创新	415
卫光生物	517
华兰生物	1342

资料来源:公司公告,万联证券研究所

2024年5月,鸡西市东海派斯菲科单采血浆有限公司获得单采血浆许可证,鸡西浆站自本次取得《单采血浆许可证》之日起可正式采浆,有利于提升公司原料血浆供应能力。2024年公司有望加快广东双林样板浆站建设及部分浆站新建,并推动广东双林和派斯菲科在建浆站验收采浆。派斯菲科目前在采17个浆站中,有6个是2023年新浆站,随着浆站爬坡至成熟状态,以及新浆站的拓展,未来采浆量有望逐年提升。

图表18:广东双林浆站总数量/在营浆站数量/在建浆站数量(包含新建德源浆站):截至2023年年报

	2019	2020	2021	2022	2023
总数量	13	13	13	19	19
在采数量	11	11	11	17	17
非在采数量	2	2	2	2	2

资料来源:公司公告,万联证券研究所(说明:2021年新疆德源将下属6家单采血浆站股权转让至广东双林)

图表19:派斯菲科浆站总数量/在营浆站数量/在建浆站数量:截至2023年年报

	2020	2021	2022	2023
总数量	19	19	19	19
在采数量	10	10	11	17
非在采数量	9	9	8	2

资料来源:公司公告,万联证券研究所

2.2 新产品数量增加,吨浆盈利能力逐年提升

截至2023年年报,广东双林拥有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

白、狂犬病人免疫球蛋白、静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)。公司血制品品种数量从2017年的6个增长至2023年11个，在国内行业处于中等水平。

图表20:广东双林和派斯菲科在产品种布局 (2023年)

		广东双林	派斯菲科
白蛋白	人血白蛋白	✓	✓
	人血白蛋白(冻干剂型)		
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	✓	✓
	静注人免疫球蛋白 (ph4)	✓	✓
	静注人免疫球蛋白 (ph4) (冻干剂型)		✓
	高纯静丙(10%)		
	乙型肝炎人免疫球蛋白	✓	✓
	乙型肝炎人免疫球蛋白(冻干剂型)		
	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	✓	✓
	狂犬病人免疫球蛋白	✓	✓
	组织胺人免疫球蛋白		
凝血因子	人凝血因子 VIII	✓	
	人纤维蛋白原		✓
	人纤维蛋白胶		
	人凝血酶原复合物	✓	
合计		8	9

资料来源:公司公告,万联证券研究所

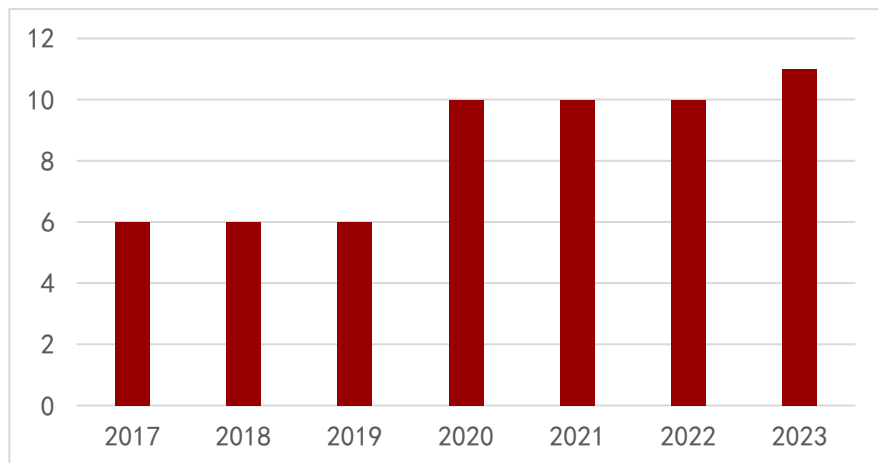
图表21:血制品上市公司品种布局 (截至2023年)

		天坛生物	上海莱士	派林生物	华兰生物	卫光生物	博雅生物	博晖创新
白蛋白	人血白蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	人血白蛋白(冻干剂型)	✓						
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	皮下注射人免疫球蛋白							
	静注人免疫球蛋白 (ph4)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	静注人免疫球蛋白 (ph4) (冻干剂型)	✓	✓	✓		✓	✓	
	高纯静丙(10%)	✓						
	乙型肝炎人免疫球蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	乙型肝炎人免疫球蛋白(冻干剂型)	✓						
	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	✓	✓	✓	✓	✓		✓
	狂犬病人免疫球蛋白		✓	✓	✓	✓	✓	✓
组织胺人免疫球蛋白	✓				✓			
凝血因子	人凝血因子 VIII	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

人凝血因子IX								
人纤维蛋白原	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
人纤溶酶原								
人纤维蛋白胶				✓				
人凝血酶原复合物		✓	✓	✓		✓	✓	
外用冻干人凝血酶				✓				
人凝血酶		✓						
人纤维蛋白粘合剂		✓						
注射用重组人凝血因子VIII	✓							
品种数量	15	12	11	11	10	9	7	

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表22:公司近几年血制品品种数量：个



资料来源：公司公告，万联证券研究所

随着公司新产品数量持续增加,公司吨浆净利润从2018年的20万元左右增长至2021年50万元左右、2023年70万元左右。对比同业水平以及参考公司在研管线,公司血制品品种数量未来有望进一步增加,吨浆净利润水平提升可期。

图表23:公司吨浆净利润

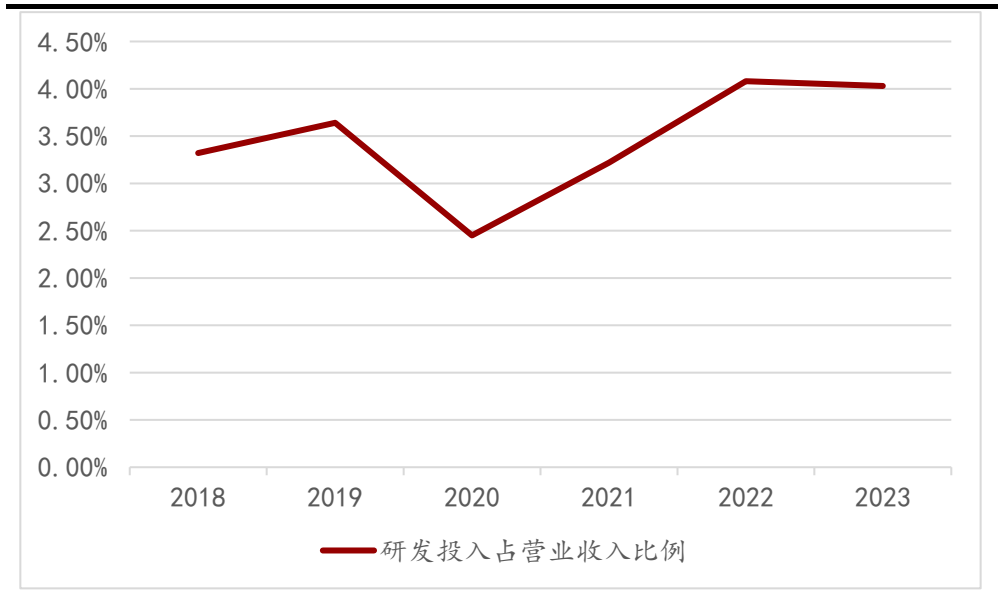
年份	吨浆净利润
2018	20 万元左右
2021	50 万元左右
2023	70 万元左右

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.3 研发推动长期成长潜力，纤原和 PCC 进展较快

如前文所述,血液制品企业吨浆净利润提升主要取决于新产品研发,公司研发投入占营业收入比例会保持基本稳定。2023年公司研发投入共计9374.17万元,占总营收比例4.03%。

图表24:公司研发投入/营业收入



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所

公司正在研究的新产品包含新一代静注人免疫球蛋白、人凝血因子IX、人纤维蛋白原、人纤维蛋白粘合剂等。此外公司积极探索研究血制相关的非血源业务或重组产品等拓展机会,持续提升公司核心竞争能力。目前在研管线进展最快的有广东双林的人纤维蛋白原和派斯菲科的冻干人凝血酶原复合物。

图表25:公司在研管线(截至2024.5)

	品种	项目进展
广东双林	人凝血酶原复合物	已获得《药品注册证书》
	新一代静注人免疫球蛋白	获得药物临床试验批准
	人纤维蛋白粘合剂	临床试验阶段
	人纤维蛋白原	已申报上市许可注册申请,现处于发补资料专业技术审评阶段
	人凝血因子 IX	已获得临床批件,现处于临床试验阶段
	人凝血酶	临床前研究
	人抗凝血酶III(ATIII)	临床前研究
派斯菲科	新一代静注人免疫球蛋白	现处于临床前试验研究阶段
	冻干人凝血酶原复合物	现正对药品注册申报资料进行相关的补充及完善
	冻干人凝血因子 VIII	已完成部分稳定性及包材相容性研究等试验,现正补充临床申报CTD资料

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

广东双林“人纤维蛋白原”项目主要用于治疗先天性纤维蛋白原缺少或缺乏症,获得性纤维蛋白原减少症等。目前国内已获批上市厂商包括山西康宝、四川远大蜀阳药业、天坛生物、上海莱士、绿十字(中国)、山东泰邦、华兰生物等12家。

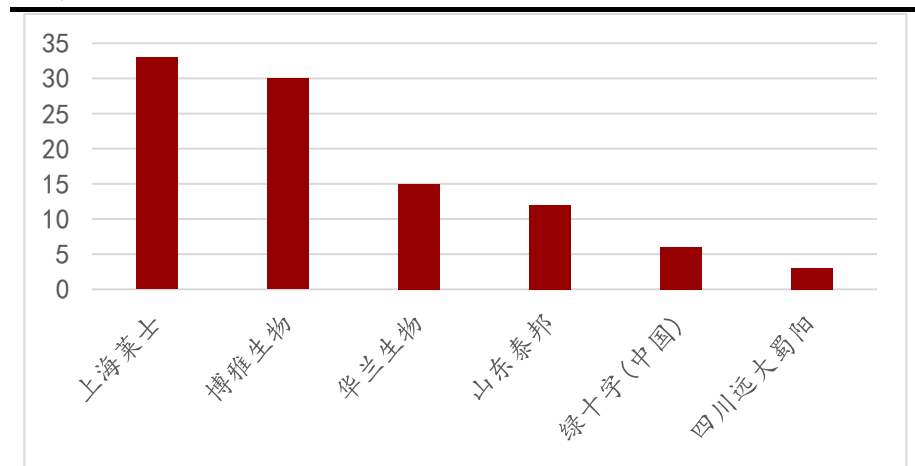
图表26:国内人纤维蛋白原市场情况(截止 2024.6)

	生产企业名称	规格	剂型
1	山西康宝生物制品股份有限公司	0.5g/瓶	注射剂
2	四川远大蜀阳药业有限责任公司		
3	国药集团上海血液制品有限公司		
4	上海莱士血液制品股份有限公司		
5	绿十字(中国)生物制品有限公司		
6	山东泰邦生物制品有限公司		
7	华兰生物工程股份有限公司		
8	哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司		
9	华润博雅生物制药集团股份有限公司		
10	深圳市卫光生物制品股份有限公司		
11	诺一生物医药股份有限公司		
12	绿十字(中国)生物制品有限公司	1.0g/瓶	注射剂

资料来源:天坛生物公告,万联证券研究所

从2024年以来的批签发情况看,华兰生物、博雅生物、绿十字(中国)、山东泰邦、上海莱士、四川远大蜀阳药业人纤维蛋白原获得批签发。

图表27:人纤维蛋白原批签发批次(2023.1.1-2023.6.21)



资料来源: datayes, 万联证券研究所

派斯菲科“人凝血酶原复合物”项目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。目前国内已获批上市厂商包括华兰生物工程、上海新兴医药、上海莱士、华兰生物重庆等15家。

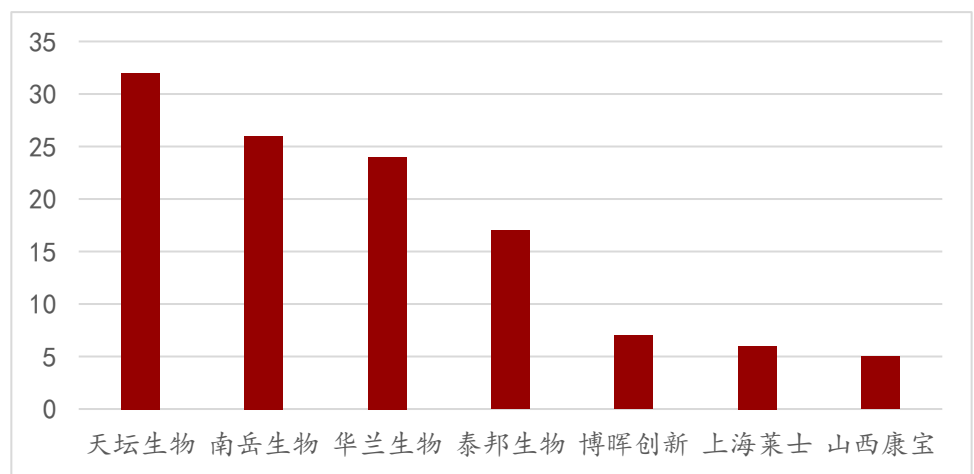
图表28:国内人凝血酶原复合物市场情况 (截止 2024.6)

	企业名称	规格	剂型
1	华兰生物工程股份有限公司	100IU/瓶、200IU/瓶、300IU/瓶、400IU/瓶、1000IU/瓶	注射剂
2	上海新兴医药股份有限公司	200IU/瓶、300IU/瓶、400IU/瓶	
3	上海莱士血液制品股份有限公司	200IU/瓶、300IU/瓶	
4	华兰生物工程重庆有限公司	200IU/瓶、300IU/瓶	
5	南岳生物制药有限公司	200IU/瓶、300IU/瓶	
6	贵州泰邦生物制品有限公司	300IU/瓶	
7	山东泰邦生物制品有限公司	300IU/瓶	
8	山西康宝生物制品股份有限公司	300IU/瓶	
9	博晖生物制药(河北)有限公司	300IU/瓶	
10	成都蓉生药业有限责任公司	300IU/瓶	
11	国药集团上海血液制品有限公司	300IU/瓶	
12	同路生物制药有限公司	300IU/瓶	
13	广东双林生物制药有限公司	200IU/瓶	
14	广东卫伦生物制药有限公司	300IU/瓶	
15	华润博雅生物制药集团股份有限公司	400IU/瓶	

资料来源: 天坛生物公告, 万联证券研究所

从2024年以来的批签发情况看, 博晖生物、成都蓉生、贵州泰邦、华兰生物、南岳生物、山东泰邦、山西康宝、同路生物获得批签发。

图表29:人凝血酶原复合物批签发批次 (2023.1.1-2023.6.21)



资料来源: datayes, 万联证券研究所

3 盈利预测

公司2023年年采浆量超过1200吨，根据公司公告，2024年年采浆量有望超过1400吨，相比2023年采浆量同比增长16.7%；2025年现存38个浆站年采浆量可达1500吨，相比2024年采浆量，同比增长超过7%，公司采浆量预期稳步提升。陕煤入主后有望赋能公司拓展浆站资源，同时公司持续深化与新疆德源战略合作，未来有望通过内生和外延双轮持续推动采浆量提升，保障血制品业务稳健增长。另外，为了满足公司未来增长需求，派斯菲科规划产能提升至1500吨，广东双林二期工程规划产能1500吨，预计2025年能够投产。预计公司血制品业务2024/2025/2026收入增速分别为27.14%/16.54%/13.21%；

毛利率方面，广东双林PCC已获上市批件，纤原已申报上市，派斯菲科PCC正对药品注册申报资料进行相关的补充及完善，随着新产品的上市并放量，收率的提升和精细化管理的提升，公司盈利能力提升可期。同时，血浆成本预计未来呈上涨趋势，整体看，公司毛利率预计保持稳定。

图表30:公司盈利预测: 亿元

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入		24.05	23.29	29.60	34.49	39.03
	yoy	21.96%	-3.18%	27.09%	16.51%	13.19%
营业成本		11.51	11.30	14.36	16.73	18.93
	yoy	8.25%	-1.85%	27.06%	16.50%	13.18%
毛利率		52.13%	51.48%	51.49%	51.50%	51.50%
1、血液制品	收入	23.96	23.24	29.55	34.44	38.98
	yoy	21.87%	-2.97%	27.14%	16.54%	13.21%
	营业成本	11.47	11.26	14.32	16.69	18.90
	yoy	8.12%	-1.79%	-2.97%	-2.97%	-2.97%
	毛利率	52.13%	51.53%	51.53%	51.53%	51.53%
2、其他	收入	0.09	0.05	0.05	0.05	0.05
	yoy	50.00%	-2.97%	0	0	0
	营业成本	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
	yoy	62.82%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%
	毛利率	52.13%	28.61%	28.61%	28.61%	28.61%

资料来源: wind, 万联证券研究所预测

4 投资建议

血制品赛道具备高壁垒特性，陕煤入主后有望赋能公司内生和外延双轮拓展浆站资源，保障血制品业务稳健增长。基于对行业和研究，我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为781.61百万元/934.42百万元/1065.62百万元，对应EPS1.07元/股、1.27元/股、1.45元/股，对应PE为25.63/21.44/18.80（对应2024年6月24日收盘价27.33元），首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料供应不足的风险，采浆成本上升的风险，产品研发进展不达预期风险

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2329	2960	3449	3903
同比增速 (%)	-3.18	27.10	16.51	13.19
营业成本	1130	1436	1673	1893
毛利	1199	1524	1776	2010
营业收入 (%)	51.48	51.49	51.50	51.50
税金及附加	22	24	29	33
营业收入 (%)	0.93	0.83	0.84	0.85
销售费用	286	340	379	429
营业收入 (%)	12.26	11.50	11.00	11.00
管理费用	180	201	231	258
营业收入 (%)	7.74	6.80	6.70	6.60
研发费用	80	101	121	141
营业收入 (%)	3.42	3.40	3.50	3.60
财务费用	-58	1	-7	-17
营业收入 (%)	-2.47	0.04	-0.21	-0.42
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	15	18	22	24
投资收益	7	7	8	10
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-19	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	695	881	1053	1200
营业收入 (%)	29.85	29.77	30.53	30.75
营业外收支	-7	-3	-3	-3
利润总额	688	878	1050	1197
营业收入 (%)	29.55	29.67	30.45	30.67
所得税费用	77	97	115	132
净利润	611	782	934	1066
营业收入 (%)	26.26	26.41	27.10	27.30
归属于母公司的净利润	612	782	934	1066
同比增速 (%)	4.25	27.69	19.55	14.04
少数股东损益	-1	0	0	0
EPS (元/股)	0.84	1.07	1.27	1.45

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.84	1.07	1.27	1.45
BVPS	10.13	11.00	12.27	13.73
PE	32.73	25.63	21.44	18.80
PEG	7.69	0.93	1.10	1.34
PB	2.70	2.49	2.23	1.99
EV/EBITDA	23.92	17.50	14.38	12.15
ROE	8.24%	9.70%	10.39%	10.59%
ROIC	7.29%	9.09%	9.66%	9.80%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1429	2179	2991	3985
交易性金融资产	423	423	423	423
应收票据及应收账款	593	752	876	992
存货	909	758	883	999
预付款项	27	34	40	45
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	45	58	67	76
流动资产合计	3426	4205	5281	6521
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	943	1041	1095	1107
在建工程	583	569	557	547
无形资产	213	213	213	213
商誉	2615	2615	2615	2615
递延所得税资产	49	43	43	43
其他非流动资产	802	803	807	811
资产总计	8630	9488	10611	11856
短期借款	251	261	271	281
应付票据及应付账款	154	195	228	258
预收账款	0	0	0	0
合同负债	11	15	17	20
应付职工薪酬	60	76	89	100
应交税费	71	89	103	117
其他流动负债	626	724	800	872
流动负债合计	922	1099	1237	1366
长期借款	196	246	296	346
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	24	23	23	23
其他非流动负债	66	65	65	65
负债合计	1209	1433	1621	1801
归属于母公司的所有者权益	7429	8062	8996	10062
少数股东权益	-7	-7	-7	-7
股东权益	7422	8055	8990	10055
负债及股东权益	8630	9488	10611	11856

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	679	1118	1004	1156
投资	9	0	0	0
资本性支出	-376	-268	-233	-203
其他	77	15	7	9
投资活动现金流净额	-289	-253	-226	-194
债权融资	13	-3	0	0
股权融资	8	-2	0	0
银行贷款增加 (减少)	119	60	60	60
筹资成本	-67	-169	-26	-28
其他	-35	-1	0	0
筹资活动现金流净额	38	-115	34	32
现金净流量	428	749	812	994

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场