

派林生物 (000403.SZ)

国资入主有望持续赋能，内生+外延双轮驱动

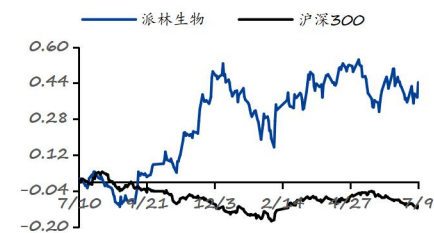
买入（首次评级）

当前价格：27.80 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	733.04/684.08
流通 A 股市值(百万元)	19,017.33
每股净资产(元)	10.31
资产负债率(%)	13.46
一年内最高/最低价(元)	31.25/17.49

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn

相关报告

投资要点：

➤ 血制品行业竞争格局集中，充分利好头部企业。

血制品行业由于其特殊性，行业竞争格局高度集中。全球角度看，CSL、武田和 GRIFOLS 三大巨头占据近 60%市场份额；国内看，自 2001 年起我国未再批准设立新的血液制品生产企业，大量中小型血液制品企业退出或被并购，2023 年六家头部企业合计采浆量占国内血浆采集量的 70%~80%。行业高集中度背景下，有望持续利好头部企业。

➤ 公司浆站、产品数量均居行业前列，陕西国资入主有望持续赋能。

通过战略重组派斯菲科和与新疆德源进行战略合作，公司产品数量合计达到 11 个，截至 2023 年国内血制品企业最多为 14 个品种，公司位居行业第三。浆站数量看，公司通过内生与外延并举，浆站数量合计达到 38 个，位居行业前三，其中 4 个已建成待验收浆站预计 2024 年上半年将全部完成验收开始采浆，有望持续提升公司采浆量。

➤ 采浆量首次突破千吨级别，吨浆利润率有进一步提升空间

公司 2023 年公司采浆量超 1,200 吨，同比实现大幅增长约 50%，进入千吨级血液制品第一梯队。历史数据看，2017-2023 年公司采浆量以 22.9%的年化复合增速大幅领先于其他上市头部血液制品企业，2024 年公司预计采浆量将超 1,400 吨，充分体现公司长期成长性。公司 2023 年以投浆量计吨浆净利润约 70 万元/吨，处于行业中上水平。公司在研产品进度较快的数量超过 10 个，产品矩阵丰富有望进一步提高吨浆利润。

➤ 积极布局静丙出口，海外市场空间巨大。

公司在东南亚、南美洲及中东部分国家实现多种产品海外出口销售，核心产品为静丙，并且完成巴基斯坦法规注册。未来随着公司持续重点推进海外市场法规注册出口的长期贸易机会，在保障国内供应的情况下积极开展海外出口销售，有望为公司的长期发展提供动能。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.9/9.2/10.4 亿元，归母净利润增速分别为 29%/16%/14%。采用可比公司估值法，2024-2026 年可比公司平均 PE 倍数分别为 26X/22X/19X 倍。我们认为，公司未来采浆量及吨浆利润有持续上升空间，公司成长性凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示

浆站建设及验收不及预期；采浆量不及预期；产品销售不及预期

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,405	2,329	2,945	3,392	3,734
增长率	22%	-3%	26%	15%	10%
净利润（百万元）	587	612	790	919	1,044
增长率	50%	4%	29%	16%	14%
EPS（元/股）	0.80	0.84	1.08	1.25	1.42
市盈率（P/E）	34.7	33.3	25.8	22.2	19.5
市净率（P/B）	3.0	2.7	2.5	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 内生+外延双轮驱动，国资入主有望持续赋能发展	3
1.1 血制品行业龙头企业，陕西国资入主赋能	3
1.2 营收利润稳健增长，净利率持续提升	4
2 血制品行业供给缺口明显，高成长属性凸显	5
2.1 国内血制品规模持续增长，十四五期间浆站获批有望提速	5
2.2 血制品行业高壁垒，市场格局高度集中	7
3 内生与外延并举，跻身国内血制品第一梯队	9
3.1 公司浆站数量、血制品数量均位于行业前列，采浆量实现大幅增长	9
3.2 产品序列持续丰富，吨浆净利润有望持续提升	14
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议	16
5 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司发展历程	3
图表 2: 公司股权结构图（截至 24Q1）	4
图表 3: 2015-24Q1 公司营业收入稳健增长	5
图表 4: 2015-24Q1 公司归母净利润稳健增长	5
图表 5: 2012-24Q1 公司毛利率及净利率水平	5
图表 6: 2018-24Q1 公司四费率	5
图表 7: 中国单采血浆站数量变化（家，%）	5
图表 8: 中国采浆量持续增长（吨，%）	5
图表 9: 十四五期间各省单采血浆站建设规划	6
图表 10: 2018-2024E 中国血制品市场规模（亿元）	7
图表 11: 血制品分类介绍	7
图表 12: 2022 年血制品分品种市场格局（%）	8
图表 13: 全球血制品企业市占率水平	8
图表 14: 全球单采血浆站数量分布	8
图表 15: 2023 年部分头部血制品企业采浆量	9
图表 16: 公司血制品收入（百万元，%）	9
图表 17: 公司血制品毛利率（%）	9
图表 18: 血制品头部企业产品种类及数量梳理	10
图表 19: 2016-2023 年头部血制品企业浆站数量（家）	10
图表 20: 陕西省单采血浆站梳理	11
图表 21: 2017-2023 年各头部血制品企业采浆量（吨）及 CAGR（%）	11
图表 22: 2023 年血制品企业采浆量占比（%）	12
图表 23: 公司下属采浆站具体情况梳理	12
图表 24: 2023 年头部血制品企业吨浆净利润水平测算	14
图表 25: 公司在研管线丰富（截至 2023 年）	15
图表 26: 公司业绩拆分预测表	15
图表 27: 可比公司估值表	16
图表 28: 财务预测摘要	17

1 内生+外延双轮驱动，国资入主有望持续赋能发展

1.1 血制品行业龙头企业，陕西国资入主赋能

派斯双林生物制药股份有限公司主营业务为血液制品的研究、开发、生产和销售，公司主要由广东双林和派斯菲科生物两大子公司构成，其中，双林生物成立于1995年，前身为海军海耀生物制品研究所，2020年，双林生物启动收购哈尔滨派斯菲科，2021年派斯菲科完成工商过户，双林生物更名为派林生物。20余年间公司通过内生式增长及外延式扩张并举，产品序列持续丰富，行业地位稳固上升，当前派林生物拥有包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（pH4）、人免疫球蛋白、冻干静注人免疫球蛋白（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、人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物等11个产品，跻身血制品行业第一梯队。

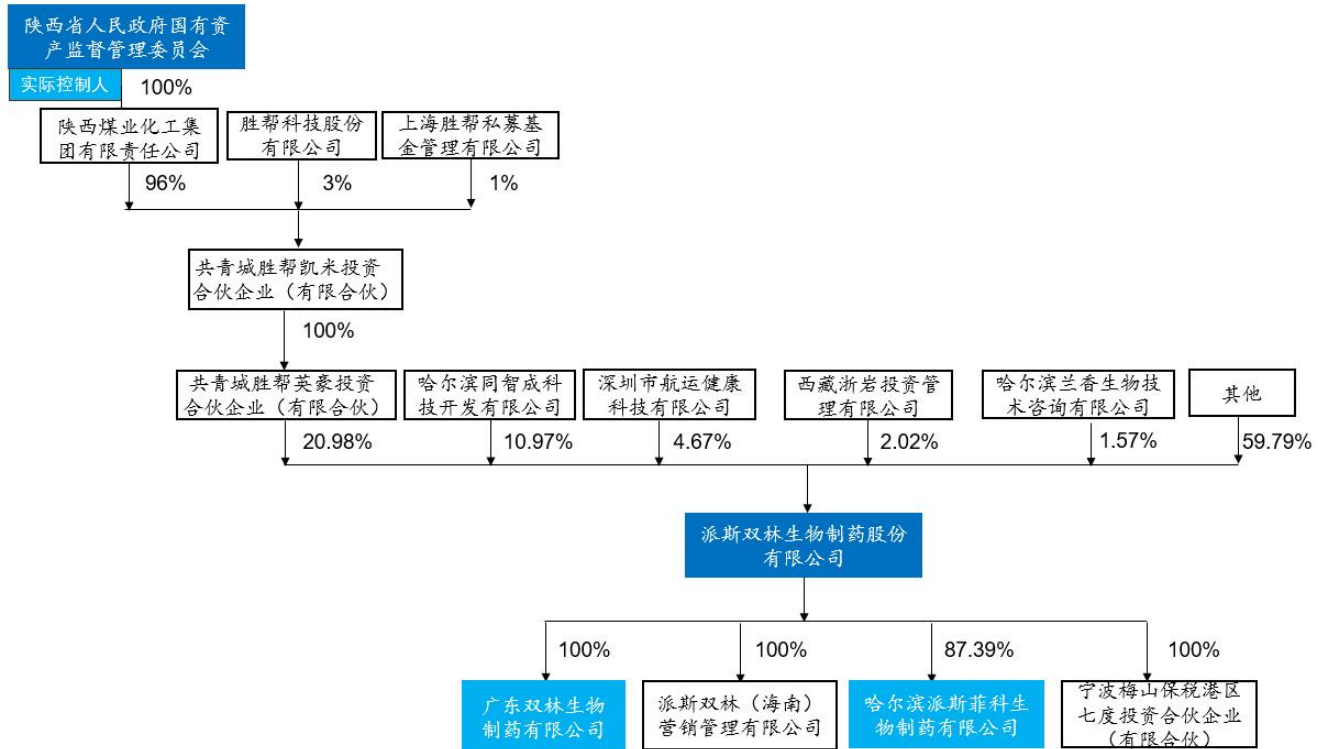
图表 1：公司发展历程



数据来源：双林生物官网，公司公告，华福证券研究所

陕西国资入主派林生物，有望赋能公司高速发展。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。截止24Q1胜帮英豪拥有公司股份占比20.98%，陕西省人民政府国有资产监督管理委员会为公司实控人。

图表 2：公司股权结构图（截至 24Q1）

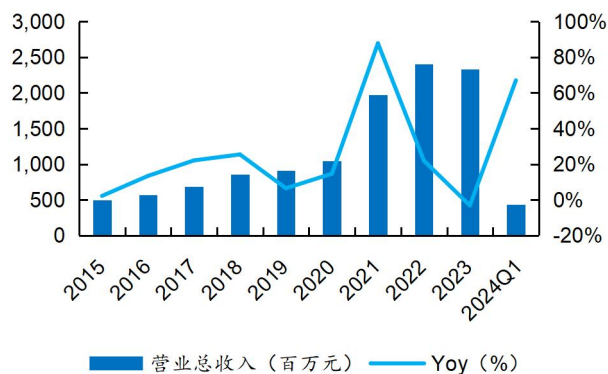


数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

1.2 营收利润稳健增长，净利率持续提升

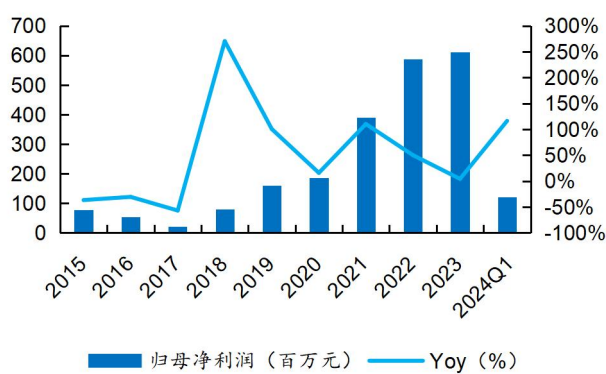
公司近年来营收及利润实现稳健增长，2023 年出现短期波动。2023 年公司实现营业总收入 23.3 亿元，同比下降 3.2%，归母净利润 6.1 亿元，同比增长 4.3%。复盘公司近年来业绩表现，营收及利润均实现稳健增长，其中 2021 年营业收入 19.7 亿元，同比增长 87.8%，归母净利润 3.9 亿元，同比增长 110.3%，业绩大幅提升，其主要原因为派斯菲科并表影响。2023 年公司业绩出现短期波动，主要系 2022 年下半年新疆浆站原料血浆停采时间较长和其他浆站采浆受影响，随着后续影响消除，看好公司长期稳健增长趋势。

图表 3：2015-24Q1 公司营业收入稳健增长



数据来源：wind，华福证券研究所

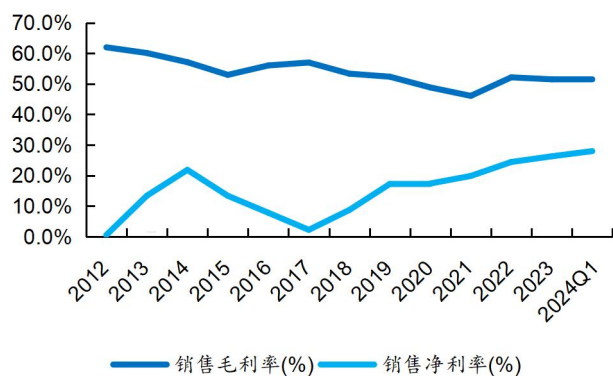
图表 4：2015-24Q1 公司归母净利润稳健增长



数据来源：wind，华福证券研究所

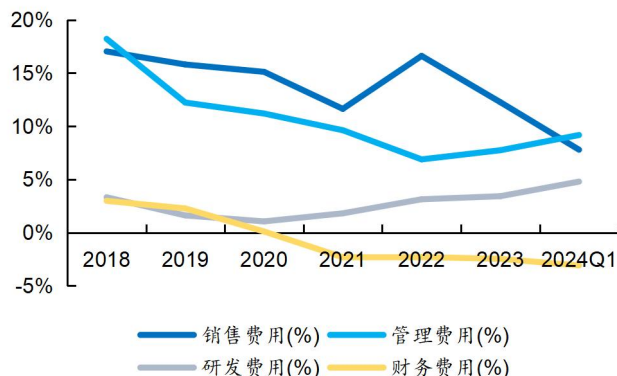
毛利率维持稳定，净利率持续提升，费用率优化。公司整体毛利率维持稳定，2023 年及 24Q1 分别为 51.5%及 51.4%，净利率自 2018 年以来呈现持续增长趋势，2023 年及 24Q1 分别为 26.3%及 28.0%。费用端看，近年来公司销售费用率呈现下降趋势，整体费用率持续优化，有望增厚公司盈利能力。

图表 5：2012-24Q1 公司毛利率及净利率水平



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 6：2018-24Q1 公司四费率



数据来源：wind，华福证券研究所

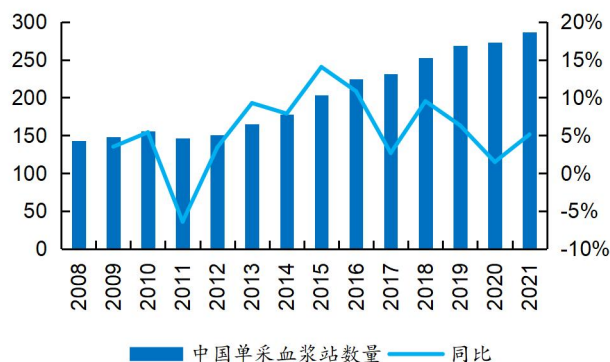
2 血制品行业供给缺口明显，高成长属性凸显

2.1 国内血制品规模持续增长，十四五期间浆站获批有望提速

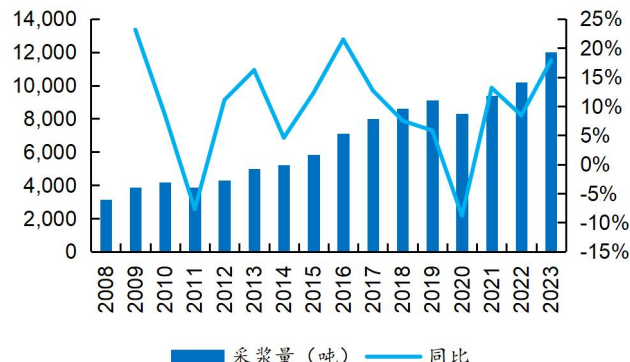
中国浆站数和采浆量持续增加，但供给缺口仍然存在。中国浆站数量在十二五期间快速增加，从 2011 年的 146 家增加到 2015 年的 203 家，期间年均复合增速为 9%；但十三五期间浆站审批趋紧，增速放缓，截止 2021 年在营单采血浆站 287 家。采浆量看，2023 年国内单采血浆站共采集血浆约 12000 吨，同比增长约 18%，而按国产及进口血液制品批签发数据估算，国内原料血浆需求量已超 16000 吨/年，供给缺口仍然存在。

图表 7：中国单采血浆站数量变化（家，%）

图表 8：中国采浆量持续增长（吨，%）



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所



数据来源：前瞻产业研究院，各公司公告，华福证券研究所

十四五期间浆站获批有望提速，长期维度看采浆量仍有持续上行空间。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，具有较高的政策壁垒。十三五期间浆站审批趋紧，增长缓慢。十四五期间，参考目前各省分已公布的浆站建设规划，部分省份对浆站数量建设力度加大并对提高采浆效率出台相应措施，如《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022-2025年）》指出2022-2025年在全区规划设置不超过6个单采血浆站；《云南省单采血浆站设置规划（2021-2023年）》指出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）。我们认为，十四五期间浆站数量增长有望提速，长期维度看采浆量仍有持续上行空间。

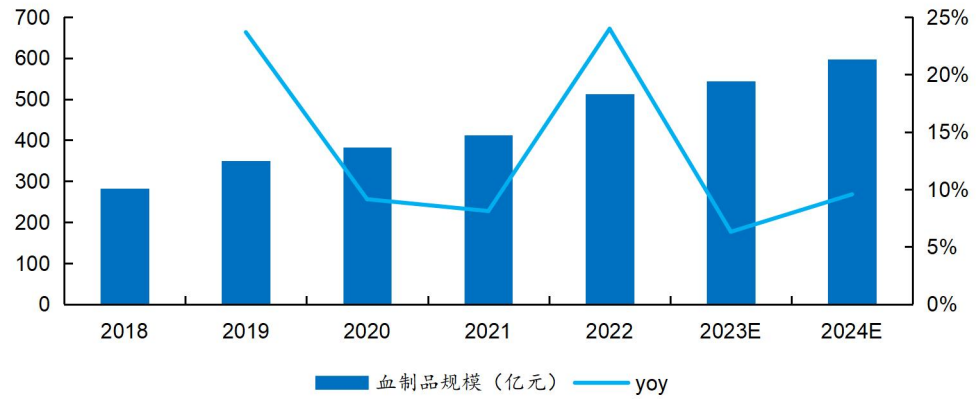
图表 9：十四五期间各省单采血浆站建设规划

地区	政策名称	发布日期	设置浆站数量	政策内容
云南	《云南省单采血浆站设置规划（2021-2023年）》	2021/10/14	19	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。
河南	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	2022/9/14	7	十四五期间规划7家单采血浆站
内蒙古	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022—2025年）》	2022/6/23	6	2022-2025年在全区规划设置不超过6个单采血浆站
辽宁	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	2022/1/29	1	全省单采血浆站设置原则上不超过1家
广东	《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》	2021/1/26	-	在有地方病或者经血传播的传染病流行、高发的地区不得新设置单采血浆站和采浆。上一年度和本年度无偿献血未能满足临床应急供血需求的地级市，不得新增设置单采血浆站。所属单采血浆站在3年内未能达到年采集量不少于3吨要求的血液制品生产单位，不得新增设置单采血浆站。

数据来源：各地方政府官网，华福证券研究所

国内血制品市场规模持续增长，当前市场规模超500亿元。近年来，国内血液制品企业通过提高采浆量，扩大生产规模，国内血液制品销售市场维持良好增长势头。根据中商产业研究院的数据，2022年中国血制品市场规模约为512亿元，同比增长24.0%，预计2024年国内血制品市场规模有望达约600亿元。

图表 10: 2018-2024E 中国血制品市场规模 (亿元)



数据来源: 中商情报网, 华福证券研究所

2.2 血制品行业高壁垒, 市场格局高度集中

血制品主要分为白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子和其他血制品 4 大类。血制品主要是指以健康人血液为原料, 采用生物学工艺或分离纯化技术制备的生物活性制剂, 主要包括白蛋白制品、免疫球蛋白制品、凝血因子制品和其他血制品四大类。

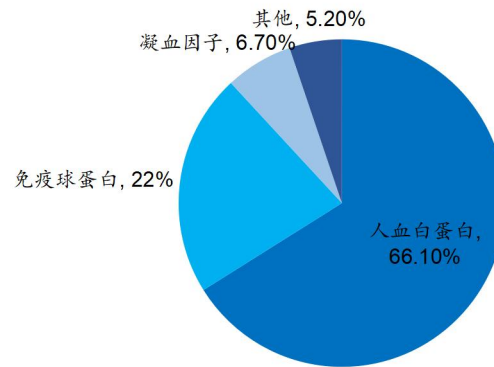
图表 11: 血制品分类介绍

分类	介绍
白蛋白制品	通常指浓度为20-25g/dL的白蛋白制品。主要用于纠正因大手术、创伤、器官移植等引起的急性血容量减少;处理大面积烧伤、呼吸窘迫等引起的体液水、电解质和胶体平衡失调, 以防止和控制休克;低蛋白血症等。
免疫球蛋白制品	正常人免疫球蛋白:主要用于某些病毒性传染病, 如甲型肝炎和麻疹等疾病的预防。特异性免疫球蛋白:与正常人免疫球蛋白相比, 具有预防效果更可靠的优点, 部分还具有肯定的治疗效果。其中静脉注射免疫球蛋白制品(静丙)在使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性, 加之在生产工艺中增加了病毒灭活步骤提高了安全性, 临床适应症不断增多, 应用日趋广泛, 是当今血液制品产业的主导产品。
凝血因子制品	凝血因子类产品用于治疗各种凝血障碍类疾病, 并且在外科手术止血中也有广泛的应用。
其他	如蛋白酶抑制剂、酯酶抑制剂等

数据来源: 中商情报网, 华福证券研究所

分品种看, 白蛋白及免疫球蛋白为主要的血制品品种。根据中商情报网, 2022 年中国血制品市场中, 人血白蛋白占比最多, 达 66.1%; 免疫球蛋白和凝血因子市场占比分别为 22.0%及 6.7%, 其他血制品为 5.2%。

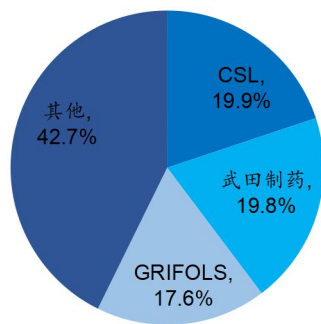
图表 12: 2022 年血制品分品种市场格局 (%)



数据来源: 中商情报网, 华福证券研究所

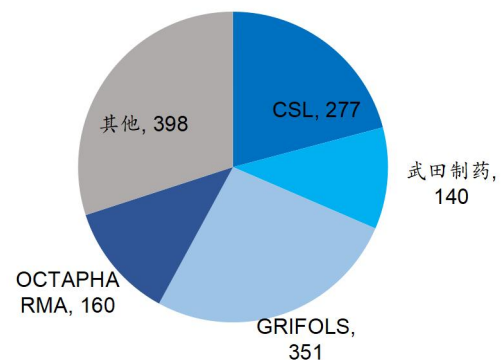
全球范围看, 血制品行业高度集中, 呈现寡头垄断。其主要体现在市场占有率、浆站数量以及采浆量占比。按 2021 年全球血制品市场 300 亿美金计算, CSL(19.9%)、武田 (19.8%) 和 GRIFOLS (17.6%) 作为三大巨头, 占领了全球近六成的市场。浆站数量和采浆量方面, 全球共设置有上千家单采血浆站, 血浆采集量约 6 万吨, 主要集中在美国、德国、捷克、匈牙利、中国, 其中近 70% 设置在美国 (790 余家), 10% 在欧洲。全球血制品巨头 GRIFOLS (351 个)、CSL (277 个)、OCTAPHARMA (160 个) 和武田 (140 个) 的浆站数量占到全球浆站数量的近 70%, 采浆量达到 70% 以上。

图表 13: 全球血制品企业市占率水平



数据来源: 博雅生物公司公告, 华福证券研究所

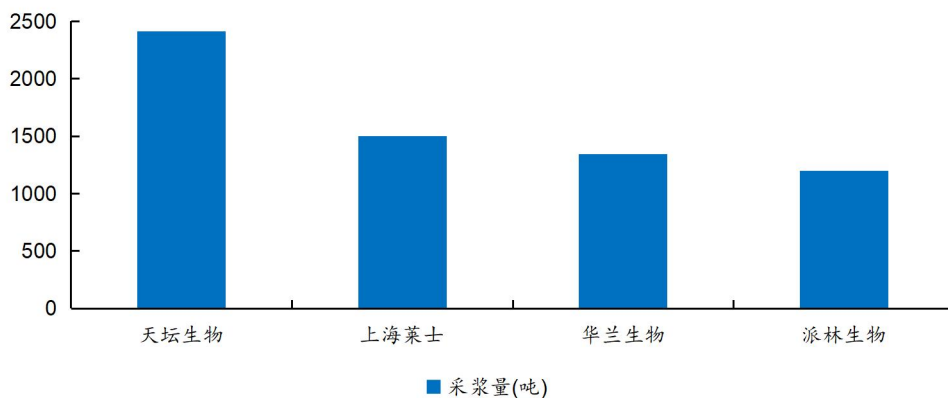
图表 14: 全球单采血浆站数量分布



数据来源: 博雅生物公司公告, 华福证券研究所

国内看, 血制品属于高壁垒行业, 竞争格局高度集中。上世纪 90 年代, 我国血液制品生产厂家总数有 70 家左右, 随着国家卫生部明令淘汰冻干人血浆的生产和禁止盐析法工艺的使用, 大部分小型生产厂家被淘汰。自 2001 年起, 我国未再批准设立新的血液制品生产企业, 同时更新配套法规, 大量中小型血液制品企业退出或被并购, 经过不断的兼并、收购、重组, 我国血液制品行业集中度不断提升, 目前仅有不足 30 家具有生产资质的血液制品企业, 其中天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物、远大蜀阳、派林生物等大型血液制品企业年采浆量已过千吨, 2023 年, 六家头部企业合计采浆量占国内血浆采集量的 70%~80%。

图表 15：2023 年部分头部血制品企业采浆量



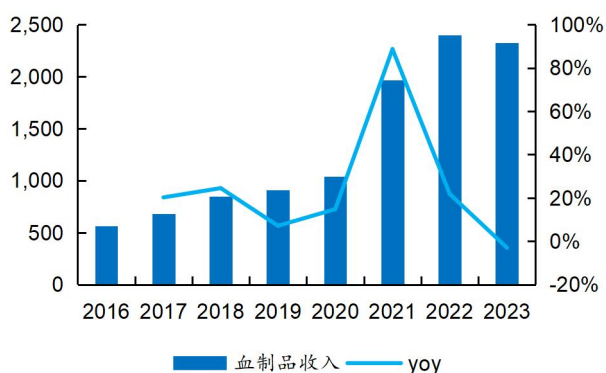
数据来源：各公司公告，华福证券研究所

3 内生与外延并举，跻身国内血制品第一梯队

3.1 公司浆站数量、血制品数量均位于行业前列，采浆量实现大幅增长

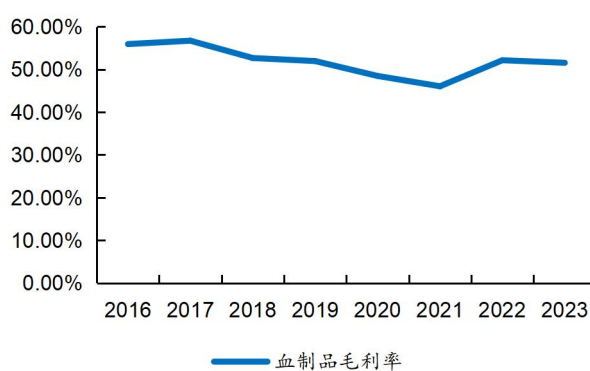
血液制品业务收入持续增长，毛利率维持稳定。公司血液制品板块 2023 年实现收入 23.2 亿元，同比下降 3.0%，下降的主要原因为 2022 年下半年新疆浆站原料血浆停采时间较长和其他浆站采浆受影响，长期维度看，近年来公司血制品收入实现稳健增长，2016-2023 年收入 CAGR 达 22.4%。毛利率方面，2023 年公司血制品毛利率为 51.5%，较 2022 年下降 0.6 pct，原因主要系海外销售占比下降、销售渠道和模式变化等多方面因素影响，结合销售费用率来看，产品实际利润率同比提升。收入结构上，2023 年度白蛋白及静丙产品占整体销售收入约 75%，特免产品占比约 20% 左右，剩余为因子类产品。

图表 16：公司血制品收入（百万元，%）



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 17：公司血制品毛利率（%）



数据来源：wind，华福证券研究所

公司血液制品数量丰富，位居行业第三。通过战略重组派斯菲科和与新疆德源进行战略合作，公司产品数量合计达到 11 个，其中广东双林拥有 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、狂犬病人免疫球蛋白、静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）。目前国内血制品企业最多为 14 个品种，公司目前位居行业第三。

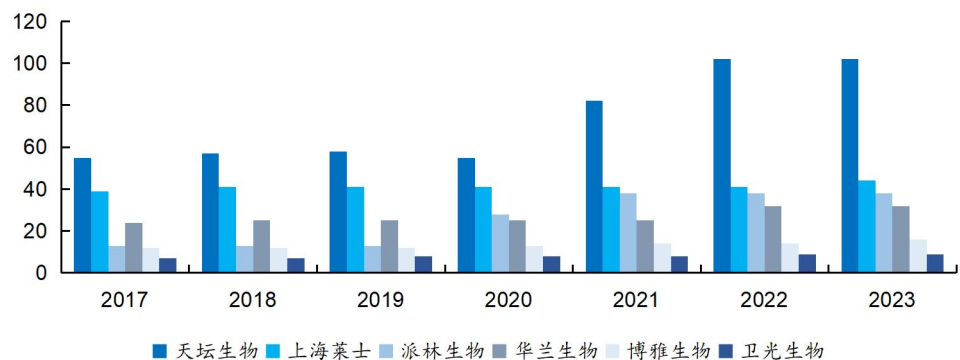
图表 18：血制品头部企业产品种类及数量梳理

产品种类	产品名称	天坛生物	上海莱士	派林生物	华兰生物	博雅生物	卫光生物
白蛋白类	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√
	冻干人血白蛋白	√					
免疫球蛋白类	静注人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白	√	√	√		√	√
	人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	破伤风人免疫球蛋白	√	√	√	√		√
	乙肝人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	静注乙肝人免疫球蛋白	√		√			
	组胺人免疫球蛋白	√					√
	冻干静注乙肝人免疫球蛋白	√					
凝血因子类	人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√
	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	
	人凝血因子VIII	√	√	√	√	√	
	人纤维蛋白粘合剂		√		√		
	冻干人凝血酶		√		√		
产品数量合计	-	14	12	11	11	9	9

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

内生与外延并举，公司浆站数量合计达到 38 个，位居行业前三。公司坚定执行内生与外延并举策略，截至 2023 年，广东双林拥有 19 个单采血浆站，其中已在采单采血浆站 17 个，2 个建设完成等待验收；派斯菲科拥有 19 个单采血浆站，其中已在采单采血浆站 17 个，2 个建设完成等待验收，预计 2024 年上半年将全部完成验收开始采浆。公司浆站数量合计达到 38 个，竞争格局看，2023 年天坛生物浆站数量最多，为 102 家，上海莱士与派林生物分别为 44 家和 38 家，派林生物位居行业前三。

图表 19：2016-2023 年头部血制品企业浆站数量（家）



数据来源：各公司公告，华福证券研究所 注：图中天坛生物 2020 年为在营浆站数量

陕西国资入主，有望赋能公司浆站建设。当前陕西境内仅 4 家浆站，分别为安康卫光单采血浆站、兴平市莱士单采血浆、白水中生单采血浆站以及富平中生单采血浆站，公司在陕西境内并无开设浆站。参考人口总数与人均 GDP 与陕西省接近的山西省（2023 年人口数量山西 3466 万人 vs 陕西 3952 万人，人均 GDP 山西 7.4 万

元 vs 陕西 8.5 万元),2020 年山西省单采血浆站设立数量已达到 18 家,且截至 2023 年公司在山西省拥有 4 家浆站。我们认为,长期维度看陕西省单采血浆站数量或有较大提升空间,考虑公司股东陕西煤业在陕西地区具有较强的资源优势,有望持续赋能公司浆站建设。

图表 20: 陕西省单采血浆站梳理

所属公司	浆站名称	主要经营地	执业登记公示日期
卫光生物	安康卫光单采血浆站	陕西省安康市汉滨区	2023 年 5 月
上海莱士	兴平市莱士单采血浆	陕西省兴平市	2013 年 4 月
国药集团	白水中生单采血浆站	陕西省渭南市白水县	2023 年 1 月
国药集团	富平中生单采血浆站	陕西省渭南市富平县	2023 年 1 月

数据来源: 陕西省卫健委, 上海莱士公司公告, 华福证券研究所

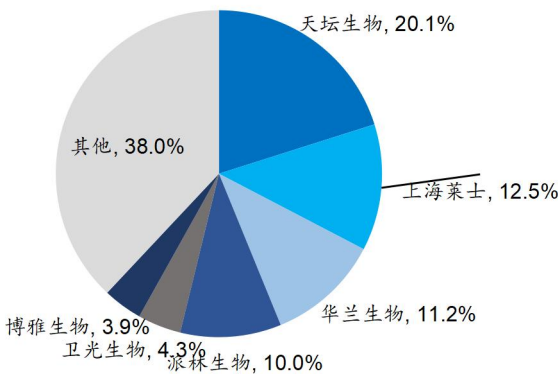
公司 2023 年采浆量超 1200 吨, 迈入千吨级血液制品第一梯队。公司大力推动浆站拓展工作, 加大浆站绩效考核及激励力度, 同时公司龙江单采血浆站、甘南单采血浆站、巴彦单采血浆站、庆安单采血浆站陆续验收并实现采浆, 2023 年公司采浆量超 1,200 吨, 同比实现大幅增长约 50%, 进入千吨级血液制品第一梯队。2017-2023 年头部血液制品企业采浆量 CAGR 看, 公司以 22.9% 的年化复合增速大幅领先于其他上市头部血液制品企业。2023 年公司采浆量占国内总采浆量占比约 10%。

图表 21: 2017-2023 年各头部血制品企业采浆量 (吨) 及 CAGR (%)

公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2017-2023 CAGR
天坛生物	1401.81	1568.07	1706.02	1713.51	1809	2035	2415	9.5%
上海莱士	1000	1180	1230	1200	1280	1400	1500	7.0%
华兰生物	1100	-	1000	1000	1000	1100	1342.32	3.4%
派林生物	348.54	400	400	-	900	800	1200	22.9%
卫光生物	340	100	-	382	446.94	467	517	7.2%
博雅生物	320	350	372	378	420	439	467.3	6.5%

数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所 注: 表内部分整数数值为近似值

图表 22：2023 年血制品企业采浆量占比（%）



数据来源：各公司公告，华福证券研究所 注：以 2023 年国内总采浆量 12000 吨计算

公司采浆量长期增长动能充足,2024 年采浆量有望突破 1400 吨。从历史复盘看,公司采浆量由 2017 年的不足 350 吨到 2023 年的 1200 吨,以 22.9%的 CAGR 大幅领先于其他上市头部血液制品企业。长期维度看,我们认为公司采浆量仍有继续上行的充足动能,一方面 2023 年公司龙江单采血浆站、甘南单采血浆站、巴彦单采血浆站、庆安单采血浆站陆续验收并实现采浆,24 年仍有 4 家新浆站有望完成验收开始采浆,后续采浆量有望持续爬坡提升;另一方面公司持续深化与新疆德源战略合作,双方合作期限延长至八年,年度供浆目标提升至不低于 200 吨,并通过阶梯式奖励机制不断激励提升采浆规模。2024 年公司采浆量有望达到 1400 吨。

图表 23：公司下属采浆站具体情况梳理

子公司	下属采浆站	主要经营地	持股比例	取得方式	辐射人口（万人）
双林生物	扶绥双林单采血浆有限公司	广西壮族自治区崇左市	100.00%	投资设立	45.9
	临县双林单采血浆有限公司	山西省吕梁市	80.00%	投资设立	65.6
	广西罗城双林单采血浆有限公司	广西壮族自治区河池市	100.00%	投资设立	38.6
	武宣双林单采血浆有限公司	广西壮族自治区来宾市	99.00%	投资设立	45.7
	宜州双林单采血浆有限公司	广西壮族自治区河池市	99.00%	投资设立	66.7
	石楼县双林单采血浆有限公司	山西省吕梁市	100.00%	投资设立	12.3
	隰县双林单采血浆有限公司	山西省临汾市	100.00%	投资设立	10.6
	和顺县双林生物单采血浆有限公司	山西省晋中市	100.00%	投资设立	13.8
	东源双林单采血浆有限公司	广东省河源市	100.00%	投资设立	58.7
	廉江双林单采血浆有限公司	广东省湛江市	80.00%	投资设立	187.6
	遂溪双林单采血浆有限公司	广东省湛江市	80.00%	投资设立	112.8
	鹤山双林单采血浆有限公司	广东省江门市	100.00%	投资设立	40.0
	中山市坦洲双林单采血浆有限公司	广东省中山市	80.00%	投资设立	208.1
	疏勒县德源单采血浆有限公司	新疆维吾尔自治区	80.00%	战略合作	37.1



		疏勒县			
	新和县德源单采血浆有限公司	新疆维吾尔自治区 新和县	80.00%	战略合作	19.2
	策勒县德源单采血浆有限公司	新疆维吾尔自治区 策勒县	80.00%	战略合作	16.8
	泽普县德源单采血浆有限公司	新疆维吾尔自治区 泽普县	80.00%	战略合作	22.1
	昆玉市德源单采血浆有限公司	新疆维吾尔自治区 昆玉市	80.00%	战略合作	7.1
	温宿县德源单采血浆有限公司	新疆维吾尔自治区 温宿县	80.00%	战略合作	27.2
派斯菲科	内江市东兴区派斯菲科单采血浆有限公司	四川省内江市	100.00%	非同一控制下企业合并	399.0
	兰西派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省绥化市	100.00%	非同一控制下企业合并	47.4
	望奎派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省绥化市	100.00%	非同一控制下企业合并	43.4
	肇州派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省大庆市	100.00%	非同一控制下企业合并	40.6
	鸡西市东海派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省鸡西市	100.00%	非同一控制下企业合并	144.9
	宾县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省哈尔滨市	100.00%	非同一控制下企业合并	55.6
	五常派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省哈尔滨市	100.00%	非同一控制下企业合并	88.3
	明水派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省绥化市	100.00%	非同一控制下企业合并	32.4
	伊春派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省伊春市	100.00%	非同一控制下企业合并	106.6
	海伦派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省绥化市	100.00%	非同一控制下企业合并	74.1
	庆安县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省绥化市	100.00%	非同一控制下企业合并	35.3
	拜泉县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省齐齐哈尔市	100.00%	非同一控制下企业合并	53.4
	依安县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省齐齐哈尔市	100.00%	非同一控制下企业合并	45.3
	龙江县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省齐齐哈尔市	99.99%	非同一控制下企业合并	56.6
	尚志市派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省哈尔滨市	100.00%	非同一控制下企业合并	54.1
	桦南县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省佳木斯市	100.00%	非同一控制下企业合并	39.5
	巴彦县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省哈尔滨市	100.00%	非同一控制下企业合并	62.8
	甘南县派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省齐齐哈尔市	100.00%	非同一控制下企业合并	36.2

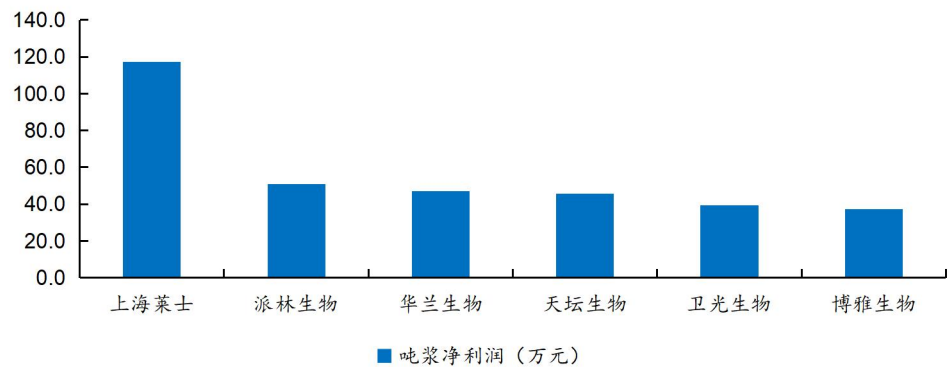
肇东市派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省绥化市	100.00%	非同一控制下企业合并	84.1
铁力市派斯菲科单采血浆有限公司	黑龙江省伊春市	100.00%	非同一控制下企业合并	27.8

数据来源：公司公告，国家统计局，wind，华福证券研究所 注：辐射人口以浆站所在地户籍/常住人口计，未包含其周边县市

3.2 产品序列持续丰富，吨浆净利润有望持续提升

2023 年公司吨浆净利润处于行业中上游水平。吨浆净利润是衡量上市公司单位产效的重要指标，根据我们的测算，2023 年各头部血制品企业吨浆净利润水平看，派林生物吨浆净利润为 51.0 万元（若按实际投浆量计算则为约 70 万元/吨）。上海莱士吨浆净利润达 117.1 万元，大幅领先其他血制品企业，主要是因为上海莱士引入进口人血白蛋白，即不占用采浆量。总体看，公司吨浆净利润水平处于行业中上游位置。

图表 24：2023 年头部血制品企业吨浆净利润水平测算



数据来源：各公司公告，华福证券研究所测算 注：吨浆净利润按当年采浆量计算

在研管线丰富，吨浆利润有望持续提升。根据血液制品企业发展逻辑和行业规律，吨浆净利润提升取决于新产品研发，产品品种越多吨浆净利润越高。公司拥有国内领先的研发实力，公司在研产品进度较快的数量超过 10 个，其中人凝血因子 IX、人纤维蛋白粘合剂等产品已处于临床试验阶段，人纤维蛋白原已申报上市许可注册申请。随着未来新产品数量的增加，以及现有产品如静丙、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白的持续优化，我们认为公司吨浆利润长期看有望持续提升。

图表 25：公司在研管线丰富（截至 2023 年）

所属公司	主要研发项目名称	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	已申报临床，现处于临床资料发补审评阶段
	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
派斯菲科	人抗凝血酶III（ATIII）	临床前研究
	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（PCC）制剂研制	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 制剂 研制	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

数据来源：公司公告，华福证券研究所

布局血制品海外出口，长期成长动能充足。随着经济社会全面恢复常态化运行，社会及市场对血液制品认知大幅提高，产品销售端市场需求景气，尤其是人血白蛋白和静注人免疫球蛋白（pH4）供不应求，核心产品实现量价齐升，同时也为中国血液制品企业出口创造了机遇，公司在东南亚、南美洲及中东部分国家实现多种产品海外出口销售，核心产品为静丙，并且完成巴基斯坦法规注册。未来随着公司持续重点推进海外市场法规注册出口的长期贸易机会，在保障国内供应的情况下积极开展海外出口销售，有望为公司的长期发展提供充分动能。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

考虑公司在新浆站获批贡献增量以及现有浆站产能爬坡背景下采浆量有望持续提升，及公司吨浆利润在新产品上市以及现有产品出海背景下有较大上升空间，我们预计 2024-2026 年公司业务营收分别为 29.5/33.9/37.3 亿元，收入增速分别为 26%/15%/10%；归母净利润分别为 7.9/9.2/10.4 亿元，归母净利润增速分别为 29%/16%/14%。

图表 26：公司业绩拆分预测表

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
血液制品							
销售收入（百万元）	1,042.5	1,966.5	2,395.6	2,324.3	2,940.0	3,386.9	3,728.0
收入 yoy	14.8%	88.6%	21.8%	-3.0%	26.5%	15.2%	10.1%
毛利率（%）	48.45%	46.04%	52.13%	51.53%	52.0%	52.0%	53.0%
收入占比（%）	99.3%	99.7%	99.6%	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%
其他							
销售收入（百万元）	7.44	5.27	9.59	4.40	4.8	5.3	5.9
收入 yoy	-3.2%	-29.2%	82.1%	-54.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率（%）		58.85%	51.31%	23.79%	50.0%	50.0%	50.0%
收入占比（%）	0.7%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

数据来源：wind，华福证券研究所

4.2 投资建议

选取与公司业务相近的血制品行业公司天坛生物、上海莱士、卫光生物、博雅生物、华兰生物作为可比公司进行估值。2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 26X/22X/19X, 考虑到公司未来采浆量和吨浆利润有望同步提升, 持续增厚公司利润, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2024/7/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600161.SH	天坛生物	23.70	0.67	0.68	0.83	0.98	35.4	34.9	28.6	24.2
002252.SZ	上海莱士	7.75	0.27	0.35	0.4	0.45	28.7	22.1	19.4	17.2
002880.SZ	卫光生物	27.70	0.96	1.14	1.35	1.63	28.7	24.3	20.5	17.0
300294.SZ	博雅生物	34.72	0.47	1.11	1.22	1.35	73.9	31.3	28.5	25.7
002007.SZ	华兰生物	15.41	0.81	0.93	1.08	1.24	19.0	16.6	14.3	12.4
	平均值						37.1	25.8	22.2	19.3
000403.SZ	派林生物	27.80	0.84	1.08	1.25	1.42	33.2	25.8	22.2	19.5

数据来源：wind，华福证券研究所

5 风险提示

浆站建设及获批不及预期：广东双林浆站 2 个建设完成等待验收，派斯菲科浆站 2 个建设完成等待验收，上述 4 个浆站预计 2024 年上半年将全部完成验收开始采浆，存在不能按时验收风险。

采浆量不及预期：若出现浆站建设及获批不及预期、政策原因或其他不可抗力，可能出现采浆量不及预期情况，影响当期利润。

产品销售不及预期：公司在国内实现产品销售的同时积极布局静丙出海，若产品销售不及预期，则将对公司当期业绩造成不利影响。

图表 28：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,429	1,774	2,725	3,157
应收票据及账款	593	721	804	874
预付账款	27	21	24	26
存货	909	911	504	950
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	468	487	496	504
流动资产合计	3,426	3,914	4,554	5,511
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	943	979	1,070	1,179
在建工程	583	603	533	363
无形资产	213	255	266	286
商誉	2,615	2,615	2,615	2,615
其他非流动资产	852	1,011	1,128	1,217
非流动资产合计	5,204	5,463	5,612	5,659
资产合计	8,630	9,377	10,166	11,170
短期借款	251	0	0	0
应付票据及账款	154	424	493	537
预收款项	0	0	0	0
合同负债	11	29	34	37
其他应付款	311	311	311	311
其他流动负债	196	211	223	233
流动负债合计	922	975	1,062	1,118
长期借款	196	246	176	256
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	90	90	90	90
非流动负债合计	286	336	266	346
负债合计	1,209	1,312	1,328	1,464
归属母公司所有者权益	7,429	8,072	8,845	9,714
少数股东权益	-7	-7	-8	-8
所有者权益合计	7,422	8,065	8,838	9,706
负债和股东权益	8,630	9,377	10,166	11,170

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	679	880	1,290	587
现金收益	692	892	1,017	1,153
存货影响	-286	-2	407	-446
经营性应收影响	312	-123	-86	-72
经营性应付影响	-20	270	69	44
其他影响	-19	-156	-117	-92
投资活动现金流	-289	-235	-181	-120
资本支出	-424	-246	-188	-128
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	135	11	7	8
融资活动现金流	38	-301	-158	-35
借款增加	131	-201	-70	80
股利及利息支付	-67	-159	-184	-206
股东融资	8	0	0	0
其他影响	-34	59	96	91

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,329	2,945	3,392	3,734
营业成本	1,130	1,414	1,628	1,755
税金及附加	22	25	30	33
销售费用	286	353	407	448
管理费用	180	221	254	280
研发费用	80	100	122	134
财务费用	-58	-46	-58	-61
信用减值损失	3	2	2	2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-19	0	0	0
投资收益	7	10	10	10
其他收益	15	15	15	15
营业利润	695	906	1,038	1,173
营业外收入	4	12	15	20
营业外支出	11	20	20	20
利润总额	688	898	1,033	1,173
所得税	77	108	114	129
净利润	611	790	919	1,044
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	612	791	920	1,045
EPS（按最新股本摊薄）	0.84	1.08	1.25	1.42

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-3.2%	26.5%	15.2%	10.1%
EBIT 增长率	4.2%	35.1%	14.4%	14.2%
归母公司净利润增长率	4.3%	29.1%	16.3%	13.6%
获利能力				
毛利率	51.5%	52.0%	52.0%	53.0%
净利率	26.3%	26.8%	27.1%	28.0%
ROE	8.2%	9.8%	10.4%	10.8%
ROIC	13.5%	16.6%	16.7%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	14.0%	14.0%	13.1%	13.1%
流动比率	3.7	4.0	4.3	4.9
速动比率	2.7	3.1	3.8	4.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	110	80	81	81
存货周转天数	244	232	156	149
每股指标（元）				
每股收益	0.84	1.08	1.25	1.42
每股经营现金流	0.93	1.20	1.76	0.80
每股净资产	10.13	11.01	12.07	13.25
估值比率				
P/E	33	26	22	20
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	31	24	21	18

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn