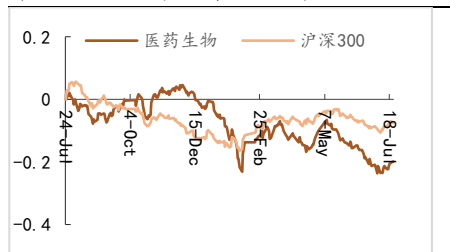


评级：看好

核心观点

王斌  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话：010-81152643

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

## 相关研究

- 从中报业绩预告，看医药行业投资方向
- 行业底部明确，聚焦优质细分领域和个股
- 医药行业点评：“体重管理年”活动提升大众认知度，关注国产减重药潜在需求

- **事件**：2024 年 7 月 17 日，博雅生物公告，拟以 18.2 亿元的估值收购绿十字香港控股 100% 股权，从而间接收购境内血液制品主体绿十字（中国）生物制品有限公司。
- **血制品牌照具有稀缺性，对产业资产具有较强吸引力，预计行业整合仍将持续推进。**自 2001 年 5 月起，我国不再批准新的血制品生产企业，对生产企业实行总量控制，目前国内正常经营的血制品生产企业不足 30 家，且少数企业拥有多张生产牌照，行业的壁垒较高，生产企业牌照资源非常稀缺。近年来血制品行业出现了多起产业资本并购案例，我们认为主要是由于血制品行业资源属性强，进入壁垒高，供给端格局稳定，行业需求持续增长，利润的成长性和可预测性强，适合产业资本进行长线布局，获取稳定收益。2023 年我国全年共采集血浆 12079 吨，同比增长 18.6%。上市公司中，天坛生物采浆量超过 2000 吨，占比近 20%，上海莱士和华兰生物占比分别为 12.42% 和 11.11%，派林生物占比接近 10%，非上市公司中泰邦生物采浆量占比也居行业前列。我们认为由于头部企业在浆站资源获取和运营，销售渠道建设和覆盖、品种丰富度、资金等方面具有诸多优势，预计未来行业整合仍将持续。
- **现阶段血制品行业上市公司估值有修复空间，业绩具有较好的成长性。**我们对比了近年来血制品行业并购案例，可以看出相关并购的 PE 和 PS 均处于较高水平，体现出产业资本对于血制品行业价值的认可。与并购案例的估值相比，目前血制品行业上市公司 2024 年预期利润对应的 PE 已经出现一定幅度折价，因此我们认为现阶段血制品行业上市公司的估值有修复空间，安全边际充足。另一方面，2023 年我国采浆量实现了较快增长，浆源充足，能够较好的匹配终端需求；同时由于疫情强化了医生和患者对于静丙、白蛋白等血制品临床价值的认知度，预计需求增速中枢有所提升，血制品行业上市公司业绩端也具有较好的成长性和确定性。
- **投资建议**：我们建议关注采浆量居行业前列，未来有进一步内生式增长（自建浆站）或外延式扩张（并购）预期的龙头公司。相关公司包括：天坛生物、派林生物、博雅生物、上海莱士和华兰生物。
- **风险提示**：血制品需求量增速不及预期；静丙、白蛋白价格下滑；自建浆站和并购进度低于预期。

表 1 近年来血制品行业并购案例

| 实施交易或公告时间   | 被出售公司 | 受让方  | 被出售公司整体估值 (单位: 亿元) | 收入 (单位: 亿元) | 利润 (单位: 亿元) | 出售价格对应 PS | 出售价格对应 PE | 采浆量                |
|-------------|-------|------|--------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|--------------------|
| 2017 年 6 月  | 中原瑞德  | CSL  | 29.51              | 2.04        | 0.66        | 14.47     | 44.67     | 2017 年采浆量为 151.9 吨 |
| 2021 年 5 月  | 博雅生物  | 华润医药 | 144.43             | 26.51       | 3.45        | 5.45      | 41.92     | 2021 年采浆量约 420 吨   |
| 2023 年 3 月  | 派林生物  | 陕煤集团 | 183.13             | 23.29       | 6.12        | 7.86      | 29.92     | 2023 年采浆量超 1200 吨  |
| 2023 年 12 月 | 上海莱士  | 海尔集团 | 625.00             | 79.64       | 17.80       | 7.85      | 35.12     | 2023 年采浆量超 1500 吨  |
| 2024 年 7 月  | 绿十字中国 | 博雅生物 | 18.2               | 2.33        | -0.23       | 7.81      | —         | 2023 年采浆量为 104 吨   |

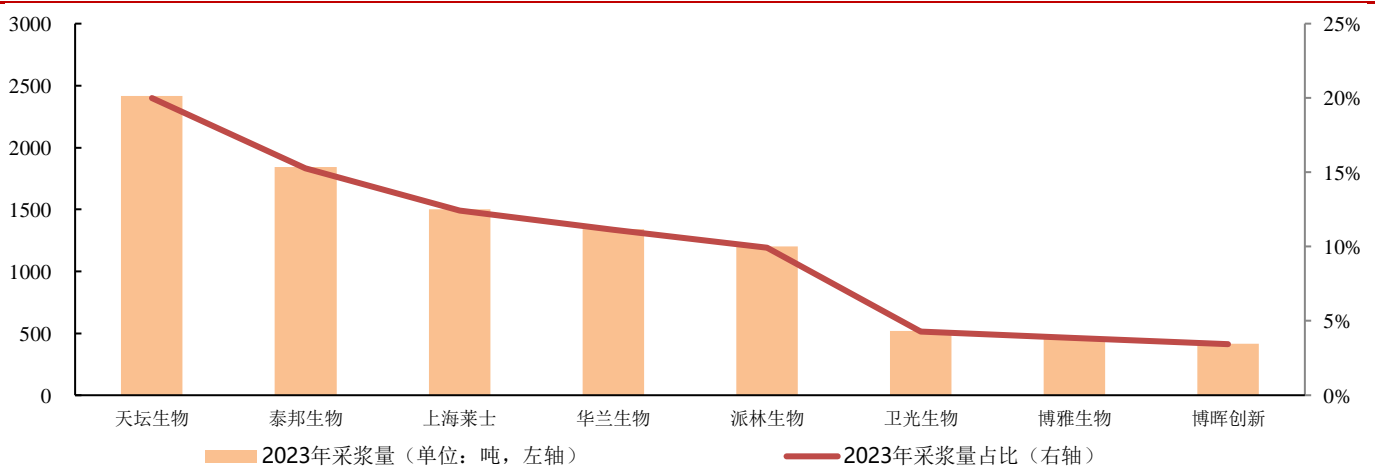
资料来源: Wind, 人福医药公告, 君正集团公告, 博雅生物公告, 派林生物公告, 上海莱士公告, 首创证券 (中原瑞德收入和利润为 2016 年数值; 博雅生物收入和利润为 2021 年数值; 派林生物、上海莱士收入和利润为 2023 年数值; 绿十字中国收入和利润为 2022 年数值, 2023 年全年业绩数据未披露; 出售价格 PE 和 PS 根据相应利润进行测算)

表 2 血制品上市公司估值和利润情况

| 代码     | 公司   | 归母净利润 (单位: 亿元) |       |       | PE    |       |       | 市值 (单位: 亿元) |
|--------|------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
|        |      | 2024E          | 2025E | 2026E | 2024  | 2025  | 2026  |             |
| 600161 | 天坛生物 | 13.79          | 16.66 | 19.92 | 37.08 | 30.69 | 25.67 | 511         |
| 002007 | 华兰生物 | 16.85          | 18.96 | 21.12 | 18.46 | 16.41 | 14.73 | 311         |
| 000403 | 派林生物 | 7.80           | 9.28  | 10.75 | 25.28 | 21.25 | 18.34 | 197         |
| 300294 | 博雅生物 | 5.53           | 6.01  | 6.54  | 31.07 | 28.59 | 26.27 | 172         |
| 002880 | 卫光生物 | 2.58           | 3.06  | 3.70  | 24.91 | 21.00 | 17.37 | 64          |
| 002252 | 上海莱士 | 22.94          | 26.49 | 30.85 | 23.12 | 20.02 | 17.19 | 530         |

资料来源: Wind, 首创证券 (各公司利润为 Wind 一致预期, 市值为 2024 年 7 月 22 日收盘价对应市值, 并根据该市值计算 PE)

图 1 血制品行业主要公司 2023 年采浆量情况



资料来源: 相关公司公告, 首创证券 (上海莱士和派林生物年报未披露精确采浆量数字, 分别按照 1500 吨和 1200 吨进行估算; 泰邦生物采浆量为估算值)

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

| 1. 投资建议的比较标准  | 评级     | 说明  |
|---|--------|---|
| 投资评级分为股票评级和行业评级<br><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上<br>增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间<br>中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间<br>减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上 |
| 2. 投资建议的评级标准<br>报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准                                | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现<br>中性 行业与整体市场表现基本持平<br>看淡 行业弱于整体市场表现  |