



买入（首次）

所属行业：医药生物/生物制品
当前价格(元)：23.60

证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

吴明华

资格编号：S0120524050002

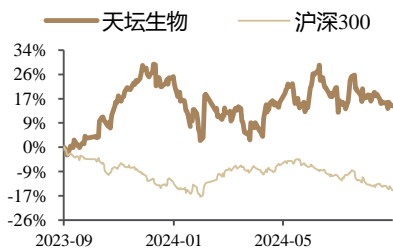
邮箱：wumh3@tebon.com.cn

天坛生物：血制品龙头发展潜力大，盈利能力有望持续提升

投资要点

- 血制品行业壁垒高，集中度持续提高，有望利好头部企业：**血制品行业壁垒高，市占率集中。从国际市场来看，2021年 CSL、武田和 GRIFOLS 作为三大巨头，占领了全球近六成的市场，2023年国内市场前4家血制品上市企业采浆量占国内采浆量50%以上，行业高集中度背景下，有望利好头部企业进一步发展。天坛生物采浆规模与浆站数量行业领先，营收利润稳步增长，未来业绩增长前景良好。
- 采浆站和采浆量持续增加，单站采浆量提升潜力大：**依托集团的强大赋能，公司采浆站和采浆量在十四五期间迅速增长，截至2024年半年报，公司拥有102个单采血浆站，80个在营浆站，2024年上半年采浆量1294吨，占全国采浆量约20%。2020-2023年新增浆站47个。由于新增浆站较多，新浆站爬坡时间较短，2023年，公司站均采浆量仅30.6吨，随着新建浆站产能与营运效率的不断提升，公司站均采浆量有望持续提升。
- 公司品种批件齐全，潜在利润改善空间大：**2023年公司吨浆收入与毛利率处于行业中游水平，白蛋白、静丙占血制品收入89%；公司品种批件齐全，拥有15个品种、74个血液制品生产文号，处于行业首位。我们认为随着公司在因子等高毛利品种的逐渐发力，新品种层析静丙、重组VIII因子的不断放量，公司的利润水平有望获得改善。
- 层析静丙全国首家上市，有望为公司带来长期增量：**10%层析静丙拥有临床有效性、安全性等多方面优势，公司具有该品种的先发优势，截至2024年8月末，国内仅天坛生物与泰邦生物获批，我们认为该品种放量前景良好，有望为公司的收入利润带来一定增量。
- 盈利预测与估值：**预计公司2024-2026年实现收入60.11/69.37/80.53亿元，归母净利润13.94/17.05/20.74亿元。截止2024年9月2日，对应2024-2026年PE 33.5/27.4/22.5倍，考虑到公司后续采浆量及利润率有望稳健提升，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**采浆量不及预期；新浆站获批不及预期；产品销售不及预期等风险。

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.68	-5.37	0.41
相对涨幅(%)	1.83	0.76	9.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

股票数据

总股本(百万股):	1,977.37
流通 A 股(百万股):	1,977.37
52 周内股价区间(元):	20.06-26.67
总市值(百万元):	46,665.97
总资产(百万元):	15,139.38
每股净资产(元):	5.22

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,261	5,180	6,011	6,937	8,053
(+/-)YOY(%)	3.6%	21.6%	16.0%	15.4%	16.1%
净利润(百万元)	881	1,110	1,394	1,705	2,074
(+/-)YOY(%)	15.9%	26.0%	25.6%	22.3%	21.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.45	0.56	0.70	0.86	1.05
毛利率(%)	49.1%	50.8%	55.6%	56.9%	57.9%
净资产收益率(%)	10.0%	11.3%	12.8%	13.9%	15.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 天坛生物：血制品行业龙头，业务稳健发展	6
1.1. 国药集团为公司实控人，通过并购重组获取多地牌照	6
1.2. 采浆量稳步提升，驱动收入利润持续增长	7
1.3. 研发销售实力强劲，经营能力持续提升	8
2. 血制品行业供给端高壁垒，需求端稳健增长	9
2.1. 血制品具有资源品属性，浆站获取壁垒高，头部效应明显	9
2.2. 供给端：十四五期间浆站获批加速，行业采浆量稳步上升	13
2.3. 需求端：国内与发达国家核心品种用量与结构差异大，提升空间大	14
3. 采浆量与利润率提升空间大，央企赋能助力公司持续发展	15
3.1. 公司新增浆站多，浆站获取能力强，未来几年采浆量有望持续增长	15
3.2. 公司产品以白蛋白与静丙为主，毛利率有望进一步提升	17
3.3. 层析静丙临床优势丰富，公司占据市场先发优势	18
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 天坛生物发展历程	6
图 2: 天坛生物股权结构 (截至 2024 年半年报)	7
图 3: 公司采浆量	7
图 4: 公司在营浆站数	7
图 5: 公司总收入	8
图 6: 公司归母净利润	8
图 7: 公司毛利率和净利率情况	9
图 8: 公司费用率情况	9
图 9: 血浆成分与血浆中蛋白成分构成	10
图 10: 血制品行业与制药行业总成本占比对比	10
图 11: 血制品制造销售流程	10
图 12: 全球血液制品市场份额 (2021)	12
图 13: 全球血液制品浆站数量 (个) (2021)	12
图 14: 国内各企业 2023 采浆量占比	12
图 15: 2009-2023 年全国在营单采血浆站数量	13
图 16: 2009-2023 年全国采浆量	13
图 17: 2019 年不同国家采浆量和人均供浆量对比	13
图 18: 各国血制品用量与中国血制品用量对比	14
图 19: 2019 年中国血制品各品种市场规模占比	14
图 20: 2016 年全球血制品各品种市场规模占比	14
图 21: 各企业 2020-2023 新增浆站情况 (个)	16
图 22: 各企业 2023 站均浆量 (吨/个)	16
图 23: 各血制品企业 2023 收入占比与毛利率	17
图 24: 各企业 2023 年吨浆收入 (万元/吨)	18
表 1: 天坛生物主要产品及其用途 (截至 2024 年半年报)	8
表 2: 血制品相关监管法规	11
表 3: 各省份/自治区十四五浆站规划	11
表 4: 美国、欧洲部分国家和中国采浆政策差异	13
表 5: 中美静丙各适应症保险报销情况	15
表 6: 2016-2023 各公司采浆量情况 (吨)	16

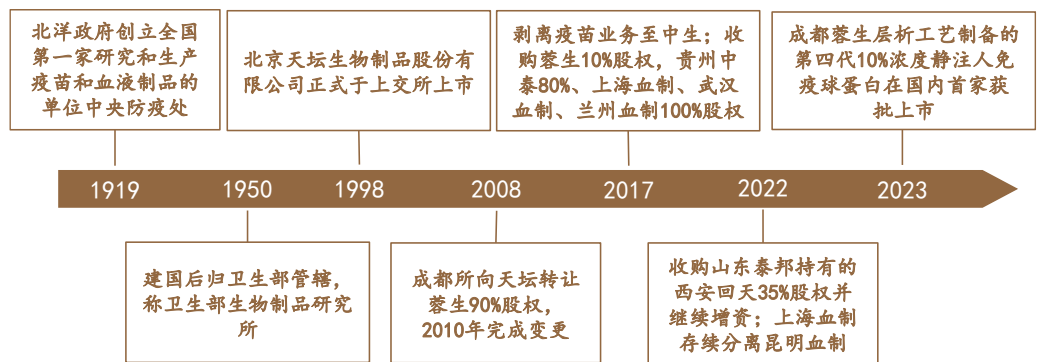
表 7: 各公司血制品产品布局.....	17
表 8: 蓉生层析静丙临床优势.....	18
表 9: 收入拆分预测	19
表 10: 可比公司估值	19

1. 天坛生物：血制品行业龙头，业务稳健发展

1.1. 国药集团为公司实控人，通过并购重组获取多地牌照

天坛生物主营业务为血液制品研发、生产和销售，主要产品包括人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子三大类 15 个品种，占据行业领先地位。公司是国内最早从事血液制品工业化生产的企业之一，于 1998 年在上交所上市，经过 2010、2017 年两次重大资产重组，剥离疫苗业务。截至 2024 年 8 月末，公司下辖成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制、西安血制六家血液制品企业，在全国 16 个省、市、自治区拥有单采血浆站 102 家，其中在营单采血浆站已达 80 家，2023 年在营浆站采浆量达 2415 吨，约占国内行业总采浆量的 20%，2024 年上半年采浆量达 1294 吨。

图 1：天坛生物发展历程

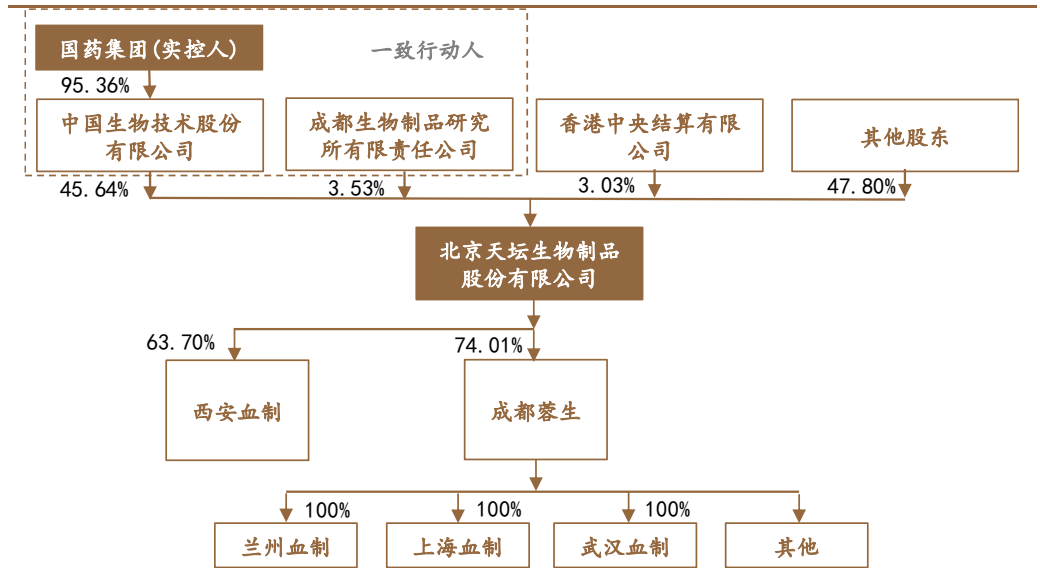


资料来源：公司官网，《天坛生物重大资产购买及发行股份购买资产暨关联交易报告书》、公司 2017 年年报等公司公告，德邦研究所

公司具备央企股东优势。公司实际控制人国药集团是由国务院国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团，以预防、治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产为主业。国药集团 2023 年连续第十一年登上世界 500 强企业榜单，位列第 113 位。公司控股股东中国生物最早是由隶属于卫生部的北京、长春、成都、兰州、上海、武汉六个生物制品研究所联合组建而成，为我国产品最全、规模最大，集科研、生产、销售为一体的综合性生物制药企业集团之一。公司依托国药集团和中国生物股东资源的优势，有望实现快速发展。

为解决公司与控股股东中国生物之间的血液制品业务方面的同业竞争问题，天坛生物进行了以下重要的资产重组：2017 年，天坛生物剥离疫苗业务，向中国生物出售北生研 100% 的股权和长春祈健 51% 的股权，并向中国生物收购成都蓉生 10% 股权、贵州中泰 80% 的股权和上海所、武汉所及兰州所持有的上海血制、武汉血制及兰州血制 100% 的股权；2022 年，公司完成了对西安回天血液制品有限公司的收购与增资工作。

图 2：天坛生物股权结构（截至 2024 年半年报）



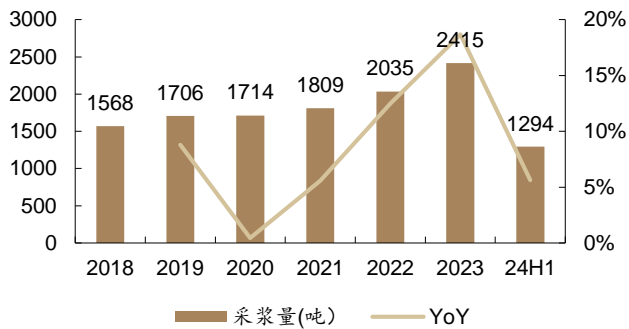
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

注：一致行动人除列出的股东外，还包括北京生物制品研究所有限责任公司

1.2. 采浆量稳步提升，驱动收入利润持续增长

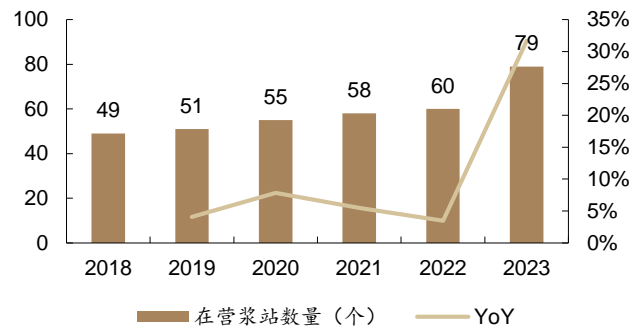
公司及所属血制公司依托国药集团与各地战略合作背景，积极争取各级政府及卫生健康行政主管部门支持。截至 2024 年 8 月末，公司所属单采血浆站分布于全国 16 个省/自治区，单采血浆站总数达 102 家，其中在营单采血浆站数量达 80 家，2023 年在营浆站实现采浆量 2415 吨，约占国内行业总采浆量 20%，2024 年上半年实现采浆量 1294 吨，浆站数量和血浆采集规模均持续保持国内领先。公司高度重视单采血浆站质量管理，建立并不断完善单采血浆站质量管理体系，严格按照国家卫生健康委《单采血浆站质量管理规范》、《单采血浆站实验室质量管理规范》、《单采血浆站技术操作规程》等相关要求，进行采浆全过程质量管理，有效保障血浆质量和献浆站安全。

图 3：公司采浆量



资料来源：公司历年年报、2024 年半年报，德邦研究所

图 4：公司在营浆站数

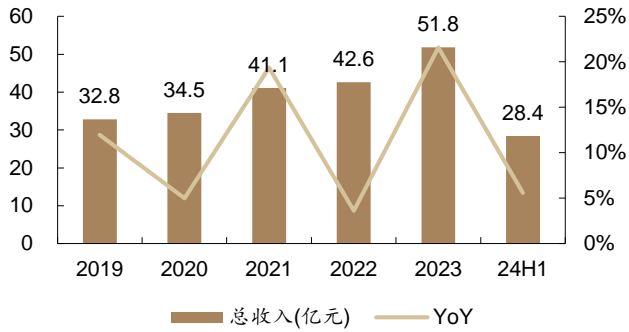


资料来源：公司公告，德邦研究所

注：在营浆站数量为截至当年年底报告期内的数量，2018-2022 年的数据含分站，2023 公司年报中未注明是否含分站

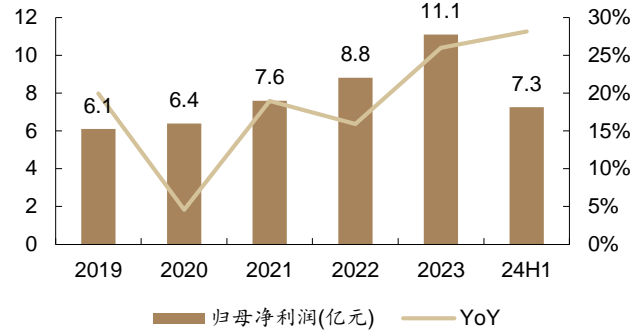
随着公司采浆量的逐步提升，公司的销售与利润保持稳健增长。公司 2023/2024H1 收入达 51.8 亿元/28.4 亿元，同比增长 21.6%/5.6%，归母净利润达 11.1 亿元/7.3 亿元，同比增长 26.0%/28.1%。

图 5: 公司总收入



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 6: 公司归母净利润



资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 研发销售实力强劲，经营能力持续提升

公司是国内最早开始从事血液制品工业化生产的企业之一，血液制品生产历史可追溯至 1966 年，共计拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子等 3 大类、15 个品种、74 个血液制品生产文号。公司持续布局重点品种研发，2023 年，子公司成都蓉生重点布局的层析工艺第四代 10% 浓度静注人免疫球蛋白（蓉生静丙 @10%）在国内首家获批上市，此外，成都蓉生注射用重组人凝血因子 VIII 获得上市许可，确保了公司免疫球蛋白类和重组凝血因子类新产品在国内同行业的领先地位，全年公司获得授权专利 22 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 15 项。

表 1: 天坛生物主要产品及其用途（截至 2024 年半年报）

种类	产品名称	生产方法	适应症
白蛋白	人血白蛋白（含冻干剂型）	系由健康人血浆，经低温乙醇蛋白分离法分离纯化，并经加温灭活病毒后制成。	（1）治疗失血、创伤和烧伤等引起的休克；（2）治疗脑水肿及损伤引起的颅压升高；（3）治疗肝硬化及肾病引起的水肿或腹水；（4）预防和治疗低蛋白血症；（5）治疗新生儿高胆红素血症；（6）用于心肺分流术、烧伤及血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症。
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白（pH4）（含冻干剂型）	系由健康人血浆，经蛋白分离法分离纯化，去除抗补体活性并经病毒去除和灭活处理制成。	主要用于治疗原发性免疫球蛋白 G 缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白 G 血症，常见变异免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚类缺陷病等；治疗继发性免疫球蛋白 G 缺陷病，如重症感染，新生儿败血症，婴幼儿毛细支气管炎等；治疗自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜，川崎病等。
	人免疫球蛋白	系由健康人血浆，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。	主要用于预防麻疹。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（含冻干剂型）	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。	主要用于乙型肝炎的预防。适用于：乙型肝炎表面抗原（HBsAg）阳性的母亲所生婴儿的母婴阻断；意外感染的人群；与乙型肝炎患者和乙型肝炎病毒携带者密切接触。
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）	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，去除抗补体活性并经病毒去除和灭活处理制成。	该产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患者再感染乙型肝炎病毒。
	破伤风人免疫球蛋白	系由含高效价破伤风抗体的健康人血浆，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。	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	系由含高效价狂犬病抗体的健康人血浆，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。	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。	

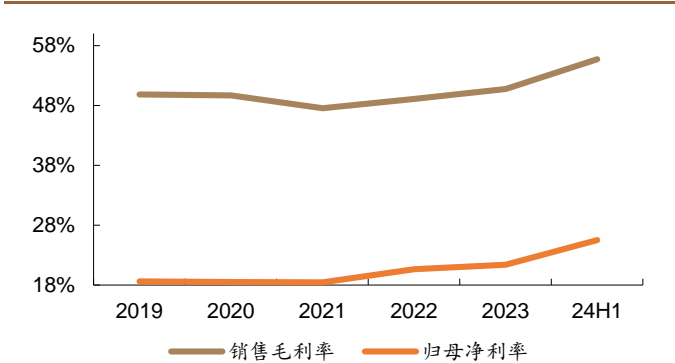
	组织胺人免疫球蛋白	系由健康人血浆，经低温乙醇蛋白分离法分离纯化，并经病毒去除和灭活处理的人免疫球蛋白与磷酸组织胺配制、冻干制成。	主要用于预防和治疗支气管哮喘、过敏性皮肤病、荨麻疹等过敏性疾病
凝血因子类	人凝血因子VIII	系由健康人血浆，经分离、提纯，并经病毒去除和灭活处理、冻干制成。	对缺乏人凝血因子VIII所致的凝血机能障碍具有纠正作用，主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子VIII缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗。
	人凝血酶原复合物	系由健康人血浆，经分离、提纯，并经病毒去除和灭活处理、冻干制成。	主要用于治疗先天性或获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏的乙型血友病和凝血因子II、VII、IX、X缺乏导致的出血症状。
	人纤维蛋白原	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。	主要用于防治先天性或获得性纤维蛋白原减少或缺乏症人群导致的出血症状和凝血障碍。
重组因子	注射用重组人凝血因子VIII	系采用基因重组技术，经细胞培养、分离和高度纯化后获得的重组人凝血因子VIII冻干制成。	主要适用于成人及青少年(≥12岁)血友病A患者出血的控制和预防(不适用于治疗血管性血友病)。

资料来源：公司2024年半年报，德邦研究所

公司拥有成熟的销售体系，销售终端数量持续位居国内领先地位。公司坚定不移推进终端医院网络建设，扩大进入终端的数量和比例，根据医院的学术影响力对医院进行分类，加强重点区域核心医院的进入和推广工作。截至2024年8月末，公司覆盖销售终端总数四万余家，已基本覆盖除中国港澳台地区外的各主要省市地区。此外，公司积极拓展海外市场，蓄力国际业务，2023年公司完成静注人免疫球蛋白(pH4)和破伤风人免疫球蛋白中国澳门上市备案和新产品主要出口注册资料准备；实现静注人免疫球蛋白(pH4)、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等产品出口。

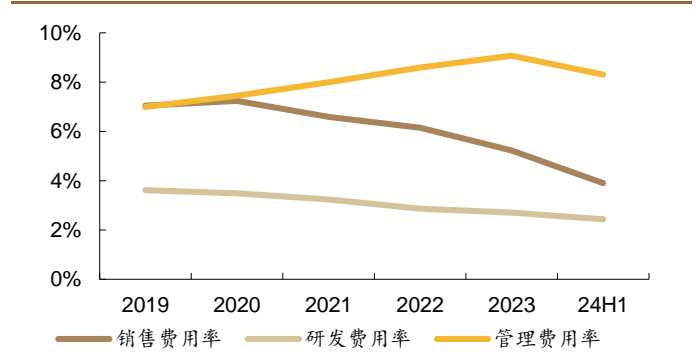
公司利润率持续提升，销售费用率持续改善。2023年公司毛利率/归母净利率分别为50.8%/21.4%，2024H1毛利率/归母净利率进一步提升至55.7%/25.6%。公司销售费用率持续下降，2024H1公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为3.9%/8.3%/2.4%。

图7：公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图8：公司费用率情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

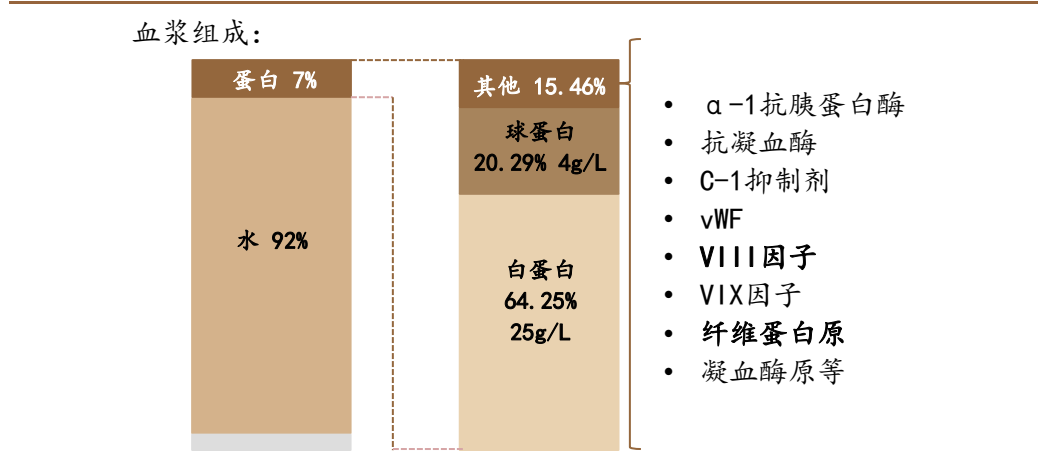
2. 血制品行业供给端高壁垒，需求端稳健增长

2.1. 血制品具有资源品属性，浆站获取壁垒高，头部效应明显

血液制品是从健康人血液、血浆或特异免疫人血浆中分离、提纯或由重组DNA技术制备的，用于治疗 and 预防的蛋白或细胞组分的统称，主要有白蛋白类、免疫球蛋白类和凝血因子类等3大类产品。血液制品是现代生物制品的重要组成部分，在医疗急救、战争、重大灾害等事件中，具有不可替代的重要作用，是关系国家医药卫生安全、国防安全和生物安全的重要战略物资。最早的血液制品起源于20世纪40年代初，应反法西斯战争前线抢救伤员的需要而诞生，目前血制品

在诸多医疗场景均扮演重要的角色。

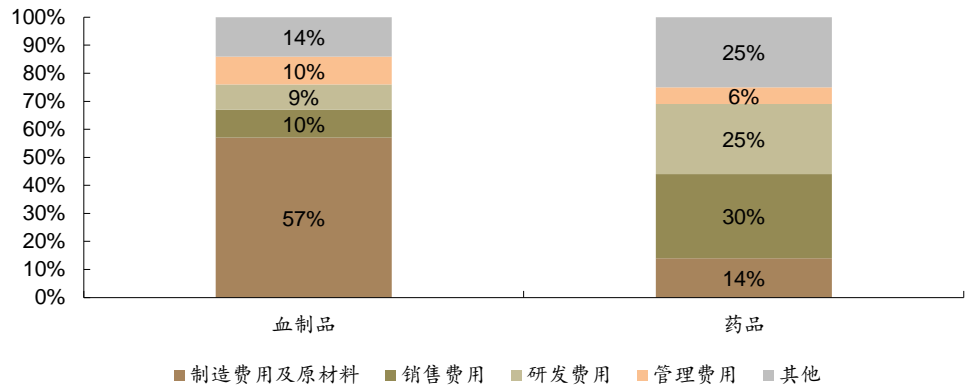
图 9：血浆成分与血浆中蛋白成分构成



资料来源：PPTA，德邦研究所

相较制药工业，血制品行业具有资源品属性，原材料成本占比较高。据 PPTA 测算，全球血制品行业公司其制造费用及原材料成本占包含各种费用在内的总成本的 57%，而制药工业仅有 14%，使得血制品行业公司的毛利率低于制药公司。

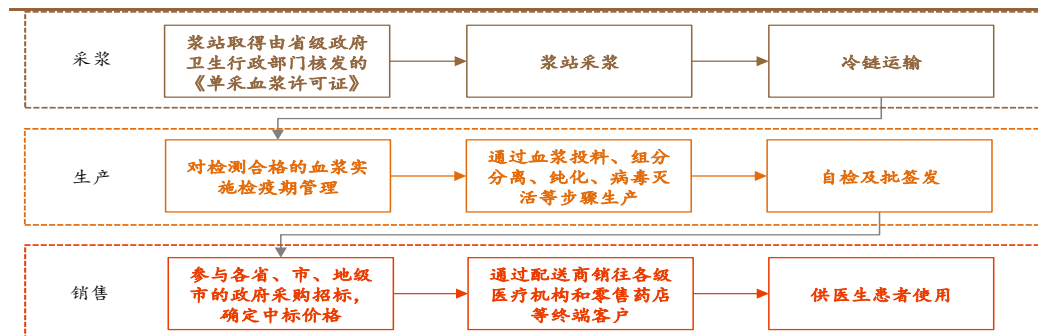
图 10：血制品行业与制药行业总成本占比对比



资料来源：PPTA、德邦研究所

血制品产品生产涉及采浆、生产、批签发、销售等诸多环节，各个环节均受到严格监管，具有较高的进入壁垒，包括：（1）牌照壁垒：自 2001 年起，国家未再批准设立新的血液制品生产企业。截至 2023 年底，国内正常经营的血液制品生产企业不足 30 家，按企业集团合并计算后户数约 17 家；（2）生产工艺壁垒：血液制品生产企业申请设置新单采血浆站的，其注册的血液制品应当不少于 6 个品种；单采血浆站采集的血浆经过检疫后才可投产，并在企业自检合格后提交批签发申请，再由药监局审批合格后才可上市销售。

图 11：血制品制造销售流程



资料来源：公司 2023 年年报、博雅生物官网、德邦研究所

采浆环节的壁垒是血制品壁垒重要的组成部分，主要体现在以下方面：(1) 浆站获批：2016 年，卫计委发布《关于促进单采血浆站健康发展的意见》，严格新增单采血浆站设置审批，并向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜，新设单采血浆站难度明显增加；(2) 血浆来源受限：我国健康人血浆的采集须通过单采血浆站进行，而单采血浆站需取得由省级政府卫生行政部门核发的《单采血浆许可证》才能进行采浆活动，且在一个采血区域内只能设置一个单采血浆站；历史上，我国多次出台血制品生产链条中的相关法律，各别省份在十四五期间也出台了明确的浆站规划。

表 2：血制品相关监管法规

发布时间	政策文件	发布单位	主要内容
2022 年 9 月 15 日	《血液制品生产现场检查指南（征求意见稿）》	国家药品监督管理局食品药品审核查验中心	血液制品应至少经过一步病毒去除/灭活，病毒去除/灭活生产工艺应与产品注册批准的要求一致，凝血因子类产品应采用经批准的方法去除和灭活脂包膜和非脂包膜病毒，且应按国药监注[2002]160 号《血液制品去除/灭活病毒技术方法及验证指导原则》要求进行验证
2021 年 11 月 8 日	《关于印发血液净化标准操作规程（2021 版）的通知》	国家卫生健康委员会办公厅	进一步规范血液净化诊疗工作，适应血液净化技术的发展，保障医疗质量和安全
2021 年 9 月 8 日	《关于印发献血浆者须知（2021 年版）的通知》	国家卫生健康委员会办公厅	对献浆者年龄、健康情况等进一步规范，要求不能跨采浆区域献血浆或流动献血浆等。
2021 年 1 月 26 日	《关于全面加强全省单采血浆站管理工作的通知》	广东省卫生健康委员会	重新强调《血液制品管理条例》、《单采血浆站管理办法》等文件，所属单采血浆站在 3 年内未能达到年单采集量不少于 30 吨要求的血液制品生产单位，不得新增设置单采血浆站，强调采集、生产过程的规范性。
2020 年 12 月 23 日	《生物制品批签发管理办法》	国家市场监督管理总局	明确生物制品批签发责任、批签发程序等细节
2020 年 10 月 13 日	《关于做好重点品种信息化追溯体系建设工作的公告》	国家药品监督管理局	建立信息化追溯系统，2020 年 12 月 31 日前基本实现包括血液制品在内的重点品种的可追溯
2020 年 7 月 1 日	《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》血液制品附录修订稿	国家市场监督管理总局	进一步明确血液制品采集、生产规范，强调监管。检疫期由 3 个月调整为 60 天。
2020 年 1 月 22 日	《药品生产监督管理办法》	国家市场监督管理总局	对疫苗、血液制品等高风险药品生产企业，每年不少于一次药品生产质量管理规范符合性检查。细化监管职责、措施等。

资料来源：国家药品监督管理局，国家市场监督管理总局，广东省卫健委，国家药品监督管理局食品药品审核查验中心，前瞻产业研究院，德邦研究所

表 3：各省份/自治区十四五浆站规划

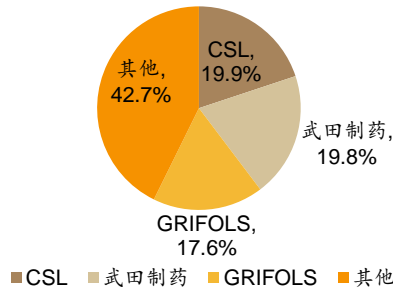
区域	省份	时间	文件名称	主要内容
东北	黑龙江	2021/8/15	《“十四五”期间不再增设单采血浆站的通知》	根据我省当前人口状况、临床用血保障情况和单采血浆站设置现状，经研究，决定“十四五”期间全省不再增设单采血浆站。
	辽宁	2022/1/29	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	全省单采血浆站设置原则上不超过 1 家
华北	内蒙古	2022/6/23	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022—2025 年）》	2022-2025 年全区规划设置 10 个单采血浆站
华南	福建	2022/9/19	《福建省血站服务体系建设发展规划（2021-2025 年）》	优化血站总体布局，加强血站基础设施建设和设备配置
	广东	2021/1/26	《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》	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 30 吨要求的血液制品生产单位，不得新增设置单采血浆站。
西南	四川	2021/8/25	《四川省单采血浆站设置规划（2021-2023 年）》	将试点采浆点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

	云南	2021/10/14	《云南省单采血浆站设置规划（2021-2023年）》	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。
华中	河南	2022/9/14	《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。
	湖南	2022/11/22	《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

资料来源：各省卫生健康委员会，云南省人民政府官网，河南省人民政府官网，德邦研究所

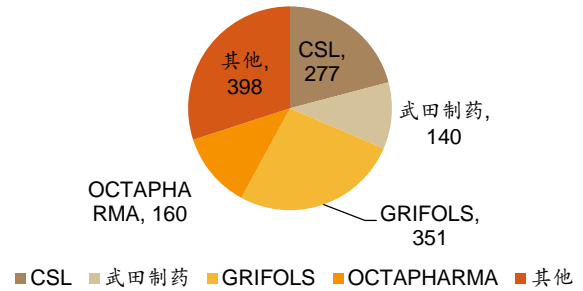
全球血液制品行业处于高度集中，寡头竞争之势，其主要体现在市场占有率、浆站数量以及采浆量占比。按全球血制品市场2021年为300亿美金计算，CSL（19.9%）、武田（19.8%）和GRIFOLS（17.6%）作为三大巨头，占领了全球近六成的市场。浆站数量和采浆量方面，2021年，全球共设置有上千家单采血浆站，血浆采集量约6万吨，主要集中在美国、德国、捷克、匈牙利、中国，其中近70%设置在美国（790余家），10%在欧洲。全球血制品巨头GRIFOLS（351个）、CSL（277个）、OCTAPHARMA（160个）和武田（140个）的浆站数量占到全球浆站数量的近70%，采浆量达到70%以上。

图 12：全球血液制品市场份额（2021）



资料来源：博雅生物公司公告，德邦研究所

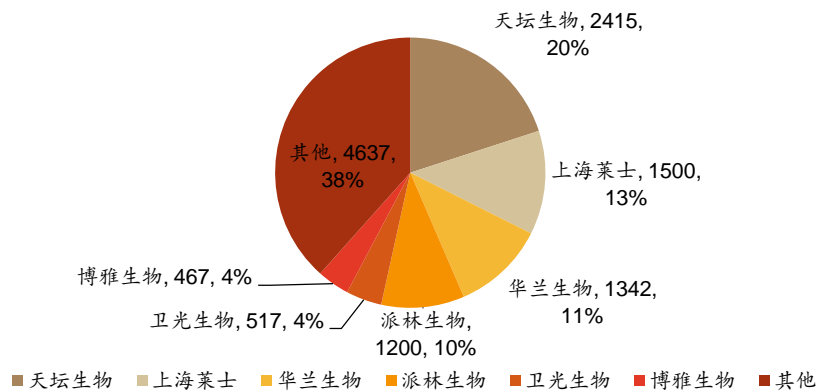
图 13：全球血液制品浆站数量（个）（2021）



资料来源：博雅生物公司公告，德邦研究所

国内市场情况与国际相似，国内血液制品企业经过行业大量并购、重组后，形成了以天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物等为行业龙头的竞争格局，2023年行业总采浆量12079吨，上述四家上市公司采集血浆均在1000吨以上，合计采浆占国内血浆采集量50%以上，头部效益明显。由于政府在血液制品企业准入上设置了高门槛，具有投资建设和研发创新能力，且质量管控严格、血浆综合利用率高的大集团在未来的竞争优势将进一步扩大。

图 14：国内各企业 2023 采浆量占比



资料来源：各公司公告、德邦研究所

注：总采浆量采用博雅生物2023年报披露的12079吨，上海莱士披露数据为“突破1500吨”，派林生物为“超1200吨”

2.2. 供给端：十四五期间浆站获批加速，行业采浆量稳步上升

我国浆站数和采浆量持续稳健增长，回顾采浆量发展历史，我国浆站数量在十二五期间快速增加，从2011年的146个增加到2015年的203个，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2023年在营单采血浆站约333家。我们预计未来将有更多省份披露新建采浆站计划，行业采浆量增速有望提速。采浆量方面，近十年来中国血浆供应量不断增长，尽管2020年因疫情影响出现下滑至约8300吨，总体增长趋势没有改变，2023年采浆量上升至12079吨，从中长期角度来看，随着新批采浆站持续投产，未来行业采浆量还有持续上行的空间。

图 15：2009-2023 年全国在营单采血浆站数量

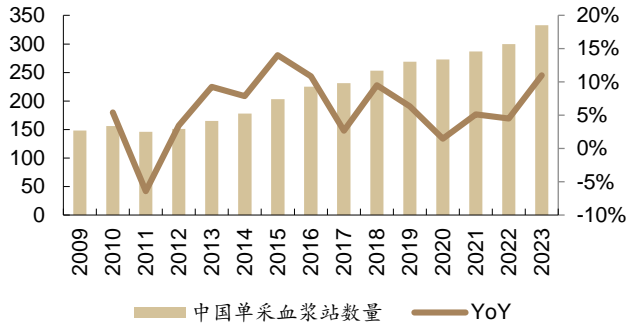
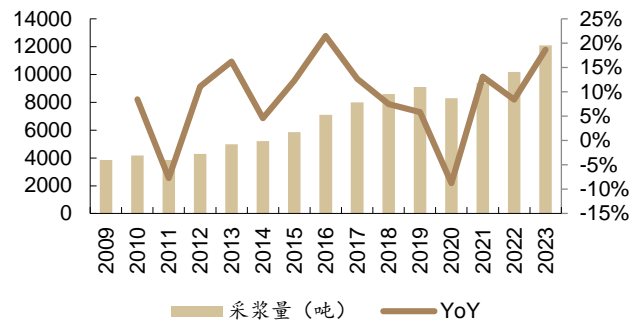


图 16：2009-2023 年全国采浆量



资料来源：博雅生物公司公告，上海莱士公司公告，前瞻产业研究院，德邦研究所
注：2022 年单采血浆站不足 300，以 300 计算，2023 年新增 33，按 333 计算

资料来源：博雅生物公司公告，上海莱士公司公告，华兰生物公司公告，前瞻产业研究院，德邦研究所（注：2020 年数据为预计）

目前我国人均采浆量仍与发达国家存在较大差距。从人均采浆量来看，国内居民供浆意识不强，国内人均供浆量远小于美国人均供浆量。根据 Grifols 公司统计，2019 年美国每 1000 人供浆量为 138.7L，而中国每 1000 人供浆量仅为 6.2L，国内人均采浆量还存在较大提升空间。

图 17：2019 年不同国家采浆量和人均供浆量对比

	Plasma Collections (M L/year)	Liters per 1,000 population	Population (M)
U.S.	45.9	138.7	331.0
Austria, Czechia, Germany, Hungary	5.2	46.1	112.8
Rest of Europe	3.9	6.1	634.3
Canada*	0.3	8.8	37.7
China	8.9	6.2	1,433.8
Egypt	-	-	100.3

资料来源：Grifols 公司公告，德邦研究所

采浆量受限的重要原因在于中国采浆政策更为严苛。在采浆员管理方面，中国血浆的采集与管理政策相较于欧美国家，对居民供浆的频次、间隔和供浆量都有更严格的规定：两次采浆间隔最低为 14 天，单次供浆量不得高于 580mL。

表 4：美国、欧洲部分国家和中国采浆政策差异

	美国	欧洲部分国家	中国
频次	≤2 次/周	≤2 次/周	≤2 次/月

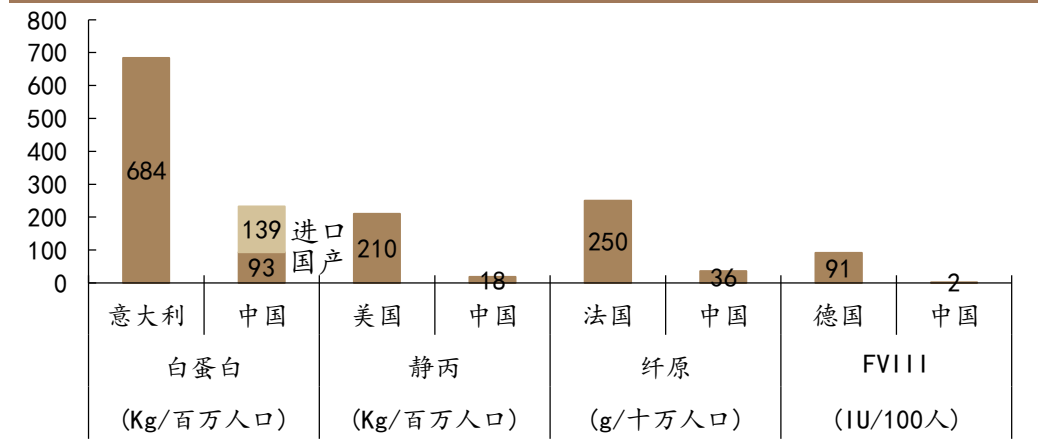
采浆间隔	最低间隔 72 小时	最低间隔 48 小时	最低间隔 14 天
采集量/次	690-880mL	≤650mL	≤580mL (含抗凝剂)
回收血浆	可用于生产加工	可用于生产加工	不可用于生产加工

资料来源：卫光生物招股说明书，德邦研究所

2.3. 需求端：国内与发达国家核心品种用量与结构差异大，提升空间大

中国人均血制品使用量有较大提升空间。从全球血制品人均消耗情况来看，中国人均血液制品用量与欧美等发达国家差距明显，例如人血白蛋白仅为意大利的 1/3，静丙使用量不到美国 1/10。未来随着经济水平发展，医疗水平提升，中国人均血液制品用量将进一步提升。

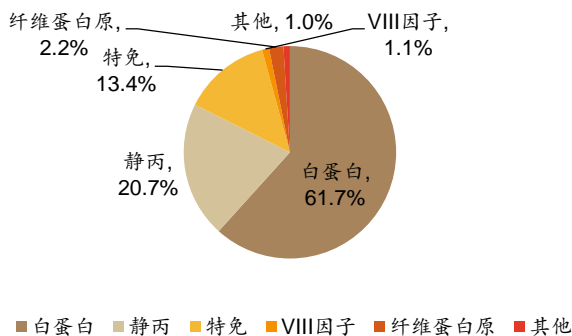
图 18：各国血制品用量与中国血制品用量对比



资料来源：博雅生物崇仁血浆站，德邦研究所

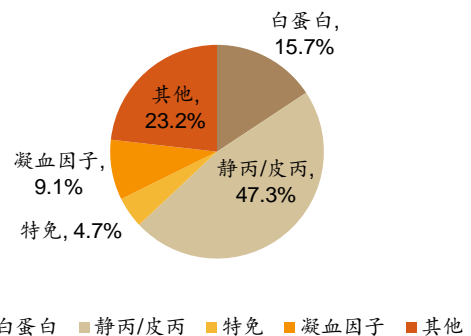
中外血制品各品种使用占比具有较大差距。根据智研咨询统计，2019 年中国血制品使用量最大的品种为人血白蛋白（占比 61.7%），而 2016 年全球血液制品使用量则是静脉/皮下注射人免疫球蛋白（占比 47.3%），人血白蛋白占比较低。我国静丙市场占比小于海外，原因除供给量不足外，海外静丙报销范围广，支付能力强也是重要的因素。随着我国支付端能力的逐步提升以及以静丙等重要品种医患间临床价值认知的提升，各品种的人均用量与需求仍有广阔的提升空间。

图 19：2019 年中国血制品各品种市场规模占比



资料来源：智研咨询，德邦研究所

图 20：2016 年全球血制品各品种市场规模占比



资料来源：Marketing Research Bureau, 《Recent market status and trends of fractionated plasma products》Matthew Hotchko, Patrick Robert, 德邦研究所

以医疗保险为主的支付端能力是制约总需求的重要原因。以中美用量差距极大的品种静丙为例子，根据《国家医保 2023 版》，我国静丙医保报销的情况为仅有 6 种极为严重的适应症：原发性免疫球蛋白缺乏症、新生儿败血症、重型原发性免疫性血小板减少症、川崎病、全身型重症肌无力、急性格林巴利综合征，而美国商保 bluecross 的报销范围则容纳基本所有静丙可以使用的医疗场景。

表 5：中美静丙各适应症保险报销情况

疾病种类	具体使用场景	美国商保 Bluecross	中国医保乙类
原发性免疫缺陷	普通变异型免疫缺陷病	√	√
	X 连锁无丙种球蛋白血症	√	
	先天性无丙种球蛋白血症	√	
	原发性低丙种球蛋白血症	√	
	X 连锁免疫缺陷	√	
	高 IgM 综合征	√	
	Wiskott-Aldrich 综合征	√	
	高 IgE 综合征	√	
	严重联合免疫缺陷病	√	
	免疫球蛋白的细胞免疫缺陷	√	
	胸腺发育不全	√	
	共济失调毛细血管扩张症	√	
继发性免疫缺陷 (用于相关疾病伴发的严重或复发性感染)	小儿 HIV 感染伴低丙种球蛋白血症	√	
	B 细胞慢性淋巴细胞白血病	√	
	多发性骨髓瘤	√	
	华氏巨球蛋白血症	√	
	CD20 治疗	√	
器官和干细胞移植	器官移植前使用	√	
	器官移植后使用	√	
	干细胞移植后使用	√	
血液系统疾病	原发性免疫性血小板减少症	√	√
	新生儿同种免疫性血小板减少症	√	
	温抗体自身免疫性溶血性贫血	√	
	细小病毒 B19 引起的纯红细胞再生障碍	√	
	胎儿和新生儿溶血性疾病	√	
	HIV 相关性血小板减少症	√	
	输血后紫癜	√	
	新生儿败血症		√
神经系统疾病	急性格林巴利综合征	√	√
	慢性炎症性脱髓鞘性多发性神经病	√	
	重症肌无力	√	√
	多灶性运动神经病	√	
	小儿急性发作神经精神综合征	√	
	Moersch-Woltman 综合征	√	
	Lambert-Eaton 肌无力综合征	√	
风湿性疾病和炎症性疾病	川崎病	√	√
	对泼尼松和免疫抑制剂治疗无反应的皮炎	√	
	对泼尼松和免疫抑制剂治疗无反应的多发性肌炎	√	
皮肤病	常规药物治疗后进展的自身免疫性皮肤病黏膜水疱性疾病	√	
	中毒性表皮坏死松解症	√	
其他疾病	由葡萄球菌或链球菌感染引起的中毒性休克综合征	√	
	免疫检查点抑制剂相关毒性的处理	√	

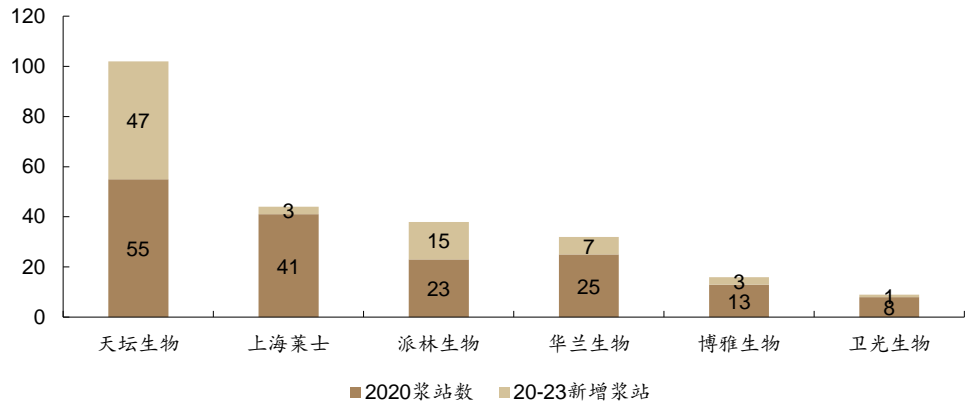
资料来源：《国家医保目录 2023 版》，bluecross 官网，德邦研究所

3. 采浆量与利润率提升空间大，央企赋能助力公司持续发展

3.1. 公司新增浆站多，浆站获取能力强，未来几年采浆量有望持续增长

十四五期间公司浆站增量处于同行业领先地位。十四五期间，天坛生物依托强势的股东背景，实现浆站数量的快速增长，公司十四五期间浆站数量由2020年的55个，增长至2023年的102个，三年间新获取浆站47个，复合增速22.9%，浆站遍布全国16省。采浆量方面，公司在行业内处于领先的地位，2020-2023年采浆量由1714吨增长至2415吨，复合增速12.1%，因新增浆站众多，新设浆站采浆量需时间进行爬坡，因此采浆量增速不及浆站增速，截至2024年8月末，公司仍有22家浆站尚未开始采浆，随着在建浆站的落地以及现有新设浆站的产能快速提升，我们预计未来几年公司采浆量有望获得稳健增长。

图 21：各企业 2020-2023 新增浆站情况（个）



资料来源：各公司年报，德邦研究所

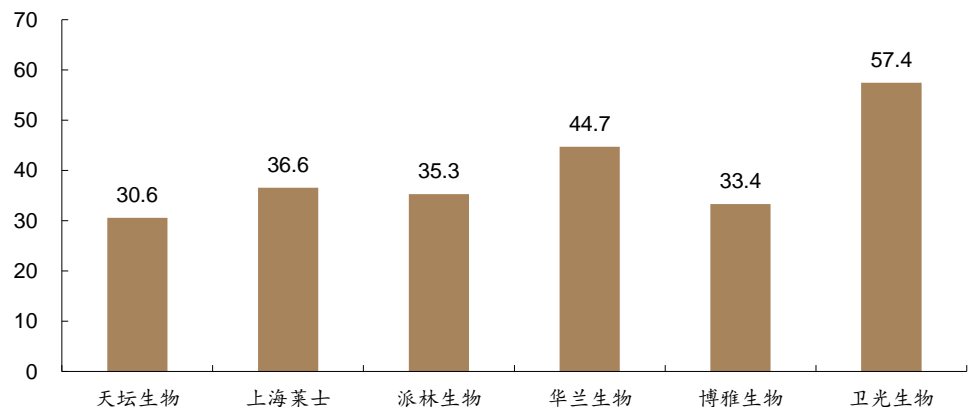
表 6：2016-2023 各公司采浆量情况（吨）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
天坛生物	683	1402	1569	1706	1714	1809	2035	2415
华兰生物	超 1000	近 1100	/	1000	1000	超 1000	超 1100	1342
上海莱士	近 900	超 1000	近 1180	近 1230	超 1200	1280	超 1400	超 1500
卫光生物	/	超 340	超 100	/	382	446.94	467	517
博雅生物	/	320	350	372	378	420	439	467
派林生物	304	349	近 400	超 400	/	近 900	超 800	超 1200

资料来源：各公司年报，德邦研究所

公司站均浆量相对同行业公司仍有一定提升空间。2023年公司在营浆站79个，站均贡献采浆量30.6吨，相比于华兰生物、卫光生物等行业单站采浆量领先公司具有一定差距，主要原因在于公司新增浆站多，单站采浆量提升需要一定时间。我们认为随着现有浆站的产能提升与新建浆站开始采浆，公司未来的采浆量提升潜力大。

图 22：各企业 2023 站均浆量（吨/个）



资料来源：各公司年报，德邦研究所

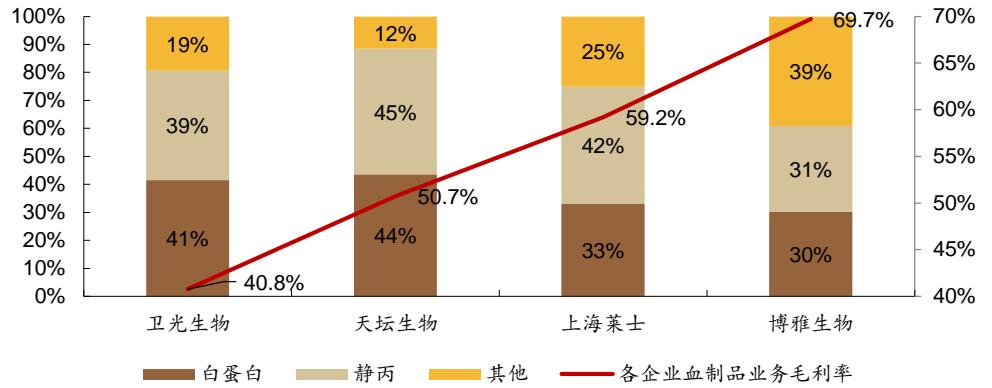
注：使用企业的采浆量除以该企业2023年全年在营浆站数，上海莱士2023年3个浆站建成投入运营，不计入全年在

营浆站数统计

3.2. 公司产品以白蛋白与静丙为主，毛利率有望进一步提升

公司主要产品以白蛋白和静丙为主。2023年，公司人血白蛋白与静丙收入占比较高，分别达44%和45%，两者作为血制品基础产品，摊薄了大部分的血浆成本，毛利率较低，2023年公司两品种毛利率分别为48.7%和50.4%，而其他血制品包括PCC、VIII因子等品种的毛利率则为59.8%，与其他公司相比，公司其他血制品收入占比较少，因子类等高毛利产品的销售仍有增长空间。

图 23：各血制品企业 2023 收入占比与毛利率



资料来源：各公司年报，德邦研究所 注：上海莱士血制品毛利率剔除经销进口白蛋白，博雅生物不含复杂大经销业务

公司产品数量领先行业，VIII因子与层析静丙销售放量有望改善盈利能力。公司截至2024年8月共计拥有15个品种、74个血液制品生产文号。2023年新增重组VIII因子与重点产品10%层析静丙，随着高毛利产品销售规模的增长，我们认为公司的盈利能力有望持续提升。目前，公司吨浆收入水平处于行业中等水平，考虑到公司在品种数量上的优势与新品的销售增长，我们认为公司的吨浆收入水平仍有持续提升的空间。

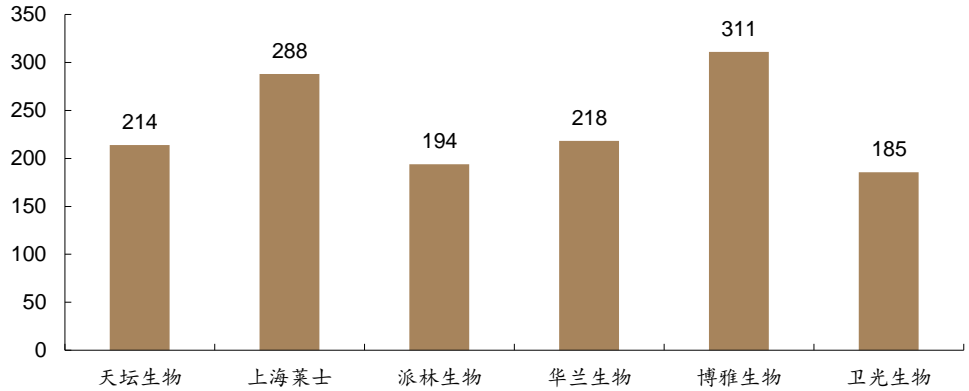
表 7：各公司血制品产品布局

产品	细分类别	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	卫光生物	博雅生物
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	√	√	√	√	√	√
	皮下注射人免疫球蛋白						
	静注人免疫球蛋白 (pH4) (含层析静丙)	√	√	√	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白 (pH4)	√	√		√	√	√
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	静注乙型肝炎人免疫球蛋白				√		
	冻干乙型肝炎人免疫球蛋白	√					
	冻干静注乙免 (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	√	√	√	√	√	√
	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	√
	冻干人凝血酶		√	√			
	人纤维蛋白粘合剂 (人纤维蛋白胶)		√	√			

基因重组产品	注射用重组人凝血因子VIII	√					
获批产品合计		15	12	11	11	11	9

资料来源：各公司 2024 半年报，德邦研究所

图 24：各企业 2023 年吨浆收入（万元/吨）



资料来源：各公司年报，德邦研究所

注：使用公司自有血制品业务收入除以公司总采浆量，剔除上海莱士的经销业务与华兰生物的疫苗业务，博雅生物血制品收入不含复杂经销业务

3.3. 层析静丙临床优势丰富，公司占据市场先发优势

层析静丙临床优势丰富。2023 年，公司第四代蓉生静丙® 10% 获批上市，成为国内首家 10% 浓度层析静丙。根据中国血液制品公众号，蓉生静丙® 10% 实现了从蛋白浓度、病毒灭活及去除、层析纯化、到稳定剂配方等全方位的产品升级。产品所使用的第 4 代提取工艺中的辛酸沉淀和层析纯化工艺，可最大限度提取血浆组分中 IgG，去除残留 IgA、IgG、Alb 等杂蛋白，在提高吨收得率的同时，确保产品质量安全。并且，四代工艺中的亲和层析步骤能去除异凝集素，有效降低抗 A 和抗 B 血凝素滴度，降低 IVIG 相关溶血反应风险。

表 8：蓉生层析静丙临床优势

	三代静丙	四代蓉生层析静丙	受益群体
临床安全性	国内三代静丙大多 SAE 高于 5%	SAE2.78%，未发生 SAR	全部患者
临床有效性	用药七天内 PLT 首次达到 $5 \times 10^9/L$ 平均时间 3-5 天	用药七天内 PLT 首次达到 $5 \times 10^9/L$ 平均时间 2.2 天	全部患者/急性期患者/危重症患者
住院时间	浓度低，大剂量输注时间长	输注之时间缩短一倍，若采用 15 分钟速率递增输注方案，平均每次输注时长可进一步缩短	全部患者/使用大剂量患者
溶血风险	未添加亲和层析工艺	亲和层析技术使溶血事件发生率进一步降低	使用大剂量患者/非 O 型血患者
肾衰风险	蔗糖、麦芽糖等糖或多元醇辅料会增加不耐受患者及糖尿病、肾功能不全患者发病风险	氨基酸配方降低静丙相关肾功能障碍与急性肾衰潜在风险，同时不影响糖尿病患者血糖检测	使用大剂量患者/心肾功能不全患者/糖尿病患者/老年、儿童患者
血栓风险		辛酸沉淀和离子交换层析更有效去除 FXIa，降低输注后血栓不良反应风险	大剂量使用患者/自免疾病患者/既往血栓史患者

资料来源：中国血液制品微信公众号，德邦研究所

公司占据层析静丙的市场先发优势，截至 2024 年 8 月，除天坛生物于 2023 年报告期内获批外，仅有泰邦生物层析静丙于 2024 年内获批，博雅生物与华兰生物完成 III 期临床。公司作为全国首家获批层析静丙的公司，可抢先进行市场推广，考虑到层析静丙具有广泛的临床优势，我们认为该品种放量前景良好，有望进一步提升公司的收入利润规模。

4. 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年实现收入 60.1/69.4/80.5 亿元，归母净利润 13.9/17.0/20.7 亿元。截止 2024 年 9 月 2 日，对应 2024-2026 年 PE 33.5/27.4/22.5 倍。考虑到天坛生物作为行业龙头，截至 2024 年 8 月末尚有 22 个未采浆站，未来采浆量成长性高，且考虑层析静丙等新品种的销售预计对利润率有所提升，我们预测 2024-2026 年毛利率分别为 55.6%/56.9%/57.9%，缓慢提高。我们认为公司未来持续受益于股东背景的助力与行业集中化的趋势，有望长期保持行业领先地位，业绩持续稳健增长。

表 9：收入拆分预测

单位：百万元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入		4261	5180	6011	6937	8053
	Yoy		21.6%	16.0%	15.4%	16.1%
	毛利率	49.1%	50.8%	55.6%	56.9%	57.9%
营业总成本		2170	2551	2666	2991	3391
	毛利	2091	2630	3345	3945	4662
生物制品收入		4244	5162	5993	6918	8035
	Yoy		21.6%	16.1%	15.4%	16.1%
	毛利率	49.0%	50.7%	55.6%	56.9%	57.9%
	毛利	2080	2619	3334	3934	4651
白蛋白收入		1906	2247	2360	2477	2601
	Yoy		17.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	46.2%	48.7%	52.5%	52.7%	52.9%
	毛利	881	1094	1239	1306	1376
静丙收入		1984	2319	2830	3396	4075
	Yoy		16.9%	22.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	47.7%	50.4%	57.0%	57.4%	57.7%
	毛利	947	1168	1613	1949	2351
其他血制品收入		354	595	804	1045	1359
	Yoy		68.3%	35.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	71.1%	59.8%	60.0%	65.0%	68.0%
	毛利	252	356	482	679	924
其他业务收入		17	18	18	18	18
	毛利	12	11	11	11	11

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测

我们选取血制品行业的其他公司卫光生物、博雅生物和上海莱士作为可比公司进行估值，截止 2024 年 9 月 2 日，2024-2026 年可比公司平均 PE 一致预期分别为 24.4/21.7/19.0 倍。公司估值与同类公司相比相对较高，但考虑到公司作为血制品行业领先企业，股东背景强，新建采浆数量多，采浆量有望进一步增长，有望带动公司营收和利润进一步增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

股票代码	公司名称	最新股价 (元)	每股收益 EPS(元)			市盈率 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002880.SZ	卫光生物	26.02	1.09	1.26	1.48	23.9	20.6	17.5
300294.SZ	博雅生物	32.28	1.11	1.22	1.37	29.2	26.5	23.5
002252.SZ	上海莱士	7.10	0.35	0.40	0.44	20.2	18.0	16.0

平均值						24.4	21.7	19.0
600161.SH	天坛生物	23.60	0.70	0.86	1.05	33.5	27.4	22.5

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测（可比公司股价为 2024 年 9 月 2 日收盘价，选取 Wind 一致性预期进行预测）

5. 风险提示

- (1) 采浆量不及预期的风险：采浆量决定了血制品相关产品的生产量，采浆量不及预期直接影响相关产品的销售额。
- (2) 新浆站获批不及预期的风险：浆站数量与采浆量直接相关，如若浆站增速不及预期，相关产品放量速度可能也因此受到影响。
- (3) 产品销售不及预期的风险：血制品相关产品销售受到多方因素影响，如若政策等因素影响，相关产品销售可能不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.67	0.70	0.86	1.05
每股净资产	5.96	5.52	6.19	7.00
每股经营现金流	1.45	1.01	1.33	1.33
每股股利	0.15	0.16	0.19	0.23
价值评估(倍)				
P/E	46.18	33.5	27.4	22.5
P/B	5.19	4.28	3.82	3.37
P/S	7.51	7.76	6.73	5.79
EV/EBITDA	23.15	16.53	13.25	10.68
股息率%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	50.8%	55.6%	56.9%	57.9%
净利润率	29.1%	31.5%	33.4%	35.0%
净资产收益率	11.3%	12.8%	13.9%	15.0%
资产回报率	7.8%	8.8%	9.5%	10.1%
投资回报率	11.3%	12.8%	13.8%	14.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	21.6%	16.0%	15.4%	16.1%
EBIT 增长率	29.2%	27.9%	22.5%	21.6%
净利润增长率	26.0%	25.6%	22.3%	21.7%
偿债能力指标				
资产负债率	10.1%	9.6%	9.5%	9.4%
流动比率	5.9	6.2	6.5	6.8
速动比率	3.7	4.1	4.3	4.7
现金比率	3.6	3.9	4.3	4.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.8	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	365.3	392.8	379.6	377.8
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	2.0	2.1	2.2	2.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,110	1,394	1,705	2,074
少数股东损益	400	502	614	747
非现金支出	293	306	331	356
非经营收益	-23	-32	-21	-26
营运资金变动	614	-167	7	-512
经营活动现金流	2,394	2,002	2,635	2,639
资产	-1,077	-936	-927	-927
投资	-2	0	0	0
其他	-168	20	28	32
投资活动现金流	-1,247	-916	-899	-895
债权募资	-366	-4	0	0
股权募资	0	-0	0	0
其他	-142	-313	-380	-462
融资活动现金流	-508	-317	-380	-462
现金净流量	639	770	1,356	1,283

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,180	6,011	6,937	8,053
营业成本	2,551	2,666	2,991	3,391
毛利率%	50.8%	55.6%	56.9%	57.9%
营业税金及附加	49	60	69	81
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	271	391	402	419
营业费用率%	5.2%	6.5%	5.8%	5.2%
管理费用	469	559	624	709
管理费用率%	9.1%	9.3%	9.0%	8.8%
研发费用	140	180	208	242
研发费用率%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT	1,719	2,197	2,691	3,272
财务费用	-50	-61	-72	-90
财务费用率%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-2	-0	-0	-0
投资收益	37	24	28	32
营业利润	1,805	2,265	2,769	3,368
营业外收支	-6	-6	-6	-6
利润总额	1,799	2,259	2,763	3,362
EBITDA	2,007	2,503	3,022	3,627
所得税	289	363	444	540
有效所得税率%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
少数股东损益	400	502	614	747
归属母公司所有者净利润	1,110	1,394	1,705	2,074

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,555	5,325	6,681	7,963
应收账款及应收票据	94	229	24	307
存货	2,844	2,973	3,336	3,781
其它流动资产	76	83	95	109
流动资产合计	7,569	8,610	10,136	12,160
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,793	3,035	3,252	3,445
在建工程	2,044	2,254	2,464	2,674
无形资产	687	845	1,003	1,161
非流动资产合计	6,619	7,260	7,849	8,414
资产总计	14,188	15,870	17,985	20,574
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	179	175	197	223
预收账款	1	6	0	8
其它流动负债	1,099	1,198	1,359	1,554
流动负债合计	1,280	1,380	1,556	1,786
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	154	151	151	151
非流动负债合计	154	151	151	151
负债总计	1,434	1,530	1,706	1,936
实收资本	1,648	1,977	1,977	1,977
普通股股东权益	9,823	10,906	12,231	13,844
少数股东权益	2,932	3,434	4,047	4,794
负债和所有者权益合计	14,188	15,870	17,985	20,574

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 2 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

吴明华 德邦证券研究所 医药高级分析师，重点覆盖：仿创药、生物制品、工商业一体化（医药流通）、部分中药。厦门大学金融硕士，6 年医药行业研究经验（其中 3 年多买方，2 年多卖方），擅长底部挖掘个股，产业资源丰富，2022 年金牛分析师医药组第三名（核心成员）。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。