

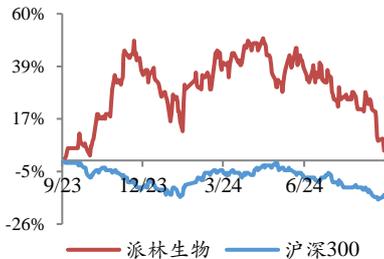
## 国资掌舵持续赋能，公司迎来发展新阶段

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-09-29

收盘价 (元)	22.82
近 12 个月最高/最低 (元)	31.25/20.11
总股本 (百万股)	733
流通股本 (百万股)	682
流通股比例 (%)	92.98
总市值 (亿元)	167
流通市值 (亿元)	157

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 股东变更落地，经营持续改善，公司跻身行业领先地位

派林生物成立于 1995 年，专注于血制品的研发生产和销售，2023 年 10 月 25 日公司实控权发生变更，陕煤集团入主成为公司控股股东，陕西省国资委成为新的实控人。我们认为公司有望在陕煤集团的赋能下持续丰富浆站资源、提高采浆量，并获得来自陕煤集团在资源禀赋、销售渠道等维度的多重支持。2024H1 公司实现营收 11.4 亿元 (+60.2%)，实现归母净利润 3.3 亿元 (+128.4%)；24Q2，实现营收 7.0 亿元 (+56.3%)，实现归母净利润 2.0 亿元 (+136.3%)。业绩亮眼。

从运营角度看，在陕煤集团入主前，公司在各项费用率方面与行业平均略有差距，随着新实控人的进驻，公司有望通过内部治理提升经营管理效率，预计各项指标将逐步改善，2023 年公司销售费用率降至 7.79%，改善成果初现。

#### ● 内生外延并举，公司发展进入新周期

公司通过战略重组派斯菲科、与新疆德源签订战略合作协议，持续拓展浆站资源，截至 24 年 H1 浆站数量达到 38 个，其中广东双林生物拥有 19 个 (17 个在采)，派斯菲科拥有 19 个 (17 个在采)，其中新疆德源给予公司 6 个浆站。2023 年公司采浆量超 1200 吨，已跻身国内血制品企业第一梯队，采浆量仅次于天坛生物和上海莱士。未来随着公司存量浆站采浆量的持续爬坡，叠加在建浆站的陆续投产，公司后续采浆弹性可期，业绩稳定增长确定性高。

#### ● 并购整合为行业趋势，集中度加速提升

血制品行业因高准入壁垒、浆站资源稀缺、监管严格等因素，供需关系长期偏紧平衡甚至供不应求，整个行业保持高度景气。当前，该行业正在经历积极的变革，“十四五”规划中对浆站的增加规划将刺激采浆量增长，有望进一步改善血制品行业的供给结构；行业整合进程也在不断加速，除派林生物外，上海莱士、卫光生物等其他血制品公司均有股东变更的事件或计划，战略重组趋势显著，同时我们也看到行业内并购事件频发，整合进程加速。展望未来，行业头部企业在新增浆站、产品种类以及吨浆利润提升等方面将有更大的发展空间，公司作为第一梯队血制品企业，有望持续走在行业前列。

#### ● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司是采浆量超千吨的第一梯队血制品企业，国资入主后有望持续赋能，公司采浆量和业绩成长弹性可期。我们预计公司 2024-2026 年将实现营业总收入 29.05/33.79/38.23 亿元人民币 (同比

+24.8%/16.3%/13.1%); 将实现归母净利润 7.65/9.09/10.58 亿元 (同比+25.0%/18.8%/16.3%)。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **风险提示**

采浆量不及预期, 行业竞争加剧, 新品上市不及预期等风险因素。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2329	2905	3379	3823
收入同比 (%)	-3.2%	24.8%	16.3%	13.1%
归属母公司净利润	612	765	909	1058
净利润同比 (%)	4.3%	25.0%	18.8%	16.3%
毛利率 (%)	51.5%	52.0%	52.5%	53.0%
ROE (%)	8.2%	9.3%	10.0%	10.4%
每股收益 (元)	0.84	1.04	1.24	1.44
P/E	32.49	21.86	18.39	15.81
P/B	2.69	2.04	1.84	1.65
EV/EBITDA	23.92	15.14	12.55	10.47

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 规模行业领先的老牌血制品企业.....	5
1.1 重组并购奠定公司行业领先地位.....	5
1.2 浆站&产品种类丰富,发展潜力大.....	6
1.3 国企入主,公司或迎新一轮高速发展期.....	7
1.4 整体运营情况良好,持续优化可期.....	8
2 血制品行业供不应求,规模持续扩大,相较海外仍有较大增长空间.....	10
2.1 行业门槛高、监管严,血浆资源紧缺.....	10
2.2 “十四五”期间采浆站获批加速,浆站、采浆量持续增长.....	11
2.3 他山之石:海外血制品巨头主要通过并购实现成长.....	13
3 内外并举,发展可期.....	15
3.1 陕西国资入股,有望赋能.....	15
3.2 出海:海外市场的拓展有望成为公司第二增长曲线.....	19
3.3 内生外延持续拓展,采浆量增长可期.....	21
4 盈利预测及投资建议.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议.....	23
风险提示:.....	24
财务报表与盈利预测.....	25

## 图表目录

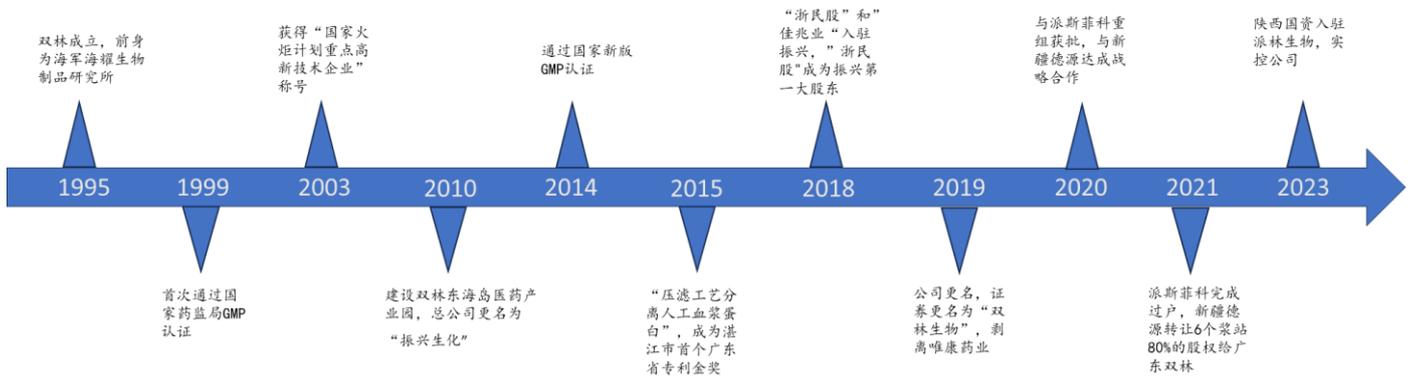
图表 1 双林生物发展历史沿革.....	5
图表 2 派斯菲科发展历史沿革.....	5
图表 3 公司众多单采血浆站遍布六省.....	6
图表 4 公司主营产品丰富, 适应症广泛.....	7
图表 5 公司股权架构 (截至 2024 年上半年).....	8
图表 6 近年来公司营业收入稳定增长 (RMB MN, %; 左轴为营收, 右轴为同比增速).....	8
图表 7 扣非归母净利润稳定增长 (RMB MN, %) (左轴为归母净利润, 右轴为同比增速).....	8
图表 8 公司毛净利率变化 (截至 24H1).....	9
图表 9 公司 2017 年至 2024 年 H1 费用率变化.....	9
图表 10 公司 2018 至 2024 年 H1 研发费用及同比增长率变化 (左轴为研发费用, 右轴为同比增速).....	10
图表 11 中美两国 2021 年血浆情况对比.....	11
图表 12 国内血液制品市场主要批签发批次 (左轴为批签发批次, 右轴为同比增速).....	11
图表 13 部分省份“十四五”期间单采血浆站规划情况.....	12
图表 14 2018-2024H1 各企业血浆站数量 (个).....	13
图表 15 2018-2024H1 各企业在营浆站数量 (个).....	13
图表 16 近年来全国浆站数量及同比增速 (个, %; 左轴为浆站量, 右轴为同比增速).....	13
图表 17 近年来全国采浆量及同比增速 (吨, %; 左轴为采浆量, 右轴为同比增速).....	13
图表 18 海外巨头公司重大并购史.....	14
图表 19 近年血制品行业收并购案例.....	15
图表 20 胜帮公司架构.....	16
图表 21 陕西煤业重点项目梳理.....	16
图表 22 2024 年 H1 国内外企业浆站数量 (个).....	17
图表 23 2024H1 管理费用率 (%).....	17
图表 24 2023 年单站平均采浆量水平 (吨).....	17
图表 25 2024H1 销售费用率 (%).....	18
图表 26 2020 至 2024H1 销售费用率 (%).....	18
图表 27 2020 至 2024H1 管理费用率 (%).....	18
图表 28 2020 至 2024H1 研发费用率 (%).....	19
图表 29 2020 至 2024H1 财务费用率 (%).....	19
图表 30 2020 至 2024H1 毛利率 (%).....	19
图表 31 2020 至 2024H1 净利率 (%).....	19
图表 32 血液制品利润比例图.....	20
图表 33 国内外血制品市场构成对比.....	20
图表 34 中美人均血制品使用量对比.....	20
图表 35 公司营收结构按地区拆分 (RMB 百万元).....	21
图表 36 合作浆站情况.....	21
图表 37 双林与新疆德源合作情况梳理.....	22
图表 38 公司盈利预测.....	23

# 1 规模行业领先的老牌血制品企业

## 1.1 重组并购奠定公司行业领先地位

派林生物主要由两大子公司构成，分别是广东双林和派斯菲科生物。双林生物成立于1995年，前身为海军海耀生物制品研究所；1998年三九集团入主公司，2004年三九集团重组，振兴集团成为三九生化控股股东，公司更名为振兴生化，并于2013年重新上市。2017-2018年，浙民投和佳兆业成为该公司的两大股东，浙民投为第一大股东，公司随后改名为双林生物。

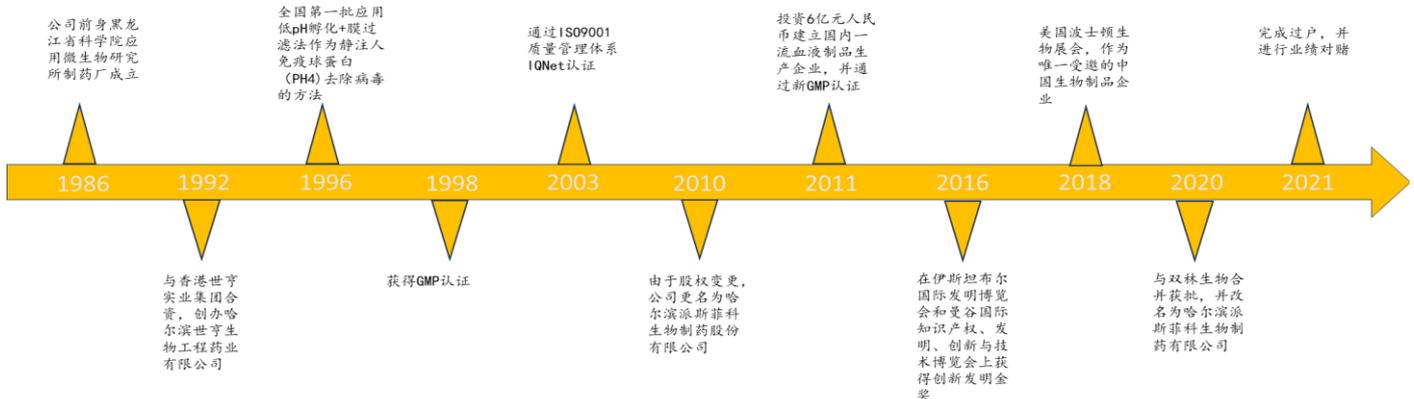
图表 1 双林生物发展历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

2020年，双林生物启动了对哈尔滨派斯菲科的收购，并在2021年收购完成后更名为派林生物。派斯菲科的并表为公司采浆量增长提供了坚实保障，同时公司的业务版图也扩展到东北地区。通过重组、并购等方式，公司持续扩大业务覆盖范围，提高旗下浆站数量和产品质量，截至2024年中报，公司产品数量合计达到11个，浆站数量合计达到38个，规模优势凸显。

图表 2 派斯菲科发展历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

## 1.2 浆站&产品种类丰富，发展潜力大

**浆站储备足，产能提升潜力大。**众多的单采血浆站为公司跻身至血制品第一梯队提供了坚实基础，截至目前，公司共有 38 个单采浆站，其中广东双林运营浆站数量为 17 个，待验收 2 个；派斯菲科运营数量为 17 个，待验收 2 个。2023 年，公司的龙江浆站、甘南浆站和巴彦浆站获得采浆许可证并开始采浆，新浆站的发力有望助力公司整体采浆量进一步提升。除此之外，公司的浆站主要分布在黑龙江、广东、山西、广西、新疆和四川六个省份，呈现较为明显的区域性特征。随着陕西国资的介入，公司未来有望进一步扩展浆站网络。

**新疆德源合作续期，提高年供浆目标。**公司于 2023 年 3 月 17 日发布了《关于公司与新疆德源战略合作的进展公告》，新疆德源无法于 2023 年 3 月 10 日前向公司支付归还不低于伍仟万元的借款本金。为保障双方合作顺利，新疆德源同意按照双方签订的《战略合作协议》约定执行，同意将双方合作期限顺延一个合作年度。2024 年 3 月 12 日，本公司及本公司子公司广东双林与新疆德源、吕献忠、及新疆德源下属九家浆站签订补充协议，删除《战略合作协议》中分期还款条款，战略合作期限延至八个合作年度，借款截止期限由原协议五个合作年度届满之日修改为八个合作年度届满之日，新疆德源同意在第三个合作年度后的年度，每年向广东双林供浆量提高到 200 吨作为补偿，并通过阶梯式奖励机制不断激励提升采浆规模。

图表 3 公司众多单采血浆站遍布六省

子公司	地区	浆站名称	状况	子公司	地区	浆站名称	状况
广东双林	广东	遂溪血浆站	运营	派斯菲科	四川	内江市血浆站	运营
		廉江血浆站	运营			兰西血浆站	运营
		东源血浆站	运营			望奎派血浆站	运营
		鹤山血浆站	待验收			肇州血浆站	运营
		坦洲血浆站	待验收			鸡西市血浆站	运营
	广西	武宣血浆站	运营		宾县血浆站	运营	
		宜州血浆站	运营		五常血浆站	运营	
		罗城血浆站	运营		明水血浆站	运营	
		扶绥血浆站	运营		海伦血浆站	运营	
		山西	和顺血浆站		运营	甘南县血浆站	运营
	石楼血浆站		运营		铁力市血浆站	运营	
	隰县血浆站		运营		巴彦县血浆站	运营	
	临县血浆站		运营		龙江县血浆站	运营	
	新疆德源		新疆		于田县血浆站	运营	尚志市血浆站
		泽普县血浆站			运营	庆安县血浆站	运营
		疏勒县血浆站			运营	拜泉县血浆站	运营
		策勒县血浆站			运营	依安县血浆站	运营
叶城县血浆站		运营		桦南县血浆站	待验收		
新和县血浆站		运营		肇东市血浆站	待验收		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**血制品种类丰富，适应症广泛。**公司目前拥有 11 种血制品产品，涵盖白蛋白类、

免疫球蛋白类和凝血因子类等三大类。其中，人血白蛋白和静注人免疫球蛋白 (pH4) 是公司的核心产品。另外 9 种产品包括人免疫球蛋白、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、人纤维蛋白原、冻干静注人免疫球蛋白 (pH4)、静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4) 和人凝血酶原复合物。这些血制品在医疗急救、战伤救治以及预防和治疗某些特定疾病 (如血友病等) 方面发挥着不可替代的作用。

**图表 4 公司主营产品丰富，适应症广泛**

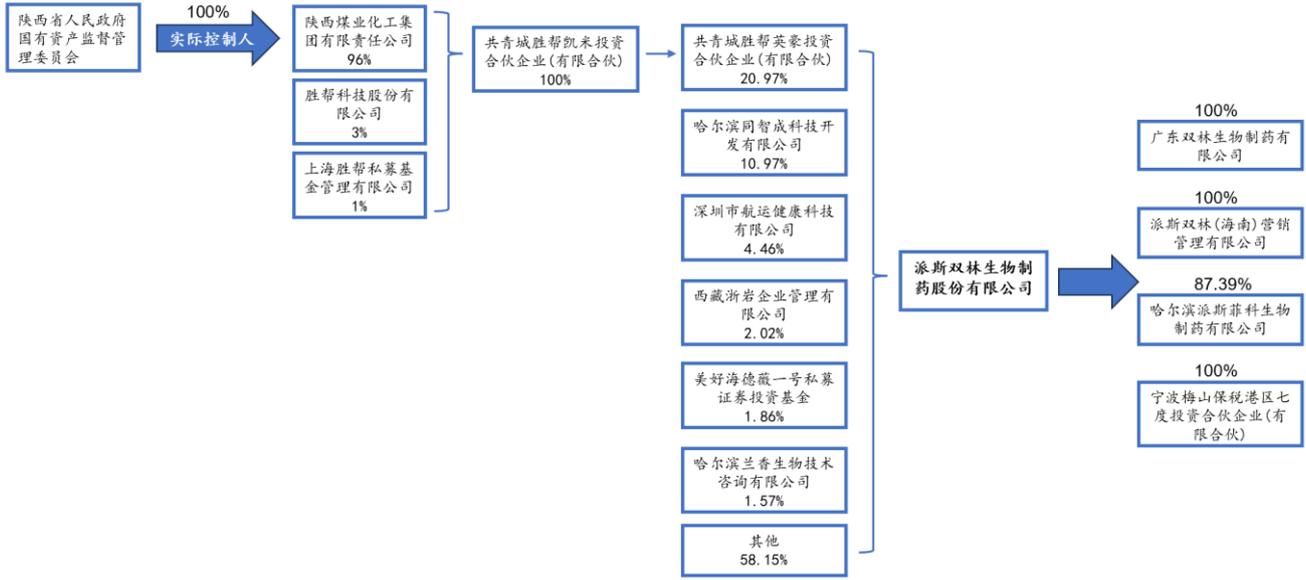
产品	适应症
人血白蛋白	失血创伤、烧伤引起的休克；肝硬化及肾病引起的水肿或腹水，用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症；新生儿高胆红素血症；低蛋白血症的防治；脑水肿及损伤引起的颅压升高。
静注人免疫球蛋白 (PH4)	原发性免疫球蛋白缺乏症；如 X 连锁低免疫球蛋白血症；常见变异性免疫缺陷病；免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染、新生儿败血症等；自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病。
人免疫球蛋白	主要用于预防麻疹和传染性肝炎。若与抗生素合并使用，可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效。
乙型肝炎人免疫球蛋白	主要用于乙型肝炎表面抗原 HBsAg 阳性母亲所生的婴儿；意外感染的人群；与乙型肝炎患者或乙型肝炎病毒携带者密切接触者。
破伤风人免疫球蛋白	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	主要用于被狂犬或其他动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。
人凝血因子 VIII	本品对缺乏人凝血因子所致的凝血机能障碍具有纠正作用主要用于防治血友病 A 和获得性凝血因子缺乏而致的出血症状及这类病人的手术出血治疗。
人纤维蛋白原	适用于先天性纤维蛋白原减少或缺乏症；获得性纤维蛋白原减少症；肝硬化、弥散性血管内凝血、产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍
冻干静注人免疫球蛋白 (PH4)	主要用于原发性免疫球蛋白缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异性免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染，新生儿败血症等；自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病。
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，并经病毒去除和灭活处理制成。本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。
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。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 国企入主，公司或迎新一轮高速发展期

**股权变动，公司迈入陕西国资控股的发展新阶段。**截至 2023 年 3 月 22 日，浙民投已将公司 20.99% 的股权转让给胜帮英豪 (陕煤集团控股子公司)。同时，浙岩投资与胜帮英豪签署了表决权委托协议，将持有公司 2.02% 股份对应的表决权委托给胜帮英豪。截至 24 年 H1，胜帮英豪拥有公司 20.97% 股份，成为公司最大的股东，公司实控人也变更为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会。随着公司实控人的变更，和陕西省国资委的入组，公司有望在管理、资金、战略和资源等方面全面获得支持，为公司新一轮高质量发展带来动力。

图表 5 公司股权架构 (截至 2024 年上半年)

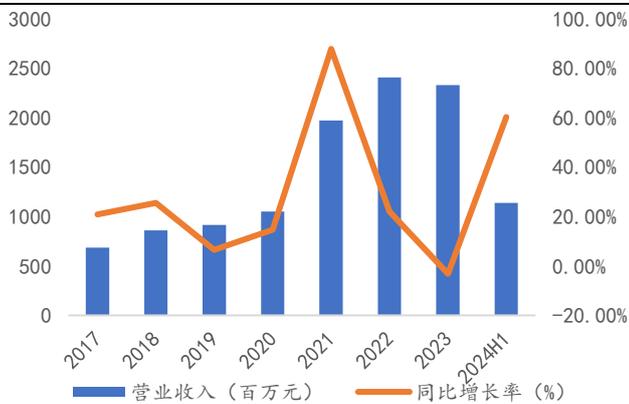


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

### 1.4 整体运营情况良好, 持续优化可期

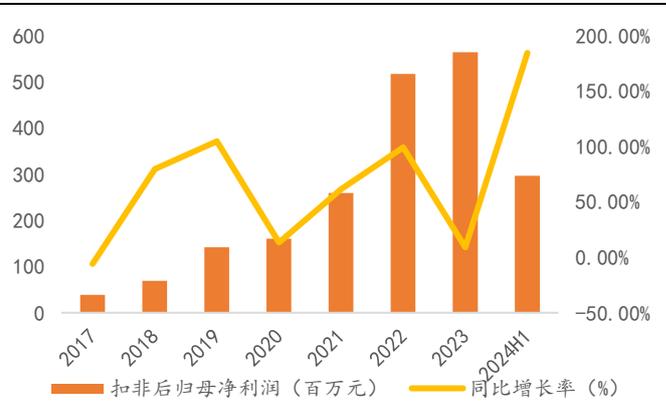
经历产权、债务、资产和管理重组等事件后, 公司焕发新活力, 营收和利润快速增长。2017 年到 2023 年, 公司营收从 6.85 亿元增长到 23.29 亿元, 年复合增长率达到 19.09%。其中, 2021 年的同比增长速度高达 87.8%, 主要由派斯菲科的收购并表贡献。同时, 2017 年至 2023 年间, 公司扣非后归母净利润从 5530 万元增长至 5.65 亿元, 年复合增长率为 39.36%。2022 年同比增长达 99.4%, 主要系公司血制品品种增加, 提高了吨浆利润, 进而提升了整体利润。2024H1 公司营业总收入及扣非归母净利润同比增长 60.23%和 184.61%, 主要系 2023 年下半年公司血供应量短缺的问题得到改善, 产品产出得到提升, 24H1 产品端恢复良好, 进而营业收入得到回升。

图表 6 近年来公司营业收入稳定增长 (rmb mn, %; 左轴为营收, 右轴为同比增速)



资料来源: wind, 华安证券研究所

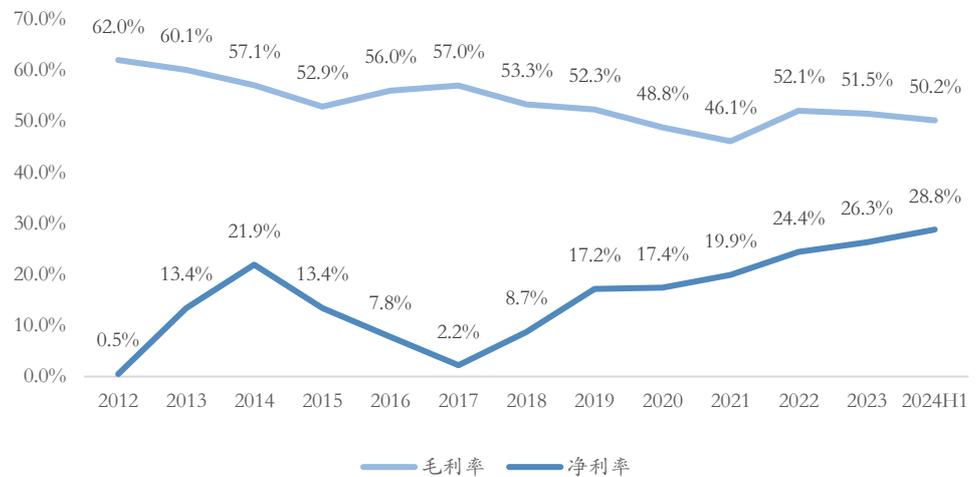
图表 7 扣非归母净利润稳定增长 (rmb mn, %) (左轴为归母净利润, 右轴为同比增速)



资料来源: wind, 华安证券研究所

**盈利能力持续向好,具备进一步提升的潜力。**公司净利率持续稳步增长,自 2017 年的 2.2%至 2023 年的 26.3%,再到 2024 年上半年的 28.78%,这一快速增长主要得益于公司不断优化的产品结构及净利润水平的提高。同时公司积极调整了销售策略,设立了上海营销中心,专注于拓展江浙沪医药行业的高价值市场,并加大了学术推广工作的力度。随着陕西国资的介入,公司通过内部管理架构的调整,预计将进一步提升销售渠道、销售效率和质量,为未来的净利率增长创造更广阔的空间。此外,公司毛利率基本维持在较高水平,但略有下行趋势,这与公司并购派斯菲科,与新疆德源合作,外购血浆的高成本等因素有关。随着公司产能利用率的逐步提升和产品种类的逐渐丰富,公司整体盈利能力呈现增长趋势。截至 2024 年上半年,公司的总体毛利率为 50.2%,净利率为 28.78%。

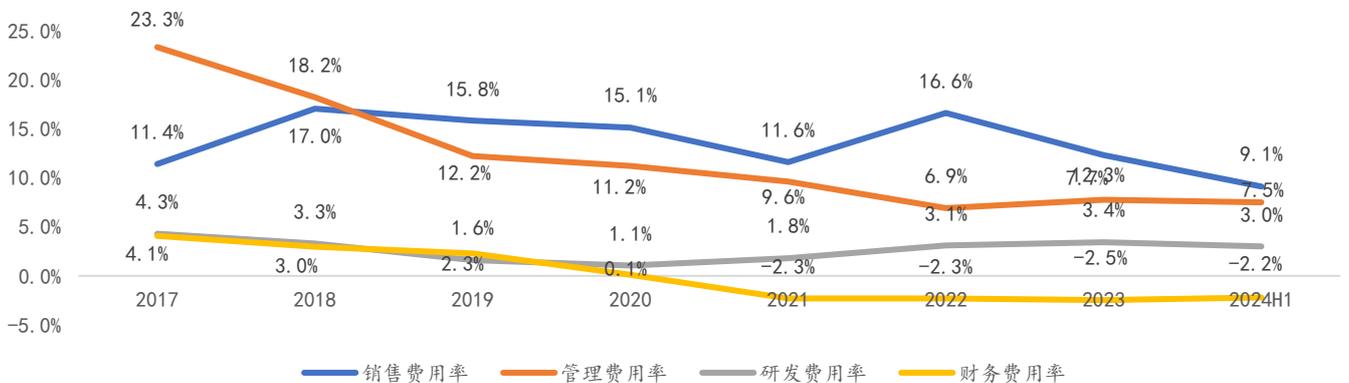
图表 8 公司毛净利率变化 (截至 24H1)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

**控费初显成效,具备持续优化潜力。**公司管理费用率自 2017 年的 23.3%下降至 2024 年上半年的 7.5%,改善明显;销售费用率、研发费用率和财务费用率波动不大,表明公司的财务状况良好。预计随着陕西国资入主,公司将通过内部治理进一步降低各项费用率。与此同时,公司多年来的血液制品毛利率保持相对稳定。

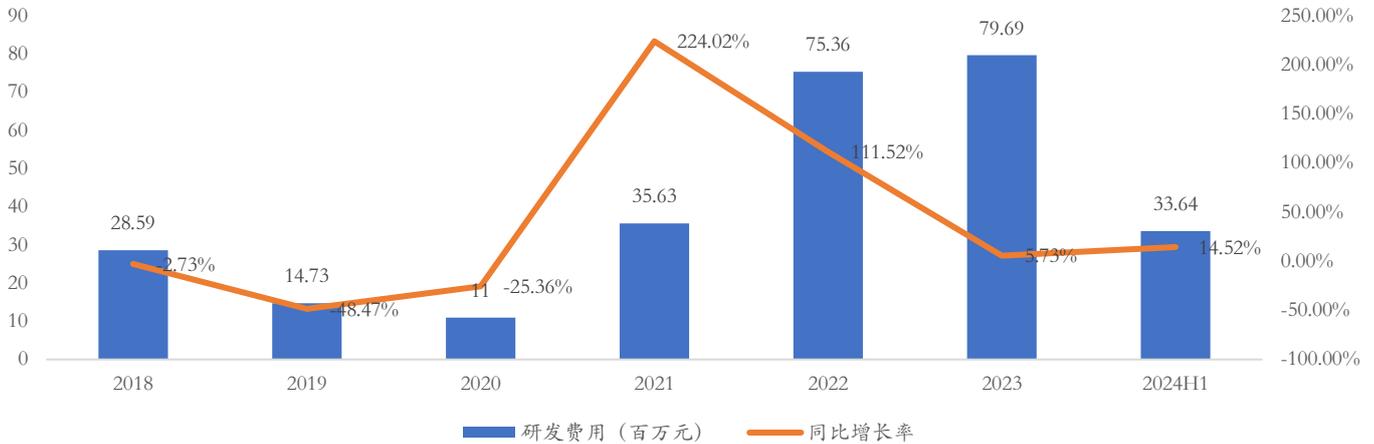
图表 9 公司 2017 年至 2024 年 H1 费用率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

研发为基，产品矩阵有望持续丰富。自 2020 年以来，公司的研发费用和研发费用率呈现上升趋势，2024 年上半年公司研发费用 3364 万元（同比+14.52%）。随着公司持续深耕研发创新，产品矩阵有望进一步丰富，净利率水平有望进一步提高。

图 10 公司 2018 至 2024 年 H1 研发费用及同比增长率变化（左轴为研发费用，右轴为同比增速）



资料来源：wind，华安证券研究所

## 2 血制品行业供不应求，规模持续扩大，相较海外仍有较大增长空间

### 2.1 行业门槛高、监管严，血浆资源紧缺

血液制品行业的准入要求高、行业壁垒坚固。国家全面监管血液制品行业，准入条件高，目前仅有 28 家拥有生产资质的企业。行业特殊性和高安全要求导致全流程严格监管，包括单采血浆站设立与管理、原料血浆采集、质量检测、产品生产和销售等。这些限制使得血液制品行业集中度较高，仅早期获得生产资质的企业才能长期生存，其他企业进入难度极大。原料血浆供应匮乏，导致血液制品长期处于紧平衡的供需状态。根据国家规定，血液制品的原材料必须来自健康人血浆，且只能通过单采血浆站获取，无法通过传统药品的合成技术获得。相比于美国，我国允许的采浆频次较低，每次采集的血浆量有限，因此导致人民的献浆意愿不高，从而造成了原料血浆供给不足的局面。

从全球血液制品人均消耗情况来看，中国与欧美等海外国家存在较为明显的人均用量差距。举例而言，中国人均使用的人血白蛋白仅为美国的五分之一，而静注人免疫球蛋白和凝血 VIII 因子的使用量更不到美国的十分之一。随着中国经济水平的持续发展和医疗水平的不断提高，预计中国人均血液制品用量将会逐步增加，对于血液制品需求的增长有望推动行业整体规模扩容。同时，我国对血液制品的进口采取严格管制措施，目前只允许进口人血白蛋白和重组人凝血因子两种血液制品，这也进一步加剧了国内血液制品长期供需不平衡的现状。在血液制品供不应求的情况下，终端产品的价格有望持续上涨，从而推动了整个行业的发展。

中国血液制品行业一直处于高度准入壁垒下的存量博弈市场竞争状态中，并且长

期存在供不应求的问题，我们认为血制品行业具备增量市场的特征，未来增长潜力较大。在“十四五”规划中，血制品相关政策和集中带量采购政策预计将为该行业竞争格局带来新的变化，有望进一步提升行业的集中度。

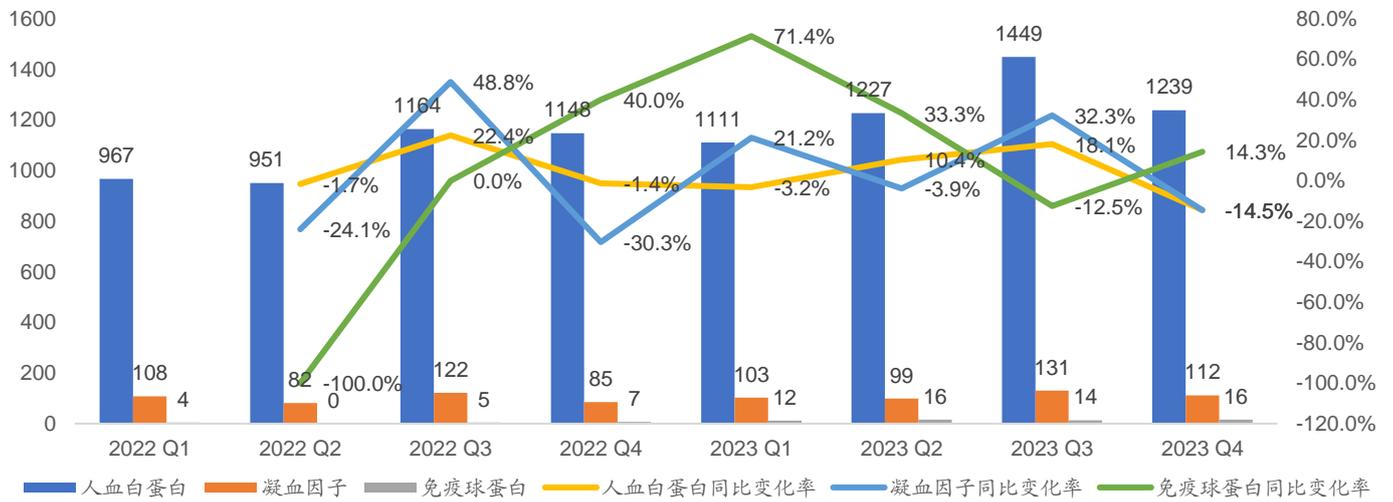
图表 11 中美两国 2021 年血浆情况对比

	中国	美国
2021 年采浆量 (吨)	9455	43800
2021 年采浆站 (个)	287	1041
2021 年单个浆站采浆量 (吨/个)	32.9	42.1
允许的采浆频次	≤2 次/月 (最低间隔 14 天)	≤2 次/周
每次献浆量	≤ 600g (含抗凝剂)	690 – 880 ml
一年最多献浆次数	24 次	104 次
人血白蛋白	100.2g/千人	500.8g/千人
静丙	17g/千人	200.4g/千人
凝血 VII 因子	0.11IU/人	1.91IU/人
是否回收血浆	否	是

资料来源：PPTA，公司公告，HHS，医政医管局，前瞻产业研究院，中国医疗网，华安证券研究所

中国上市的血液制品分为 3 大类：白蛋白类、凝血因子类和免疫球蛋白类。三大类血制品产品批签发批次中，人血白蛋白、凝血因子、免疫球蛋白均呈现上涨趋势，分别从 22Q1 的 967、108、4 批增长到 23Q4 的 1239、112 和 16 批。

图表 12 国内血液制品市场主要批签发批次 (左轴为批签发批次，右轴为同比增速)



资料来源：中检院，华安证券研究所

## 2.2 “十四五”期间采浆站获批加速，浆站、采浆量持续增长

十四五规划利好国内采浆站建设，浆站有望显著增加。“十四五”规划期间多地发布单采血浆站建设规划。从目前已经公布的规划来看，云南全省共设置单采血浆站 19 个，内蒙古自治区计划 2022-2025 年全区规划设置 10 个单采血浆站，河南省规划 7 家单采血浆站等。十四五期间，随着更多省份披露采浆站建设规划，未来国

内批准采浆站数量有望显著增加。

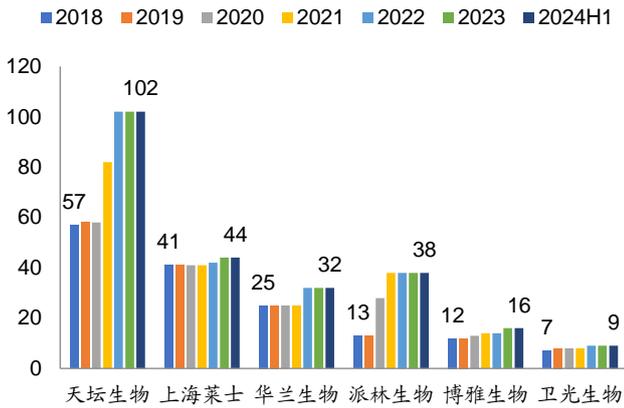
图表 13 部分省份“十四五”期间单采血浆站规划情况

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发展建设发展规划(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用血需求的地级市，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 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)》	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 and 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，华安证券研究所

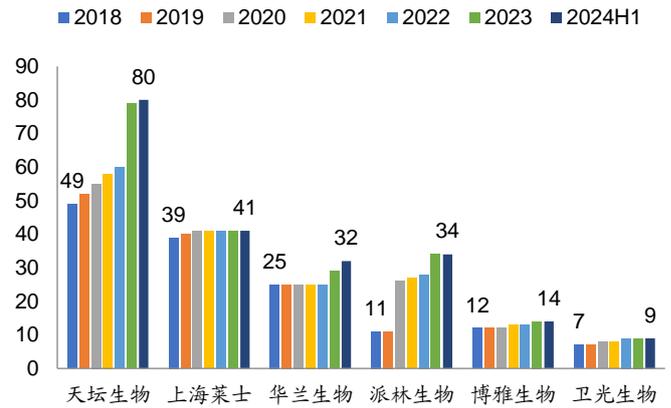
**头部效益明显，浆站持有集中，行业集中度有望进一步提升。**在政策环境影响下，国内血液制品企业并购重组事件频发，行业集中度随之提升。目前我国已形成以天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、泰邦生物等为行业第一梯队的千吨级大型血液制品企业的竞争格局，浆站与近年来的新设浆站主要都集中在行业内这几家大型上市公司。在血制品上市公司中，派林生物浆站数量达到 38 个，位列第三，同时纵观历史，公司历年采浆量均保持增长。从行业角度看，随着企业采浆站快速扩张，原料血浆供应水平也持续上升，截至 2024 年 6 月 30 日，天坛生物拥有浆站 102 家，在营浆站数量 80 家；上海莱士拥有浆站 44 家，在营浆站 41 家，2023 年新获批浆站 1 家，收购浆站 2 家；华兰生物拥有浆站 32 家，在营浆站数量 32 家；派林生物拥有浆站 38 家，在营浆站 34 家；博雅生物拥有浆站 16 家，在营浆站数量 14 家；卫光生物拥有浆站 9 家，在营浆站 9 家。**在血浆资源高度稀缺和行业高集中度背景下，拥有浆站数量较多的头部企业竞争优势明显。**随着国家政策支持以及行业自身发展，行业集中度有望进一步提高。

图表 14 2018-2024H1 各企业血浆站数量 (个)



资料来源: 各公司年报, 华安证券研究所

图表 15 2018-2024H1 各企业在营浆站数量 (个)



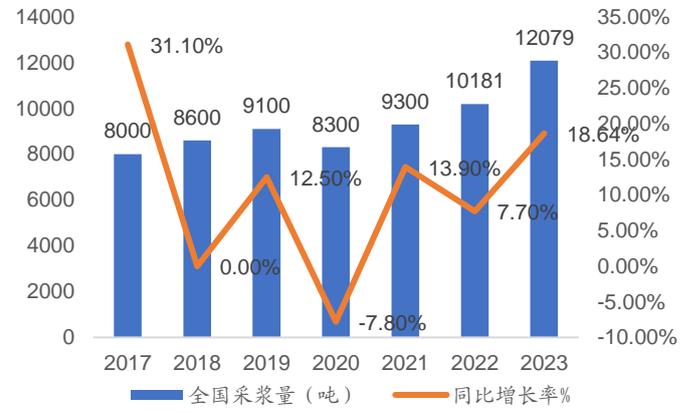
资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

展望未来, 国内采浆量有望持续增长, 这将有助于缓解血液制品供不应求的问题。截至 2023 年, 单采浆站数量已达 349 个, 呈现出 6.07% 的年复合增长率。随着血浆站数量的扩大, 预计将促进采浆量的增长。截至 2023 年, 采浆量已达到 12079 吨, 年复合增长率达到 6.06%。我们预计, “十四五” 期间新建血浆站的投入使用将进一步推动采浆量的增长, 为行业带来新的发展机遇。

图表 16 近年来全国浆站数量及同比增速 (个, %; 左轴为浆站量, 右轴为同比增速)



图表 17 近年来全国采浆量及同比增速 (吨, %; 左轴为采浆量, 右轴为同比增速)



资料来源: 华经产业研究院, 未来智库, 立鼎产业研究网, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 立鼎产业研究网, 雪球网, 华安证券研究所

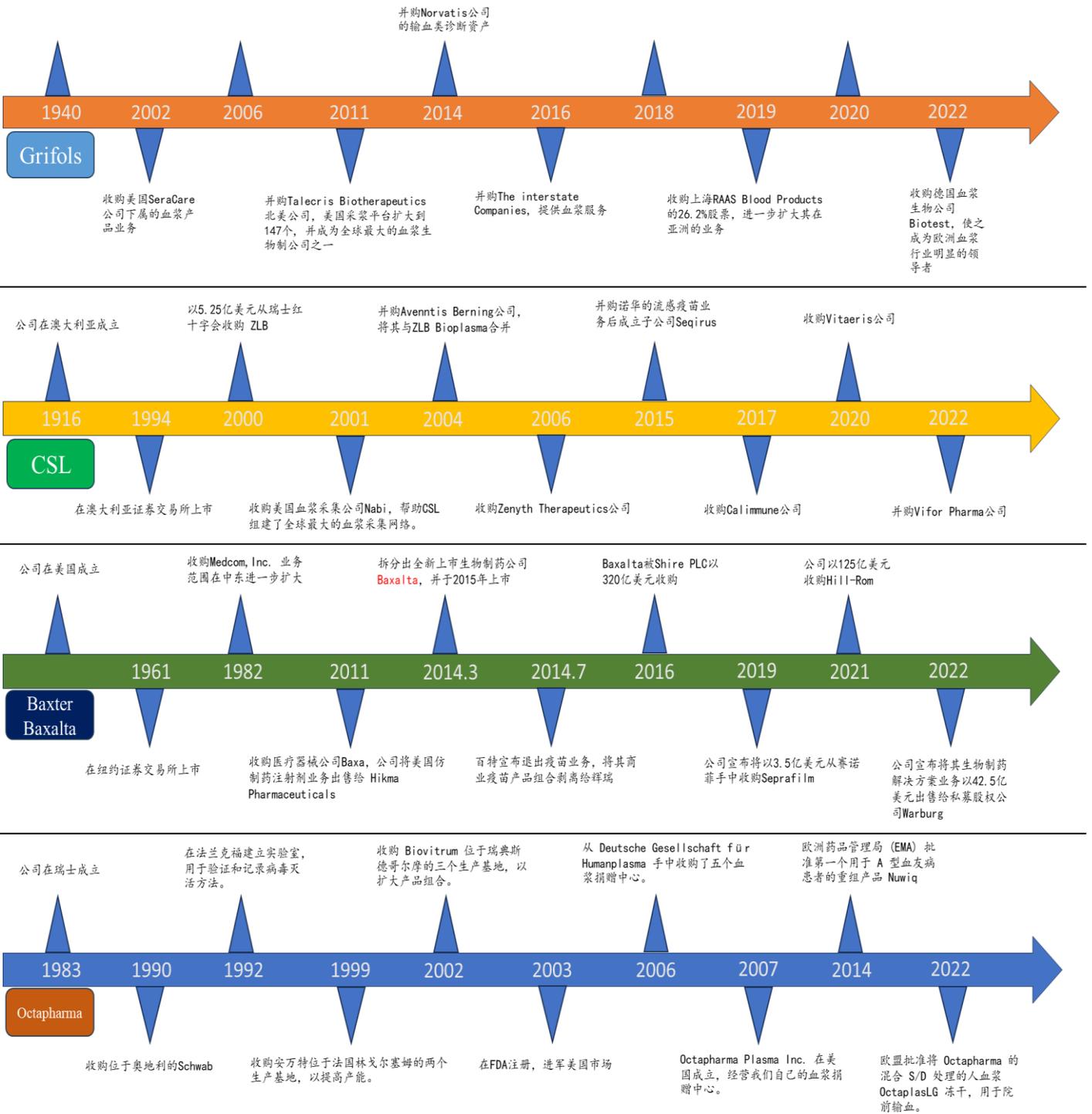
### 2.3 他山之石: 海外血制品巨头主要通过并购实现成长

海外血制品巨头企业通常采用并购作为最主要且最有效的市场扩张手段。在国外血制品市场上, 西班牙的基立福 (Grifols)、美国的百特 (Baxter)、澳大利亚的杰特贝林公司 (CSL)、和瑞士的欧克沛制药 (Octapharma) 等企业占据绝大部分市场, 它们通过收购合并的方式构建了行业内的垄断竞争格局。基立福和 CSL 公司创立较早, 分别建立于 1940 年和 1916 年。进入千禧年后, 它们加速了整合步伐, 通过不断的收购合并来提升市场份额, 扩大自身业务版图, 最终成为了海外血制品市场巨头。此外, 作为百特近 10 年刚剥离出来的上市公司, Baxter 也因其市场价值

而被英国制药巨头 Shire 公司收购, Octapharma 也在不断的并购中前进, 这进一步凸显了并购对于该行业的重要性。

借鉴了国外成熟市场行业巨头的发展经验, 中国血制品行业的领军企业也有望通过并购整合以推动发展。拥有充足浆站资源、领先技术和规模经济效益的公司将拥有更大的竞争优势, 而行业内的差异化趋势预计将不断加剧。领军企业有望完成对于中小型企业的收购, 以进一步提升血液制品行业的集中度。

图表 18 海外巨头公司重大并购史



资料来源: 各公司官网, 华安证券研究所

**反观国内，央企或地方国资入主趋势明显。**中国的血制品企业数量不到 30 家，近年来央企或地方国资参与收购的频率逐渐提高。领先的企业如天坛生物、博雅生物、派林生物和卫光生物都具有国企背景。国央企在新设浆站等诸多方面都能够为血制品企业提供支持和赋能，未来随着行业集中度的提升，未来拥有国资背景的公司有望获得更多优势。

**图表 19 近年血制品行业收并购案例**

时间	血制品公司	主要事件	性质
2017 年	天坛生物	国药集团收购	央企
2021 年	博雅生物	华润集团收购	央企
2023 年	派林生物	陕煤集团收购	地方央企
2023 年	卫光生物	公司实际控制人从深圳市光明区国资委变为国药集团	央地合作
2024 年	上海莱士	海尔集团收购，公司实际控制人变为海尔集团	中外合资
2024 年	博雅生物	博雅生物收购绿十字（中国）生物制品有限公司	外企

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

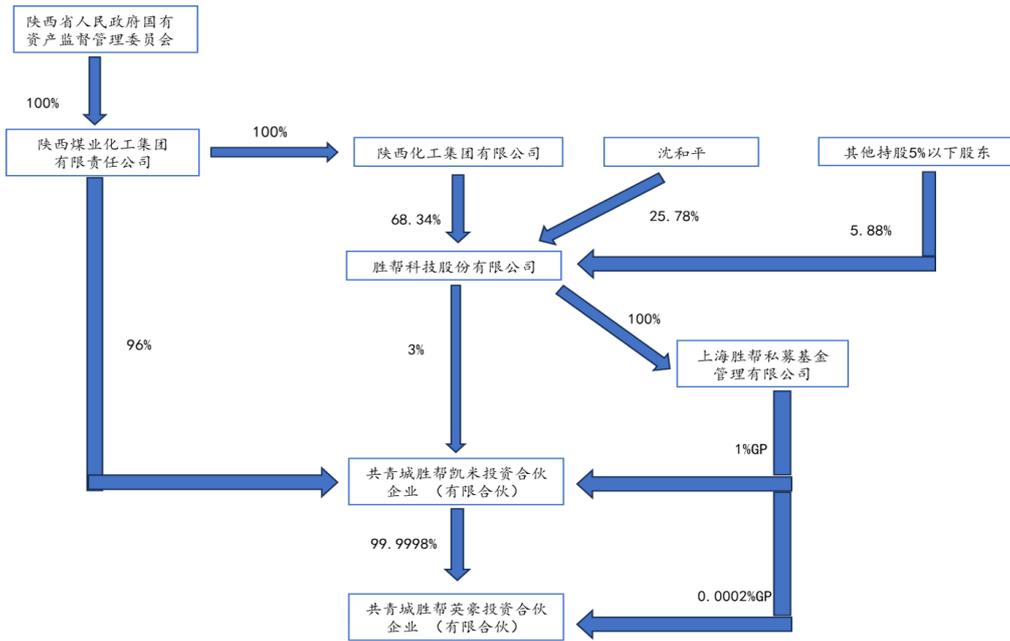
**综述，除了保持高行业壁垒和提价逻辑之外，血制品行业还面临三方面的新变化。**首先，“十四五”规划中关于新增浆站的计划有望推动行业采浆规模整体增长，血制品行业终端供需状态或将改善。其次，各地方已落地的集采价格整体降幅较小，但规模较小的企业可能难以满足集采需求，从而引发行业竞争格局的潜在变化和行业集中度的潜在提高。第三，行业整合速度加快，拥有国资背景的企业在整合过程中预计将更具优势。在这些新变化的影响下，企业的采浆规模、产品种类以及销售渠道将决定其在行业中的地位。

## 3 内外并举，发展可期

### 3.1 陕西国资入股，有望赋能

陕西煤业资源丰富，其控股股东为胜帮（由陕煤集团、胜帮科技和胜帮基金共同投资设立的产业投资平台），主要专注于新材料行业和大健康行业的产业投资、赋能和整合。陕煤集团成立于 2004 年，是陕西省属的国有特大型能源化工企业，业务涵盖煤炭、化工、发电、钢铁、装备制造、建筑施工、铁路物流、科技研发和金融服务等领域。同时，陕煤集团在数字经济、碳纤维、锂资源开发等新材料和新能源业务方面也在不断布局。

图表 20 胜帮公司架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

陕西煤业在能源化工“金三角”地区拥有显著优势。截至 2023 年，该公司的煤炭资源储备丰富，煤炭储量达到 181.41 亿吨，可开采储量为 104.41 亿吨，可持续开采时间长达 70 年以上。为了实现战略目标，公司制定了围绕“六线四区域”的发展策略，包括巩固陕西省内市场、增强沿海市场销售、拓展“两湖一江”市场、扩大西南市场。陕西煤业的产品已覆盖中国经济最繁荣的地区，形成了“沿海看国能、中部看陕煤”的战略布局。多年来，陕西煤业一直致力于保持较高水平的资本性开支，其重点项目主要集中在陕西地区。自 2018 年以来，陕西煤业的资本性开支一直维持在超过 25 亿的水平，其中主要投入了小保当煤矿项目、神渭管道项目等。这些项目对于当地民生具有重要意义，进一步强化了陕西煤业在该地区的资源优势。

图表 21 陕西煤业重点项目梳理

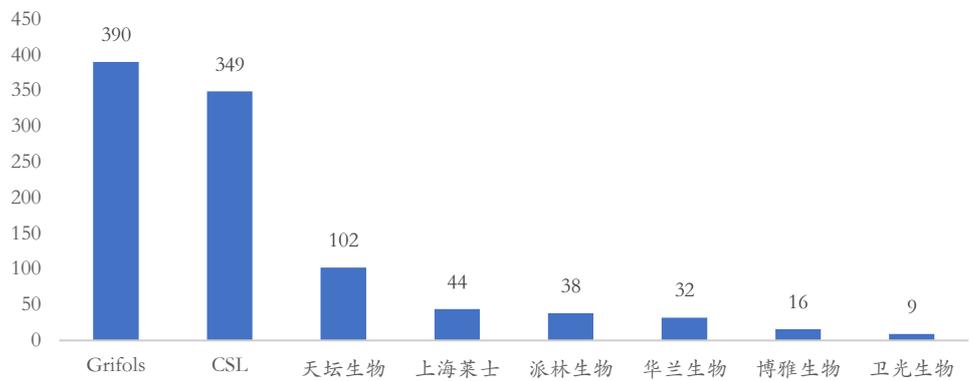
时间	资本开支金额 (亿元)	主要内容
2018	28.75	小保当煤矿项目、神渭管道项目、神南矿业陕北矿山救援基地项目、彬长矿业文家坡煤矿项目
2019	41.87	小保当煤矿项目、神渭管道项目、红柳林井巷改扩建及设备购置工程、红柳林洗煤厂洗选系统改扩建项目和彬长生产服务中心二期项目等
2020	34.3	小保当煤矿项目、神渭管道项目、陕煤集团榆北生产服务设施项目、黄陵矿业机电二车间建设项目等
2021	47.03	小保当煤矿建设项目、神渭管输煤炭管道工程、矿井辅助运输系统改造等
2022	45.48	神渭管输煤炭管道工程 6.00 亿元，小保当矿井建设工程 20.88 亿元，智能物流园区建设工程 2.72 亿元，彬长矿业-李家沟风井项目 1.04 亿元，红柳林矿业煤胶带机设备购置 1.03 亿元等

资料来源：陕西煤业公司公告，华安证券研究所

陕煤集团有望为公司争取更多的浆站资源。在血制品行业中，采浆站和采浆量是上游的关键因素，对血制品企业至关重要。国外巨头 Grifols 和 CSL 公司分别拥有 390 个和 349 个采浆站，年采浆量均达上万吨水平，而天坛生物则拥有 102 个采

浆站，年采浆量为 2035 吨，位列国内第一，与国外巨头相比仍有较大差距。在陕煤集团的支持下，派林生物有望进一步提升其采浆站数量和采浆量。陕西省内有 7 个县级市和 69 个县城，潜在浆站资源丰富，但目前仅有 4 个浆站，开发空间巨大。预计陕西省“十四五”规划将新增 10 个浆站，陕煤集团作为陕西省内最大的国有企业，其持股的派林生物有望获得更多新增浆站。此外，陕煤集团在甘肃、宁夏和青海等地也有资本投入，有望借助资本优势和政府合作，进一步扩展新的浆站。另外，陕煤集团与湖南、湖北、江西、四川、重庆等长江沿线地区有着战略合作关系，在中部地区具有较大影响力。在陕煤集团的支持下，公司有望在采血浆站数量和年采浆量方面取得显著进展。公司也有望利用陕煤集团上市公司的优势，积极寻找并购机会，不断扩大采浆量规模。

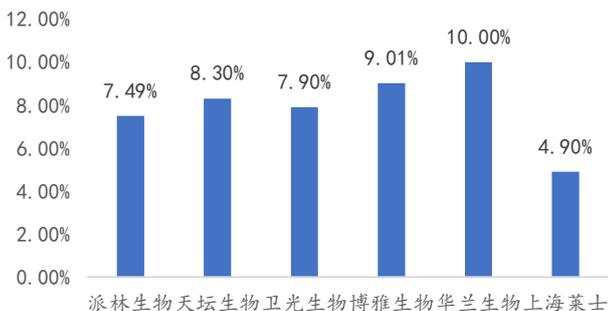
图表 22 2024 年 H1 国内外企业浆站数量 (个)



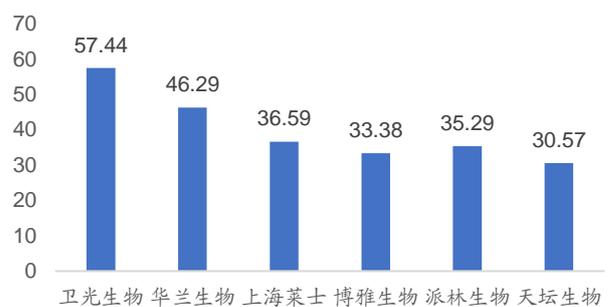
资料来源：公司年报，华安证券研究所

**新实控人的加入有望助力公司降本增效，迈入发展新阶段。**截至 2024 年上半年，派林生物的管理费用率达 7.49%，略超过可比公司的水平。较高的管理费用率主要源自于两家子公司广东双林和派斯菲科公司分开运营，导致管理人员较多。未来，随着陕煤集团成为实际控制人，公司整体管理效率有望提升，管理费用率有望降低。同时，提高管理效率还有助于增加单站采浆量。公司计划推进浆站智能化系统的升级改造，建立统一的标准化流程，从而促进管理质量和效率的提升。此外，公司也有望利用其大型国企背景持续加强宣传工作，营造尊重、支持和献浆者的社会氛围。2023 年，派林生物的单站采浆量平均水平为 35.29 吨，低于行业平均水平，未来单站采浆量有望得到持续提升。

图表 23 2024H1 管理费用率 (%)



图表 24 2023 年单站平均采浆量水平 (吨)

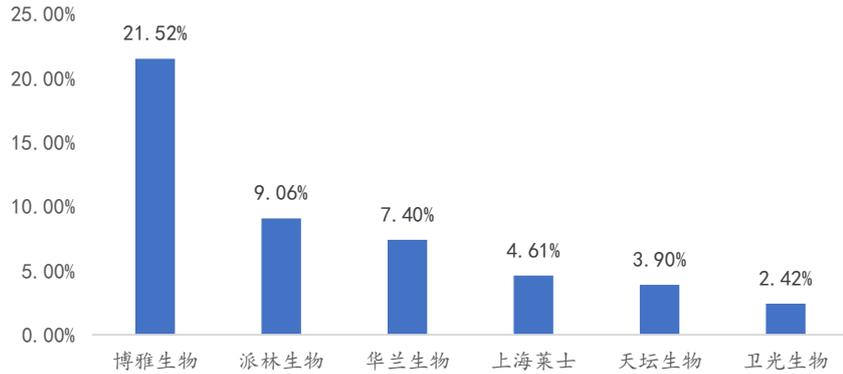


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

陕煤集团有望为公司营销端提供支持。截至 2024 年上半年, 公司销售费用率为 9.06%, 处于行业中部水平。随着陕煤集团的加入, 预计可以通过整合内部资源, 为派林生物的销售端赋能。这意味着提高销售人员的学术推广能力, 并利用资源渠道优势来降低销售费用率。

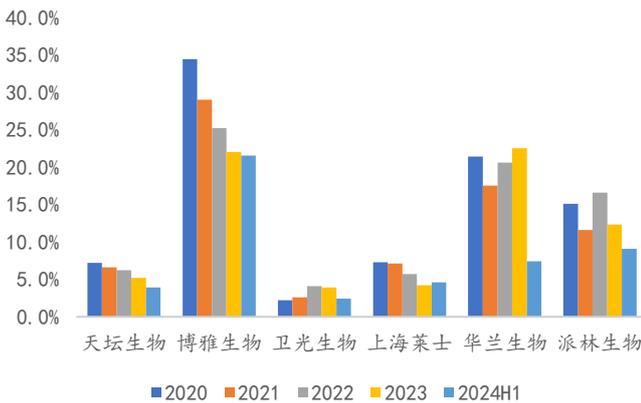
图表 25 2024H1 销售费用率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

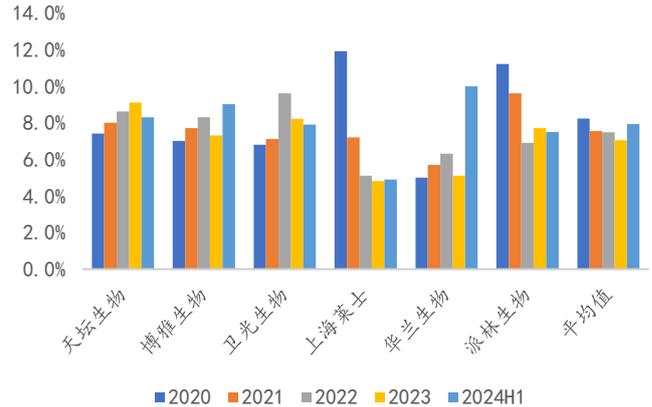
与同行业公司相比, 派林生物在销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、毛利率和净利率等指标上存在一定程度上的优化空间。与天坛生物、博雅生物、卫光生物、上海莱士、华兰生物等公司相比, 派林生物的销售费用率和管理费用率均高于行业平均水平, 而净利率较低于行业平均水平。我们期待公司在国资入主后的新阶段新表现。

图表 26 2020 至 2024H1 销售费用率 (%)



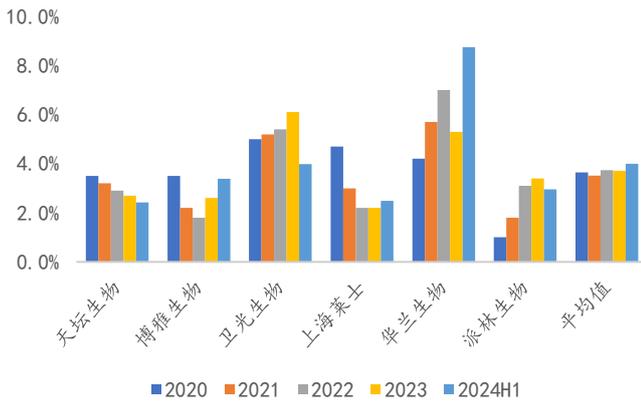
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 2020 至 2024H1 管理费用率 (%)



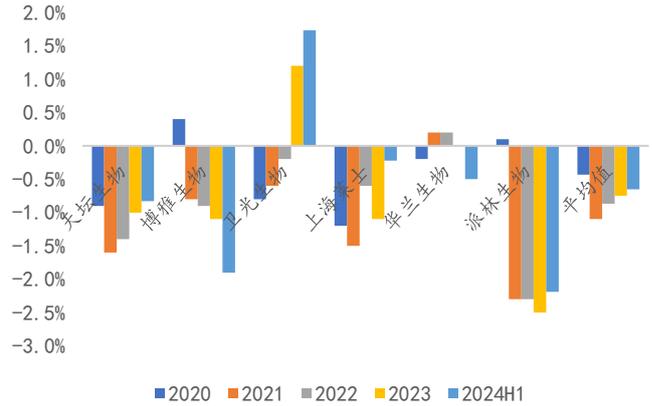
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 2020 至 2024H1 研发费用率 (%)



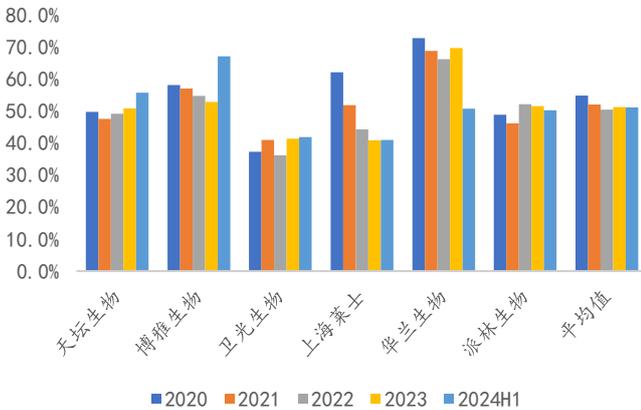
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 2020 至 2024H1 财务费用率 (%)



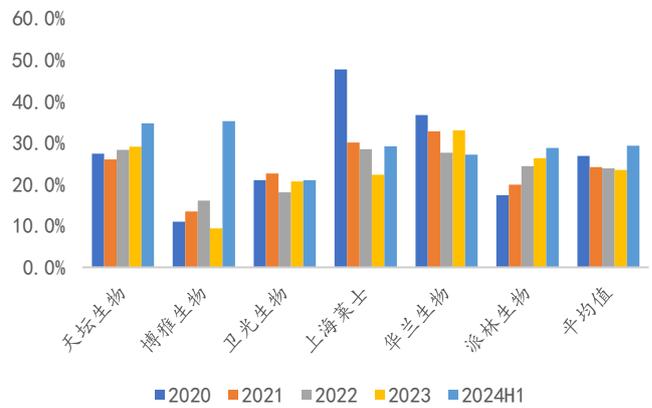
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 2020 至 2024H1 毛利率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 2020 至 2024H1 净利率 (%)

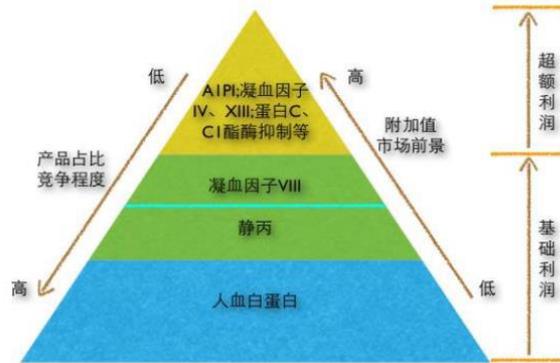


资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.2 出海: 海外市场的拓展有望成为公司第二增长曲线

公司的产品数量与国外大型企业相比仍存在较大的差距, 未来有较大的提升空间。血液中含有超过 150 种蛋白质及因子, 海外血制品企业目前能够利用层析法分离出 20 余种产品, 而公司目前共有 11 种品种的生产能力 (广东双林拥有 3 大类 8 个品种, 派斯菲科拥有 3 大类 9 个品种), 血液资源综合利用水平尚有提升空间。未来在陕煤集团的支持下, 公司研发持续投入、拓展产品种类、收得率持续提升, 盈利能力也有望实现突破。

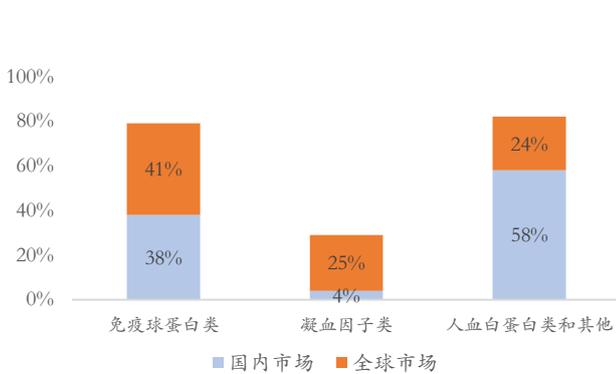
图表 32 血液制品利润比例图



资料来源：卫光生物招股说明书，华安证券研究所

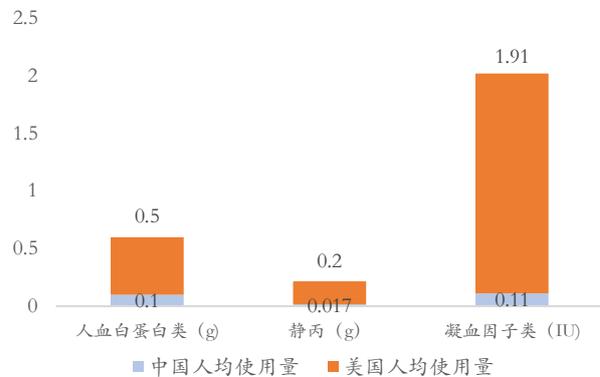
由于国内临床用药习惯和血液制品的认知程度存在较大差异，国内血液制品消费结构与国外市场存在较大差异。中国的免疫球蛋白类和凝血因子类的消费水平远低于美国水平，而这两类产品又属于高毛利产品，国内血制品企业出海的空间广阔。目前公司在研产品进度较快的数量超过 10 个，预计在后期，随着高浓度静丙、人凝血酶复合物、人纤维蛋白原等产品的上市，公司有望持续增加吨浆收入及利润，业绩长期稳健增长可期。

图表 33 国内外血制品市场构成对比



资料来源：中检所，华安证券研究所

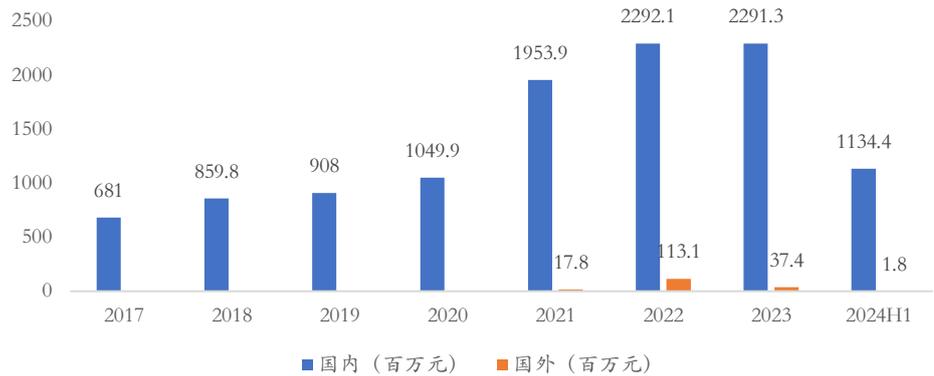
图表 34 中美人均血制品使用量对比



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

出海有望成为新的业绩增长点。公司在 2021 年取得了海外出口的重要突破，静丙产品在东南亚、巴西等国家的紧急使用，为公司开拓了海外市场打下了坚实基础。到了 2022 年，公司已经实现了 1.1 亿元的海外营收，为公司利润端提供更多弹性。未来，公司将充分利用陕煤集团强大的销售网络，积极探索拓展海外市场的机会，产品出口有望成为公司未来的新的增长引擎。同时，公司还将积极借助国家的“一带一路”政策，在海外国家和地区实现产品注册并顺利落地，进一步夯实和扩大海外业务。

图表 35 公司营收结构按地区拆分 (RMB 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.3 内生外延持续拓展, 采浆量增长可期

公司采浆量内生增长具备较大空间。根据公司 2019 年年报的披露, 当年的采浆量首次突破了 400 吨。目前广东双林拥有 13 个独立的采浆站, 其中包括 2 个新建的浆站 (坦洲和鹤山); 另外公司还有 6 个采浆站是在过去 3 年内新开设的, 尚未达到采浆的高峰期, 现有的浆站仍有较大的提升空间。根据双林生物官方数据显示, 宜州浆站每年的采浆量超过 70 吨, 武宣浆站超过 100 吨, 罗城浆站超过 80 吨。这三个浆站每年的采浆量总和约占公司总采浆量的 62.5%。据此估算, 剩余的 8 个已使用的浆站每年的平均采浆量仅约 19 吨。目前国内单浆站的粗略平均值为 38 吨/年, 可见仍存在较大的提升空间。

于 2020 年 6 月, 公司与新疆德源签署了《供浆合作协议》, 根据该协议, 新疆德源将其旗下的 5 个浆站临时转让给广东双林。根据协议的约定, 未来 5 年内, 德源将向公司供应 900 吨血浆, 每年不低于 180 吨, 这将极大地增强公司的原料血浆供应能力。于 2024 年 3 月 11 日, 公司发布与新疆德源签订战略合作补充协议的公告, 在多个方面达成协议。第一, 延长合作期限 2 年, 至 2028 年 6 月 21 日止; 第二, 保证新疆德源 6 个合作浆站不得调减或调换; 第三, 自第五个合作年度起, 若新疆德源供浆量超过 200 吨/年, 则每年超过 200 吨血浆的分, 派林在血浆采购价款基础上增加 7 万元/吨支付给相应浆站, 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, 则再给予专项奖励 500 万元款项给相应浆站。通过激励的方式, 新疆德源有望在原有基础上进一步释放采浆潜力, 公司中长期成长确定性可期。

图表 36 合作浆站情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

新疆德源是新疆地区唯一一家血制品企业，目前在自治区范围内拥有 9 个已建主单采血浆站。根据云南网的报道，自 2019 年 8 月以来，新疆德源相继获批上市人免疫球蛋白和静注人免疫球蛋白 (pH4)。目前，该公司肌注人免疫球蛋白、乙型肝炎免疫球蛋白、破伤风免疫球蛋白、狂犬病免疫球蛋白等产品正在报批中，并计划研发凝血因子 VIII 和 Rh (D) 阴性血型系列产品。新疆德源与双林签订协议的主要原因之一可能是其产品结构较为单一，盈利状况不佳，导致运营资金短缺。

公司与新疆德源的合作被认为是一项战略性举措，将为公司带来多方面的利益和机遇。首先，该合作将直接促进公司的采浆业务发展。新疆德源作为新疆地区唯一的血制品企业，拥有 9 个已建立的主单采血浆站，这将为公司提供大量的血浆资源。据协议约定，新疆德源将每年供应约 180 吨血浆给公司，相当于公司采浆量的 45% 左右。这将显著增加公司的原料血浆供应，并有助于提升公司的生产能力和市场份额。其次，该合作将为公司带来稳定的利息收入。公司向新疆德源提供了 6.4 亿的借款，并按照 9% 的年利率计算利息收益。这将为公司带来持续的现金流入，提高公司的财务稳定性和可持续性发展能力。同时，若在合作年度内，新疆德源未能按时履行供浆义务，导致供应不足，公司将按照协议获得更高利率的补偿，利息率将增至 12%。公司与新疆德源的合作将通过增加血浆供应和提供稳定的利息收入，为公司的发展注入新的动力和活力，有助于加强公司在血制品市场的竞争力。

图表 37 双林与新疆德源合作情况梳理

披露时间	签署协议	合作内容	合作进展
2020.5	《关于浆站拓展的合作框架协议》、《原料血浆供需协议》、《单采血浆质量责任书》	新疆德源下属五个浆站临时设置给广东双林，并向其提供血浆	双林已支付德源 4000 万诚意金。德源已开始向双林供浆
2020.6	《供浆合作协议》	双方约定合作细则，5 年内德源每年向双林供浆不得低于 180 吨 (包括延长的合作年度)，且每半个合作年度合作浆站合计向双林供应的合格血浆浆量不得低于 90 吨。	双林已向共管账户支付 1.8 亿元合作押金。供浆行为按协议履行。
2020.12	《战略合作协议》	1. 加快四个已取得建设批复尚未建设的分站。 2. 未来共建德源其他已取得建设批复尚未建设的浆站。 3. 双林向德源提供 6.4 亿元资金借款 (包括上述的 4000 万和 1.8 亿)。	仍在沟通协商过程中。
2024.3	《战略合作协议之补充协议二》	1. 延长合作期限 2 年，至 2028 年 6 月 21 日止。 2. 保证新疆德源的合作浆站不得调减或调换。 3. 自第五个合作年度起，依据新疆德源不同的年供浆量实施专项奖励，通过阶梯式激励进一步释放采浆潜力。	董事会通过议案，同意公司与新疆德源等相关主体签订本补充协议

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

考虑到公司战略整合后新实控人对公司的赋能，存量浆站的持续爬坡以及储备浆站的陆续开采，我们认为公司未来在采浆量、吨浆收入等方面都有望实现较快速的增长。

**图表 38 公司盈利预测**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>2,328.72</b>	<b>2905.14</b>	<b>3378.54</b>	<b>3822.51</b>
总营收 yoy%	-3.18%	24.75%	16.30%	13.14%
其中：血液制品				
收入	2,324.33	2898.80	3372.20	3816.17
yoy%	-2.97%	24.72%	16.33%	13.17%
毛利	1,197.80	1507.37	1770.41	2022.57
yoy%	-4.09%	25.85%	17.45%	14.24%
其中：其他业务				
收入	4.40	6.34	6.34	6.34
yoy%	-54.12%	0%	0%	0%
毛利	1.05	4.69	4.69	4.69
yoy%	-78.66%	346.82%	0.00%	0.00%

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

## 4.2 投资建议

血制品具有资源属性，行业进入壁垒高、监管严格，终端产品需求持续偏紧，行业长期发展空间广阔。从国内市场看，血制品行业玩家数量固定，近年来并购重组频发，行业未来集中度提升趋势显著，未来，拥有更强资源禀赋、更丰富浆站资源、更强大议价能力等优势的公司将有望保持领先地位。

公司通过战略重组、外延合作等途径持续扩展浆站数量和采浆量，2023 年公司采浆量超 1200 吨，24H1 采浆量约 700 吨，实现稳定增长。2023 年公司完成股权变更，陕西省国资委成为公司实控人，有望为公司进一步赋能。此外，公司在东南亚、中东、南美等国家实现血制品出口销售，其中核心产品为静丙。我们认为出海为公司长期发展的新增长点，未来随着公司采浆量的持续提升和在不同国家地区注册的持续推进，公司海外营收占比有望进一步增加。我们预计公司 2024-2026 年将实现营业总收入 29.05/33.79/38.23 亿元人民币（同比+24.8%/16.3%/13.1%）；将实现归母净利润 7.65/9.09/10.58 亿元（同比+25.0%/18.8%/16.3%）。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示：

采浆量不及预期：公司目前有 4 个浆站已建设完成等待验收，若不能按时验收结束开始采浆，可能出现采浆量不及预期的情况。

行业竞争加剧：血液制品行业集中度日趋提升，未来具备规模优势、产品数量优势的企业将获得更大市场空间，且近年血液制品多次被纳入药品集采，给市场销售带来不确定性，加速血液制品企业分化，市场竞争将进一步加剧。

新品上市不及预期：人凝血酶原复合物 2023 年获批上市，人纤维蛋白原处于上市许可申请阶段，若获批速度、销售推广节奏等不达预期，可能影响公司业绩。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3426	3981	4760	5651	<b>营业收入</b>	2329	2905	3379	3823
现金	1429	1639	2109	2717	营业成本	1130	1393	1603	1795
应收账款	584	832	962	1069	营业税金及附加	22	23	27	31
其他应收款	16	24	28	32	销售费用	286	291	331	363
预付账款	27	42	48	54	管理费用	180	227	264	298
存货	909	973	1135	1294	财务费用	-58	21	21	22
其他流动资产	461	471	478	485	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5204	5572	5847	6128	公允价值变动收益	-19	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	0	0	0
固定资产	943	1124	1242	1352	<b>营业利润</b>	695	864	1031	1199
无形资产	213	243	263	287	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动资产	4049	4206	4343	4489	营业外支出	11	5	5	5
<b>资产总计</b>	8630	9553	10607	11778	<b>利润总额</b>	688	862	1029	1197
<b>流动负债</b>	922	1080	1223	1336	所得税	77	96	118	138
短期借款	251	256	277	285	<b>净利润</b>	611	766	910	1059
应付账款	154	196	223	250	少数股东损益	-1	1	1	1
其他流动负债	517	628	724	800	<b>归属母公司净利润</b>	612	765	909	1058
<b>非流动负债</b>	286	282	282	282	EBITDA	796	1031	1208	1390
长期借款	196	196	196	196	EPS (元)	0.84	1.04	1.24	1.44
其他非流动负债	90	86	86	86					
<b>负债合计</b>	1209	1362	1506	1618					
少数股东权益	-7	-6	-5	-4					
股本	733	733	733	733					
资本公积	4793	4796	4796	4796					
留存收益	1903	2668	3577	4635					
归属母公司股东权	7429	8197	9107	10165					
<b>负债和股东权益</b>	8630	9553	10607	11778					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	679	738	904	1075
净利润	611	766	910	1059
折旧摊销	146	148	157	171
财务费用	-42	21	21	22
投资损失	-7	0	0	0
营运资金变动	-40	-205	-187	-179
其他经营现金流	662	979	1099	1240
<b>投资活动现金流</b>	-289	-527	-434	-453
资本支出	-376	-541	-454	-473
长期投资	9	20	20	20
其他投资现金流	77	-7	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	38	-2	0	-14
短期借款	-25	5	21	8
长期借款	143	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	14	3	0	0
其他筹资现金流	-95	-10	-21	-22
<b>现金净增加额</b>	428	209	470	608

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.2%	24.8%	16.3%	13.1%
营业利润	4.8%	24.2%	19.3%	16.3%
归属于母公司净利	4.3%	25.0%	18.8%	16.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	51.5%	52.0%	52.5%	53.0%
净利率 (%)	26.3%	26.3%	26.9%	27.7%
ROE (%)	8.2%	9.3%	10.0%	10.4%
ROIC (%)	7.3%	9.0%	9.6%	10.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	14.0%	14.3%	14.2%	13.7%
净负债比率 (%)	16.3%	16.6%	16.5%	15.9%
流动比率	3.72	3.69	3.89	4.23
速动比率	2.70	2.74	2.92	3.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.32	0.34	0.34
应收账款周转率	3.28	4.10	3.77	3.77
应付账款周转率	7.23	7.95	7.65	7.60
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.84	1.04	1.24	1.44
每股经营现金流	0.93	1.01	1.23	1.47
每股净资产	10.13	11.18	12.42	13.87
<b>估值比率</b>				
P/E	32.49	21.86	18.39	15.81
P/B	2.69	2.04	1.84	1.65
EV/EBITDA	23.92	15.14	12.55	10.47

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师:** 陈珈蔚, 医药行业分析师, 负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。