

生物医药 III

派林生物 (000403.SZ)

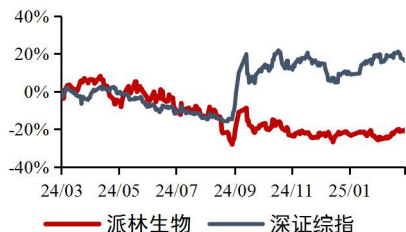
买入-B(首次)

浆站采浆量稳步提升，新品种提供长期增长动力

2025年3月26日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025年3月25日

收盘价(元):	22.00
总股本(亿股):	7.31
流通股本(亿股):	7.27
流通市值(亿元):	159.93

基础数据：2024年9月30日

每股净资产(元):	10.67
每股资本公积(元):	6.54
每股未分配利润(元):	3.01

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

研究助理：

张智勇

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

投资要点：

➢ **外延并购加速血液制品业务成长，盈利显著提升。**公司是拥有广东双林、派斯菲科两家核心子公司的血液制品企业。2018-2023年，公司营收从8.6亿元提升到23.3亿元，CAGR 22.1%；归母净利润从0.8亿元提升到6.1亿元，CAGR 50.2%。2018~2024H1，公司销售费用率从17.0%降低到9.1%，管理费用率从18.2%降低到7.5%。2017-2024H1吨浆利润从6.3万元/吨提升至46.7万元/吨。随着公司丰富血液制品品种提升血浆利用，吨浆利润将持续提升。

➢ **静丙、白蛋白需求旺盛，在研第四代静丙、凝血因子新品种提供长期增长动力。**狂免和破免是公司长期优势产品，2023年公司在静丙、白蛋白国内市场占比6.5%、2.5%，国内进口人血白蛋白占比64.4%，国产替代空间巨大；国内静丙市场扩张及公司新一代静丙后续上市也将持续带动静丙销售放量。公司已展现出良好的凝血因子类产品商业化与研发能力，2023年公司人纤维蛋白原、PCC、人凝血因子VIII分别市占11.9%、3.1%、2.8%，在研人纤维蛋白粘合剂、人凝血酶扩充凝血因子类产品。

➢ **公司采浆量稳步提升，股东陕煤助力陕西省新浆站开拓。**公司2023年投浆量接近900吨，采浆量超1200吨，实现大幅增长。新建鹤山浆站和坦洲浆站即将实现采浆，随着新建浆站陆续采浆以及对新疆德源的激励，广东双林、派斯菲科、新疆德源采浆量将稳步增长。经测算，陕西省有约10家浆站新设潜力，公司借助股东陕煤已在陕西等省份进行新浆站批文申请，预计后续自有批文获批将为采浆量增长提供长期动力。

➢ **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司38个浆站采浆量爬坡带动白蛋白、静丙及凝血因子类产品放量，陕煤入主带来新获浆站批文潜力。暂不考虑可能的批文新浆站，预计公司2024-2026年营收29.1/33.2/38.1亿元，同比24.8%/14.3%/14.7%，归母净利润7.6/8.6/9.8亿元，同比24.8%/13.0%/13.7%，PE为21.1/18.6/16.4倍，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

➢ **风险提示：**国家监管政策趋严超预期风险，原料血浆稀缺供应不足风险，血液制品集采及价格降低超预期风险，新产品研发及重组血液制品替代风险，新增产能不及预期及原料血浆减值风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,405	2,329	2,907	3,322	3,812
YoY(%)	22.0	-3.2	24.8	14.3	14.7
净利润(百万元)	587	612	764	863	981

请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



	YoY(%)	50.1	4.3	24.8	13.0	13.7
毛利率(%)		52.1	51.5	50.8	50.8	50.8
EPS(摊薄/元)		0.80	0.84	1.045	1.180	1.342
ROE(%)		8.6	8.2	9.5	9.9	10.2
P/E(倍)		27.4	26.3	21.1	18.6	16.4
P/B(倍)		2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
净利率(%)		24.4	26.3	26.3	26.0	25.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 广东双林、派斯菲科重组后增长迅猛，公司盈利显著提升.....	6
1.1 广东双林、派斯菲科重组后浆站资源拓展.....	6
1.2 品种不断丰富，吨浆盈利能力稳步提升.....	11
2. 凝血因子类陆续上市，静丙需求旺盛.....	12
2.1 白蛋白国产替代空间巨大，静丙国内外需求旺盛，因子类产品增长可期.....	12
2.2 公司血液制品品种位居行业前列，在研第四代静丙、凝血因子类产品进一步丰富产品种类.....	17
3. 广东双林、派斯菲科、新疆德源采浆量稳步提升，股东陕煤助力陕西省新浆站开拓.....	20
3.1 公司采浆量已达第一梯队，广东双林、派斯菲科、新疆德源采浆量稳步提升.....	20
3.2 陕煤赋能新浆站开拓，内生式增长外延式加速浆站增长.....	24
4. 盈利预测和投资建议.....	26
5. 风险提示.....	28

## 图表目录

图 1： 公司股权结构及主要子公司.....	7
图 2： 公司营收变化情况.....	8
图 3： 公司归母净利润变化情况.....	8
图 4： 全资子公司广东双林收入变化情况.....	9
图 5： 全资子公司派斯菲科营收及净利润变化情况.....	9
图 6： 公司毛利率及净利率变化情况.....	10
图 7： 公司期间费用率变化情况.....	10
图 8： 2023 年公司血液制品主要成本构成.....	10
图 9： 单吨血浆生产成本变化情况.....	10

图 10: 公司吨浆收入变化情况.....	12
图 11: 公司吨浆利润变化情况.....	12
图 12: 中国人血白蛋白市场规模和预测(亿元).....	13
图 13: 2023 年公司人血白蛋白国内份额（按批签发） .....	13
图 14: 2022-2023 年海外主要血液制品企业免疫球蛋白营收情况（亿元） .....	14
图 15: 2022-2023 年国内主要血液制品企业静注免疫球蛋白营收情况（亿元） .....	14
图 16: 2023 年公司静丙在国内销售量份额（按批签发算） .....	14
图 17: 中国凝血酶原复合物批签发（次）变化情况.....	15
图 18: 2023 年公司凝血酶原复合物国内份额（按批签发） .....	15
图 19: 2023 年公司纤维蛋白原国内份额（按批签发） .....	15
图 20: 2014-2030E 中国血友病用药市场.....	16
图 21: 2023 年公司凝血 VIII 因子国内份额（按批签发） .....	16
图 22: 静注静丙 10%和 5%有着相似的血清浓度.....	19
图 23: 静丙 10%平均输注时间低于静丙 5%.....	19
图 24: 海外血液制品板块营收规模变化情况.....	20
图 25: 中国血液制品板块营收规模变化情况.....	20
图 26: 2023 年国内上市血液企业采浆量（吨） .....	21
图 27: 2023 年国内外主要上市血液制品企业浆站数量（个） .....	21
图 28: 公司各年浆站变化情况.....	22
图 29: 公司采浆量变化情况.....	22
图 30: 陕煤集团股权结构图及组织结构图.....	24
图 31: 陕煤集团营收变化情况.....	25
图 32: 陕煤集团归母净利润变化情况.....	25



表 1: 近年公司并购重组、股份变化及股东变化等情况梳理.....	6
表 2: 公司与新疆德源的合作情况.....	7
表 3: 公司主要血液制品产品.....	11
表 4: 血液制品上市公司主要产品情况.....	17
表 5: 公司主要在研新产品.....	18
表 6: 四代层析静丙和三代静丙比较.....	18
表 7: 公司浆站设立、合并及合作情况.....	22
表 8: 公司获批浆站及采浆量情况.....	24
表 9: 陕西省采浆量容量测算.....	25
表 10: 公司营收预测.....	27
表 11: 公司相对估值表.....	27

## 1. 广东双林、派斯菲科重组后增长迅猛，公司盈利显著提升

### 1.1 广东双林、派斯菲科重组后浆站资源拓展

公司主要从事血液制品的研发、生产和销售，核心企业广东双林是广东省最大的血液制品企业。2021年，公司发行股份购买派斯菲科股份，后者成为公司全资子公司，借此通过外延的方式扩充浆站与牌照资源。

陕西国资委是实控人。2023年公司被陕西国资委旗下的胜帮英豪控股，截至2024年H1，胜帮英豪共计持有公司股份总数的20.97%；西藏浙岩企业管理有限公司持有2.02%，已经将对表决权委托给胜帮英豪；胜帮英豪一致行动人沈和平持有0.11%；胜帮英豪已实际控制公司23.10%股份的表决权，为公司控股股东。

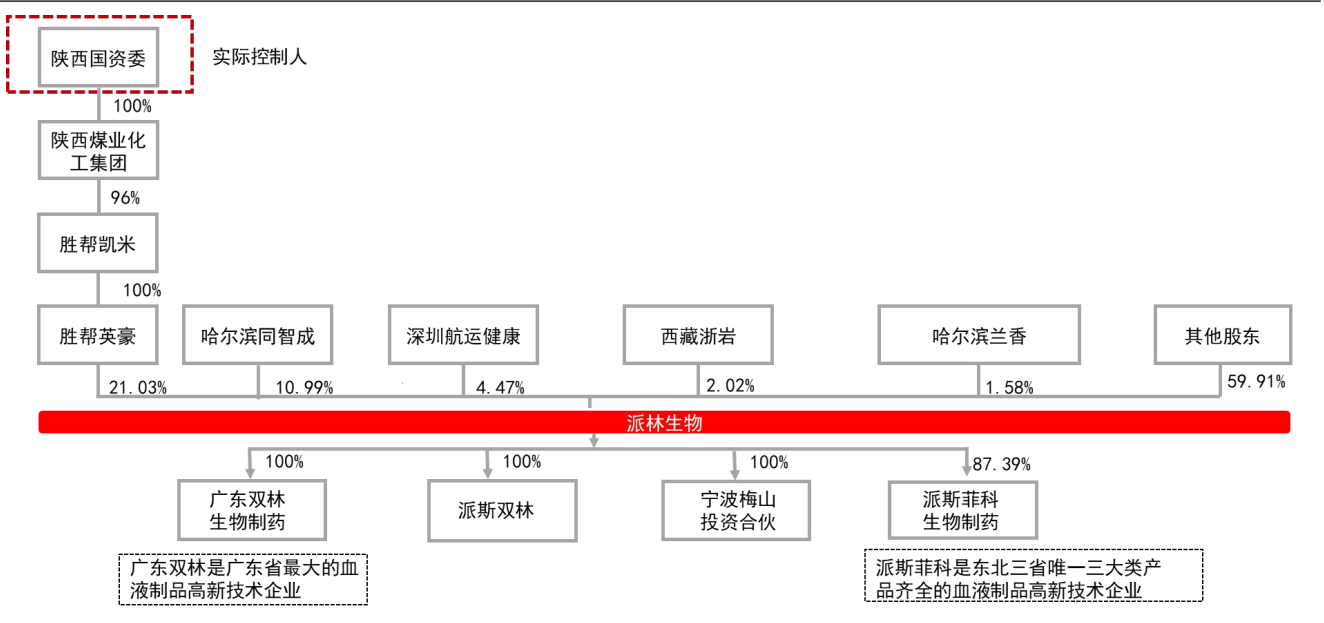
表 1：近年公司并购重组、股份变化及股东变化等情况梳理

日期	控股股东/实控人	事件性质	事件内容
2023年	胜帮英豪/陕西省国资委	控股股东变化	浙民投天弘、浙民投将合计持有的公司20.99%股权转让给胜帮英豪；浙岩投资将其持有的公司2.02%股份对应的表决权委托给胜帮英豪；胜帮英豪控制公司23.01%股份的表决权成为公司控股股东，公司实际控制人将变更为陕西省国资委。
2021年	浙民投及一致行动人/无实际控制人	并购重组	公司通过发行股份购买派斯菲科的股权，公司将直接并通过七度投资间接持有派斯菲科100%股权；同时非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过160,000万元。
2020年	浙民投及一致行动人/无实际控制人	股权激励	激励对象共计41人，首次授予价格为19.61元/股，公司向激励对象授予已发行股本的0.75%；其中预留限制性股票占本激励计划拟授予限制性股票总量的11.46%，约占公司已发行股本总额27,57.7599万股的0.0862%。
2018年	浙民投及一致行动人/无实际控制人	控股股东变化	浙民投通过浙民投天弘自2017年11月3日起向ST生化股东发出部分要约收购；要约收购预定收购的股份数量占ST生化股份总数的27.49%，要约价格为36.00元/股，2018年6月1日浙民投直接或间接持有公司股份29.99%，并完成上市公司控股股东，实际控制人声明及承诺书。

资料来源：《派林生物:关于控股股东签署《股份转让协议》暨实际控制人拟发生变更的提示性公告》，《派林生物:派斯双林生物制药股份有限公司重大资产重组业绩承诺实现情况说明的审核报告》，《双林生物:关于向激励对象首次授予股票期权与限制性股票的公告》，《ST生化:上市公司控股股东，实际控制人声明及承诺书》，派林生物2020年-2021年年报，《ST生化:振兴生化股份有限公司董事会关于杭州浙民投天弘投资合伙企业（有限合伙）、浙江民营企业联合投资股份有限公司、杭州浙民投实业有限公司要约收购事宜致全体股东的

报告书》，山西证券研究所

图 1：公司股权结构及主要子公司



资料来源：Wind，山西证券研究所

与新疆德源战略合作拓展浆站资源，不断提升供应血浆量。公司通过内生式增长及外延式扩张并举加速发展，2020年6月，公司与新疆德源签订了《供浆合作协议》，与新疆德源达成战略合作。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。2024年公司与新疆德源签订补充协议，延长合作期限，并增加了协议供浆量，有助于进一步提升公司的血浆保有量。

表 2：公司与新疆德源的合作情况

日期	合约内容
2020年	本公司及本公司子公司广东双林与新疆德源、新疆德源下属五家浆站及新疆德源实际控制人吕献忠签订了《关于



日期	合约内容
11月30日	浆站开拓的合作框架协议书》、《供浆合作协议》、《战略合作协议》。新疆德源承诺自《供浆合作协议》生效后的五个合作年度，每年由合作浆站向广东双林供应不低于180吨的合格血浆。本公司将向新疆德源提供一项金额不超过人民币6.4亿元，年利率为9%的分期付息、合作期限到期一次还本的融资安排，同时，合作协议约定自新疆德源应自取得5.2亿借款之日的一年届满之日起，每十二个月还本不低于5000万元的借款本金，2021年3月新疆德源的借款达到这一标准，自2022年3月起每12个月应还不低于5000万元本金
2021年2月25日	新疆德源实际控制人吕献忠将新疆德源51%股权出质给公司，作为新疆德源在战略合作协议下还款义务以及新疆德源和合作浆站在战略合作协议项下其他义务的履约担保。相关担保手续已经办理完成并取得了由乌鲁木齐高新技术产业开发区市场监督管理局出具的《股权出质设立登记通知书》。
2021年11月18日	本公司及本公司子公司广东双林与新疆德源、吕献忠、及新疆德源下属六家浆站签订《战略合作协议之补充协议》。根据该协议新疆德源将下属六家浆站80%的股权转让给公司子公司广东双林，待双方担保合作期限届满后，广东双林按时按原价将上述六家浆站的股权转让给新疆德源或其指定的主体。协议同时约定，合作期限内该六家浆站经营期间产生的盈利和亏损均由新疆德源享有或承担。本公司将上述出资款列示于其他非流动资产。
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。根据该协议，双方约定删除《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止修改为八个合作年度届满之日止，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。

资料来源：公司2024年半年报，山西证券研究所

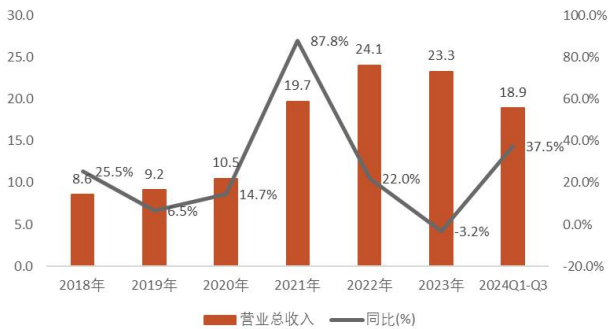
**公司业绩持续增长，盈利能力显著提升。**公司是国内血制品行业中血浆综合利用率较高、品种齐全、结构合理的企业之一。通过内生与外延并举，公司实现了跨越式发展，2018-2023年，营收从8.6亿元提升到23.3亿元，CAGR 22.05%；归母净利润从0.8亿元提升到6.1亿元。CAGR 50.2%。

分拆看，2018-2023年，子公司广东双林营收从8.6亿元提升到14.6亿元，CAGR 11.2%，净利润从0.80亿元提升到2.94亿元，CAGR 29.7%。自2021年2月1日起派斯菲科纳入公司合并报表范围，2021年-2023年，派斯菲科营收从6.5亿元提升到8.6亿元，CAGR 15.3%，净利润从1.1亿元提升至2.9亿元，CAGR 65.20%。

图 2：公司营收变化情况

图 3：公司归母净利润变化情况





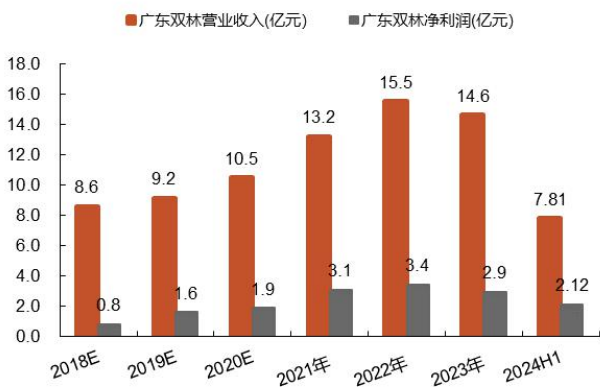
资料来源：Wind，公司 2021 年年报，山西证券研究所（2021 年 1 月 19 日，派斯菲科完成工商过户，成为公司全资子公司，自 2021 年 2 月 1 日起纳入合并报表范围，下文涉及不再附注）

图 4：全资子公司广东双林收入变化情况

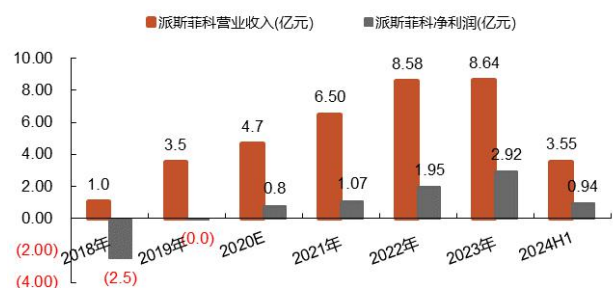


资料来源：Wind，公司 2021 年年报，山西证券研究所（2021 年 1 月 19 日，派斯菲科完成工商过户，成为公司全资子公司，自 2021 年 2 月 1 日起纳入合并报表范围，下文涉及不再附注）

图 5：全资子公司派斯菲科营收及净利润变化情况



资料来源：公司 2021 年-2024 年半年报，Wind，山西证券研究所（广东双林 2018-2020 营收与净利润近似公司营收与净利润）

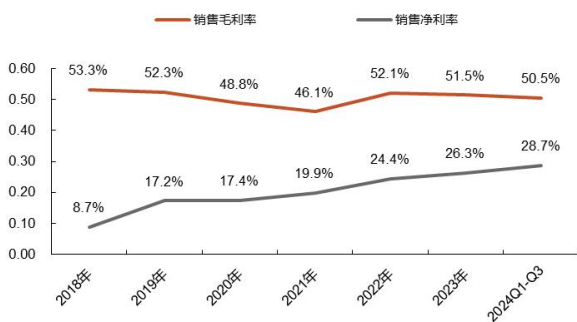


资料来源：公司 2021 年-2024 年半年报，《双林生物：国泰君安证券股份有限公司关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易之独立财务顾问报告(修订稿)》，山西证券研究所

吨浆成本下降，销售净利率持续提升。随着销售规模的扩大，派林生物单吨血浆生产成本从 2018 年的 100.3 万元/吨，降低到 2023 年的 92.8 万元/吨。公司研发费用率、管理费用率、

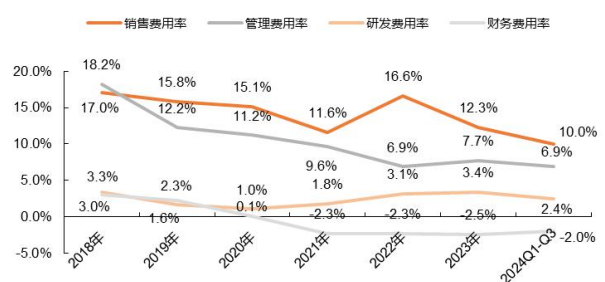
财务费用率管理已见成效，2018年~2024年前三季度，公司销售费用率从17.0%降低到10.0%，未来预计会稳定在较低水平。同期，管理费用率从18.2%降低到6.9%，财务费用率从3.0%降低到-2.0%。综合因素作用下，销售净利率稳步提升，2018年~2024年前三季度，公司净利率从8.7%提升至28.7%。

图 6：公司毛利率及净利率变化情况



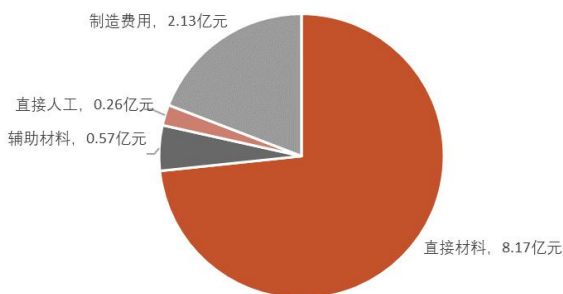
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：公司期间费用率变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：2023 年公司血液制品主要成本构成



资料来源：公司 2023 年年报，山西证券研究所

图 9：单吨血浆生产成本变化情况



资料来源：派林生物 18-23 年年报，山西证券研究所  
(当年单吨成本=血液制品主要成本/当年采浆量)

## 1.2 品种不断丰富，吨浆盈利能力稳步提升

公司血液制品品种数目达到 11 个。广东双林拥有人血白蛋白等 3 大类 8 个品种，派斯菲科拥有 3 大类 9 个品种，合计品种数量达到 11 个，合并冻干剂型，为 10 个品种。双方部分产品形成互补，使公司的品种总数在同行业可比公司中排名前列。

表 3：公司主要血液制品产品

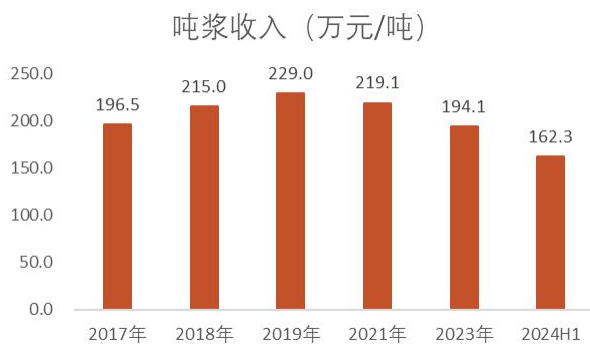
产品	所属子公司	产品用途
人血白蛋白	广东双林、派斯菲科	①失血创伤、烧伤引起的休克；②脑水肿及损伤引起的颅压升高；③肝硬化及肾病引起的水肿或腹水；④低蛋白血症的防治；⑤新生儿高胆红素血症；⑥用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症。
静注人免疫球蛋白 (pH4)	广东双林、派斯菲科	①原发性免疫球蛋白缺乏症，如 X 连锁低免疫球蛋白血症，常见变异性免疫缺陷病，免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等；②继发性免疫球蛋白缺陷病，如重症感染、新生儿败血症等；③自身免疫性疾病，如原发性血小板减少性紫癜、川崎病。
人免疫球蛋白	广东双林、派斯菲科	主要用于预防麻疹和传染性肝炎。若与抗生素合并使用，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	广东双林、派斯菲科	主要用于乙型肝炎的预防，适用于：①乙型肝炎表面抗原 (HBsAg) 阳性母亲所生的婴儿；②意外感染的人群；③与乙型肝炎患者或乙型肝炎病毒携带者密切接触。
破伤风人免疫球蛋白	广东双林、派斯菲科	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	广东双林、派斯菲科	主要用于被狂犬或其他疯动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。所有怀疑有狂犬病暴露的病人应联合使用狂犬病疫苗和狂犬病人免疫球蛋白。如果病人接种过狂犬病疫苗并且具有足够的抗狂犬病抗体滴度，可再次接种疫苗而不使用本品。
人凝血因子 VIII	广东双林	本品对缺乏人凝血因子 VIII 所致的凝血机能障碍具有纠正作用，主要用于防治血友病 A 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。
人纤维蛋白原	派斯菲科	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)	派斯菲科	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)	派斯菲科	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	广东双林	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

产品	所属子公司	产品用途
		子 II、VII、IX、X 缺乏导致的出血症状。

资料来源：公司 2023 年年报，山西证券研究所

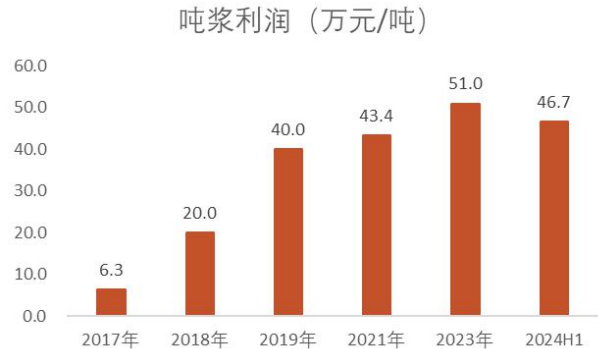
公司吨浆收入有所降低，产能限制血浆转化。2017~2024H1，公司吨浆收入在 162.3 万元/吨-229.0 万元/吨之间，吨浆利润从 6.3 万元/吨提升至 46.7 万元/吨。受到血浆投浆产能限制及血浆转化为血液制品周期较长，部分当年新采集血浆未转化为血液制品产品并取得销售收入，因此当采浆量高速增长，按采浆量计算的吨浆收入会因为销售的滞后性有所下降。随着公司产能建设的结束，新产能投产将有助于生产周期的缩短，提升吨浆收入和吨浆利润。

图 10：公司吨浆收入变化情况



资料来源：Wind，公司 2017、2018、2019、2021、2023 年报，2024H1 半年报，山西证券研究所（公式：吨浆收入=当年总收入/当年采浆量）

图 11：公司吨浆利润变化情况



资料来源：Wind，公司 2017、2018、2019、2021、2023 年报，2024H1 半年报，山西证券研究所（公式：吨浆利润=当年归母净利润/当年采浆量）

## 2. 凝血因子类陆续上市，静丙需求旺盛

### 2.1 白蛋白国产替代空间巨大，静丙国内外需求旺盛，因子类产品增长可期

人血白蛋白市场为进口产品主导，国产替代机会显著。根据弗若斯特沙利文数据，随着

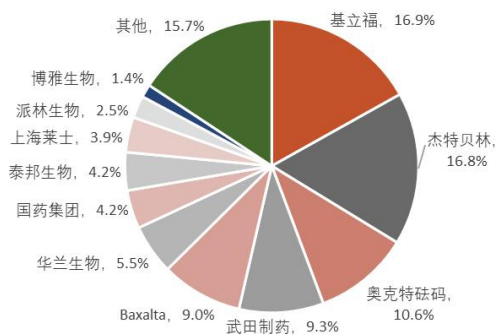
人血白蛋白批签发的增长, 2023 年中国人血白蛋白药用市场规模达到 361 亿元, 预计到 2025 年市场将达到 425 亿元。由于临床用药习惯和对血液制品的认知程度不同, 国内外消费结构差异明显, 我国血液制品产品消费结构以人血白蛋白为主。根据中检院及各检验所批签发数据, 2023 年进口人血白蛋白占比 65.2%, 进口依赖严重。2023 年公司人血白蛋白市占率 2.5%。随着采浆量的增长和产能的提升, 公司有望在进口替代中占据较大的份额, 并有望带来人血白蛋白收入的增长。

图 12: 中国人血白蛋白市场规模和预测(亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文《植物源蛋白药物市场行业研究报告》, 山西证券研究所

图 13: 2023 年公司人血白蛋白国内份额 (按批签发)

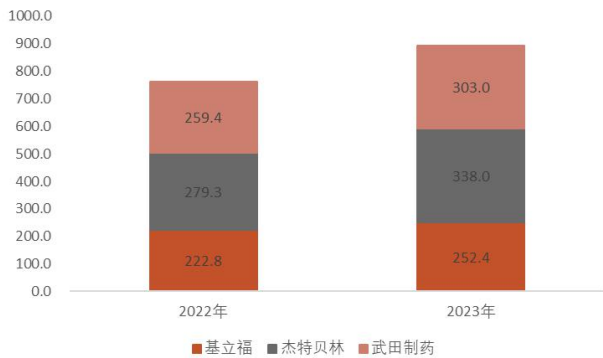


资料来源: 中检院及各检验所, 山西证券研究所

2023 年免疫球蛋白市场快速增长, 公司静注免疫球蛋白 (静丙) 已有较好的市占基础。国际市场免疫球蛋白产品应用最为广泛, 未来随着国内免疫球蛋白类普及, 适应症的逐步拓展, 免疫球蛋白将成为行业未来增长的驱动力。2023 年海外主要血液制品企业免疫球蛋白营收 876.6 亿元 (+16.7%), 2023 年国内主要血液制品企业静注免疫球蛋白营收 57.9 亿元 (+19.2%)。根据中检院及各检验所数据, 2023 年公司静丙国内市占率约 6.5%, 有良好的市场基础。未来随着产能的提升, 市占率也有巨大的提升潜力。同时, 公司在东南亚、南美洲及中东部分国家实现静丙等多种产品海外出口销售, 并且完成巴基斯坦法规注册, 有助于年度经营目标达成。

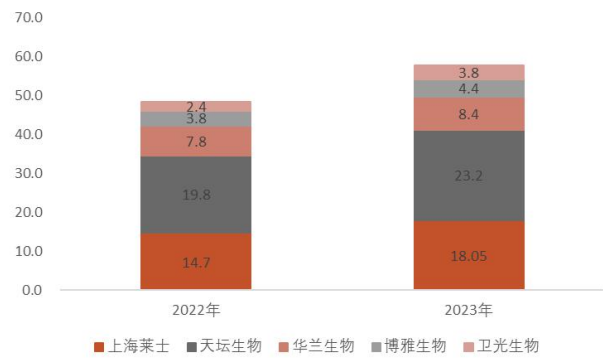


图 14：2022-2023 年海外主要血液制品企业免疫球蛋白营收情况（亿元）



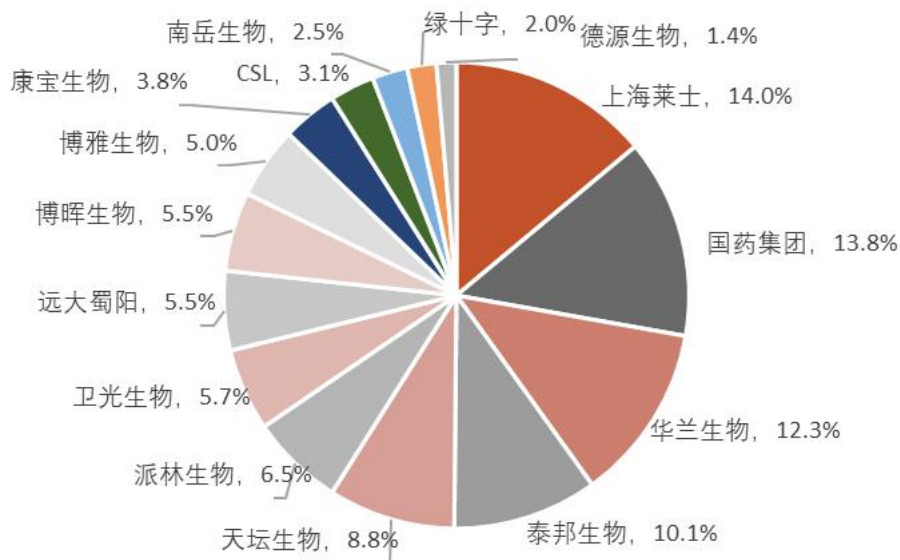
资料来源：武田(takeda)2024 年报, 基立福(grifols)2023 年年报, 杰特贝林(CSL)2023 年报, 山西证券研究所（美元、欧元、日元兑人民币汇率选择 Wind 2024 年 7.31 日数据）

图 15：2022-2023 年国内主要血液制品企业静注免疫球蛋白营收情况（亿元）



资料来源：天坛生物、华兰生物、博雅生物、卫光生物、上海莱士 2023 年年报, 山西证券研究所

图 16：2023 年公司静丙在国内销售量份额（按批签发算）

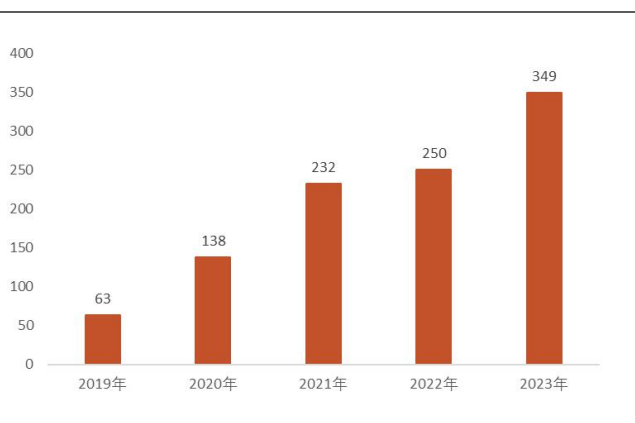


资料来源：中检院及各检验所, 山西证券研究所



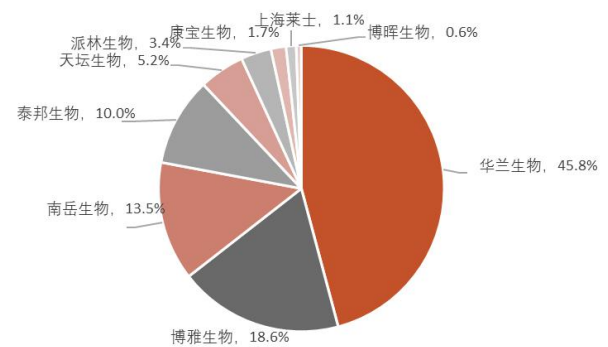
**PCC、纤原市占率位居前列，纤原仍有增长空间。**公司 PCC（凝血酶原复合物）、纤原（纤维蛋白原）产品保持国内市场领先地位，根据中检院及各检验所批签发数据统计，2019~2023 年公司 PCC 批签发稳步增长，2023 年公司 PCC 市场份额达到 3.1%。2023 年公司纤维蛋白原市占领先，国内市场占比 11.9%。纤维蛋白原目前主要用于治疗手术出血，长期来看对出血预防的应用有望带来纤维蛋白原市场持续扩容。

图 17：中国凝血酶原复合物批签发（次）变化情况



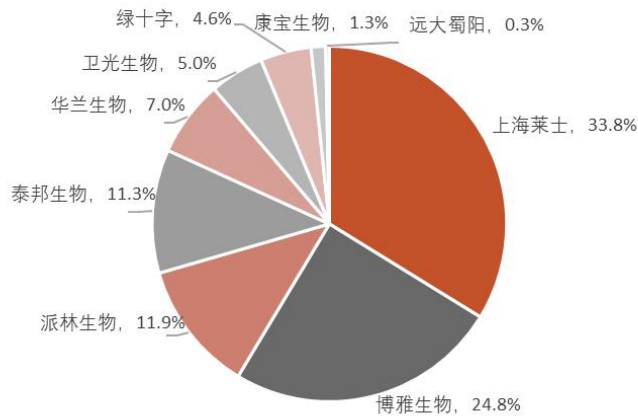
资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

图 18：2023 年公司凝血酶原复合物国内份额（按批签发）



资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

图 19：2023 年公司纤维蛋白原国内份额（按批签发）



资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

我国血友病用药市场持续增长，公司新品凝血VIII因子已初步放量。血友病是出血性疾病的主要类型，凝血VIII因子主要用于防治血友病治疗，根据弗若斯特沙利文《中国血友病药物行业市场研究报告》数据，预计2023年中国血友病用药市场达到55.2亿人民币，2030年达到141.0亿元，年复合增长率14.3%。2023年公司凝血VIII因子国内市场份额占比2.8%。未来随着学术推广的深入，不断提高凝血因子类产品覆盖率和渗透率，人凝血因子VIII市场份额有望得到进一步提升。

图 20：2014-2030E 中国血友病用药市场

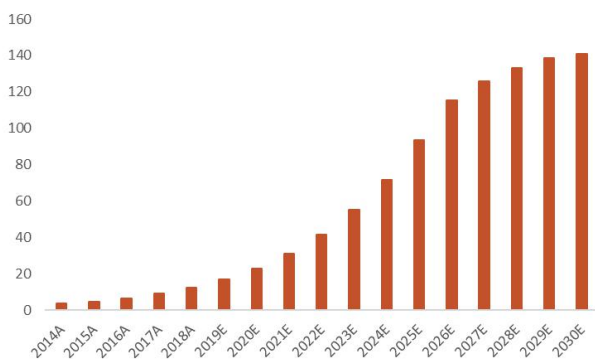
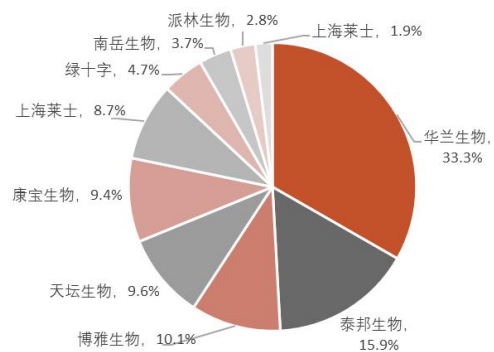


图 21：2023 年公司凝血VIII因子国内份额（按批签发）



资料来源：弗若斯特沙利文《中国血友病药物行业市场研究报告》，山西证券研究所

资料来源：中检院及各检验所，山西证券研究所

## 2.2 公司血液制品品种位居行业前列，在研第四代静丙、凝血因子类产品进一步丰富产品种类

公司产品数量位居行业前列。包括包含冻干剂型及新上市的新一代静丙，我国血液制品企业一般能够分离 10 多种产品，公司产品数量目前位居行业第四。

表 4：血液制品上市公司主要产品情况

产品种类	产品名称	天坛生物	上海莱士	华兰生物	博雅生物	卫光生物	派林生物
白蛋白类	人血白蛋白（含冻干剂型）	√	√	√	√	√	√
免疫球蛋白类	静丙（静注人免疫球蛋白）（含冻干剂型）	√	√	√	√	√	√
	人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
	乙肝人免疫球蛋白	√	√	√	√		√
	静注乙肝人免疫球蛋白	√					√
	冻干静注乙肝人免疫球蛋白	√					
	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	√				√	
凝血因子类	人纤维蛋白原	√	√	√	√	√	√
	人纤维蛋白粘合剂/纤维蛋白胶		√	√			
	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√	√
	人凝血酶		√	√			
	人凝血因子Ⅷ	√	√	√	√	√	√
产品数量		12	11	11	8	9	10

资料来源：天坛生物、华兰生物、上海莱士、博雅生物、卫光生物、派林生物 2024 年半年报，山西证券研究所

公司布局新一代静丙、凝血因子类产品，其中四代静丙安全性良好，住院时间明显缩短。公司在研的新品种包括第四代静丙及纤维蛋白粘合剂、人凝血因子 IX 等凝血因子类产品。四代层析静丙相比于国内 5%浓度的传统三代静丙，在蛋白纯化、病毒灭活、产品配方等方面更优，临床使用更加安全高效。输注四代层析静丙单次输注时间明显缩短，住院时间明显缩短，住院期间导致不良反应的风险因素显著减少。药代动力学分析表明静丙 10%和 5%在 28 天给药间隔下具有生物等效性。静丙 10%制剂在儿童和成人受试者中安全且耐受性良好，未来第四代静丙的上市有望提升公司在静丙领域的销售规模。

表 5：公司主要在研新产品

所属子公司	主要研发项目名称	项目进展
广东双林	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
	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（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

资料来源：2023 年年报，山西证券研究所

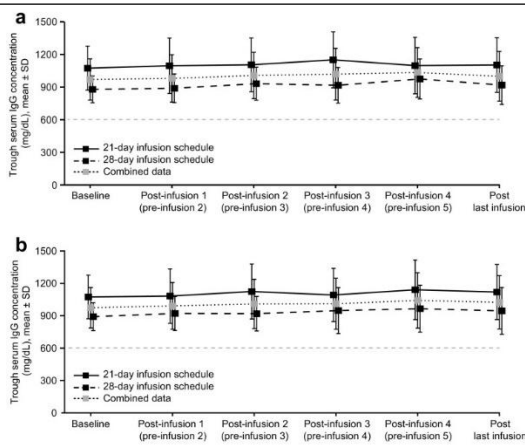
表 6：四代层析静丙和三代静丙比较

	传统三代静丙（5%浓度）	四代层析静丙（10%浓度）
原发性免疫球蛋白 G 缺乏症	首次剂量：400mg/kg;维持剂量:200~400mg/kg; 给药间隔时间视患者血清 IgG 水平和病情而定，一般每月一次	推荐剂量与传统三代静丙相同
原发免疫性血小板减少症	每日 400mg/kg，连续输注 5 日;维持剂量为每次 400mg/kg，间隔时间视血小板计数和病情而定，一般每周一次	每日 1g/kg，连续输注 2 日
重症感染	每日 200~300mg/kg，连续 2~3 日	推荐剂量与传统三代静丙相同
川崎病	每日 400mg/kg，连续 5 日;或者每日 1g/kg，连续 2	发病 10 日内应用,儿童治疗剂量 2.0g/kg,

传统三代静丙（5%浓度）	四代层析静丙（10%浓度）
日;按 2g/kg，一次输注	一次输注

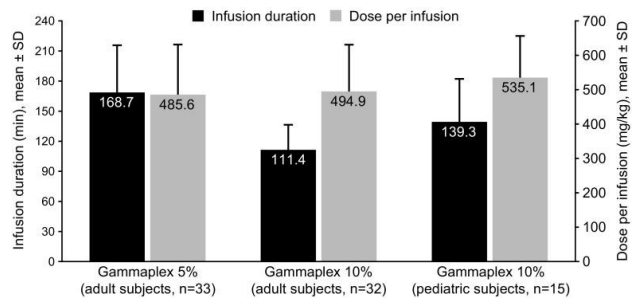
资料来源：中国血液制品，山西证券研究所

图 22：静注静丙 10%和 5%有着相似的血清浓度



资料来源：《Evaluation of the Safety, Tolerability, and Pharmacokinetics of Gammalex® 10% Versus Gammalex® 5% in Subjects with Primary Immunodeficiency》，山西证券研究所

图 23：静丙 10%平均输注时间低于静丙 5%



资料来源：《Evaluation of the Safety, Tolerability, and Pharmacokinetics of Gammalex® 10% Versus Gammalex® 5% in Subjects with Primary Immunodeficiency》，山西证券研究所

注：Gammalex 5%：静丙 5%；Gammalex 10%：静丙 10%

### 3. 广东双林、派斯菲科、新疆德源采浆量稳步提升，股东陕煤助力陕西省新浆站开拓

#### 3.1 公司采浆量已达第一梯队，广东双林、派斯菲科、新疆德源采浆量稳步提升

我国采浆量持续增长，市场规模稳步增长。经过多年的发展，海外主要的血液制品企业营收规模从 2019 年 173 亿美元提升到 2023 年 249.8 亿元，CAGR 9.6%。中国血液制品企业营收规模从 2019 年的 112.2 亿元提升到 2023 年的 207.5 亿元，CAGR 16.6%。2023 年全球采浆量超 6.5 万吨。中国相较欧美国家采取更加严格的血浆采集政策，采浆量相较美国存在明显差距。随着各地“十四五”规划陆续执行，国家加强产业扶持力度，新获批浆站数量明显增加，我国采浆量持续提升。

血液制品行业壁垒极高，公司已跻身千吨级大型血液制品企业。根据派林生物 2023 年年报，CSLBehring、Baxter、Grifols、Octapharma 等几家大型企业的产品占了血液制品市场份额的 80%左右，行业整体呈寡头垄断格局。近年我国血液制品企业通过兼并收购等方式，使血液制品行业集中度不断提升，2023 年公司采浆量超 1200 吨，同比实现大幅增长，进入千吨级血液制品第一梯队。长远来看，参照欧美成熟市场发展趋势，中国血制品行业必将走上政策引导及市场竞争推动下的行业整合之路，公司拥有资源、资金、规模等优势，将受益于血液制品行业集中度提升，血液制品收入规模将进一步提高。

图 24：海外血液制品板块营收规模变化情况

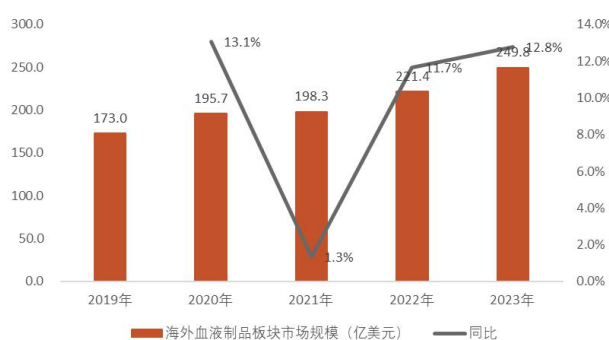


图 25：中国血液制品板块营收规模变化情况





资料来源：Wind，CSL 2019-2023 年年报，OCTPHARMA 2023 年年报，takeda 2019-2023 年年报，山西证券研究所（注：海外血液制品板块市场规模统计包括 grifols、OCTPHARMA、takeda、CSL）

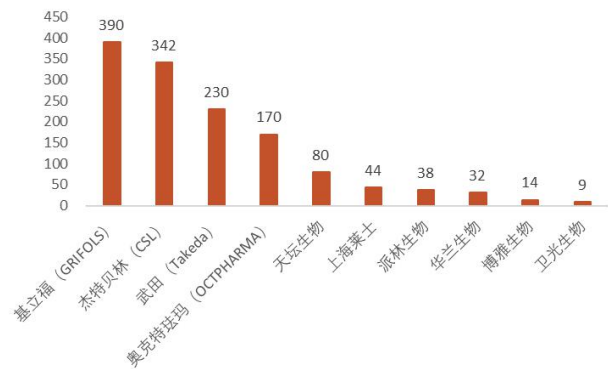
资料来源：Wind，山西证券研究所（注：中国血液制品板块市场规模统计包括天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、卫光生物、博雅生物，上海莱士收入包含代理血液制品的收入）

图 26：2023 年国内上市血液企业采浆量（吨）



资料来源：各公司 2023 年年报，山西证券研究所

图 27：2023 年国内外主要上市血液制品企业浆站数量（个）

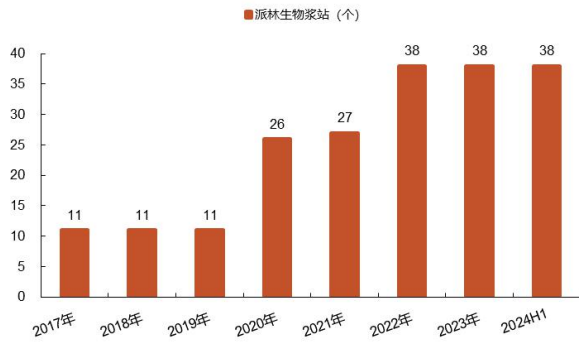


资料来源：各公司 2023 年年报，山西证券研究所

**公司内生与外延并举，提升原料血浆采集规模。**公司持续提升广东双林和派斯菲科浆站采浆效率，2024 年上半年陆续完成派斯菲科剩余浆站验收并实现采浆。

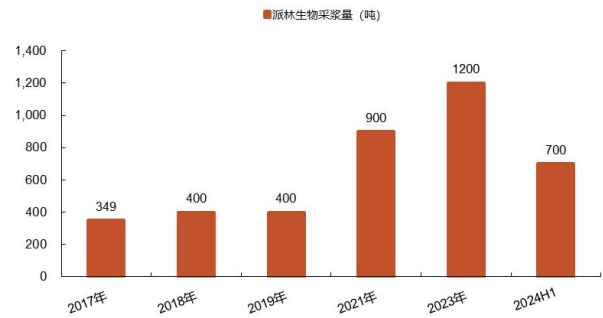
公司浆站数量合计达到 38 个，派斯菲科和新疆德源采浆量恢复。广东双林作为广东省最大的血液制品高新技术企业，广东双林共有 19 个浆站，在采 17 个浆站，鹤山和坦洲浆站已建成待验收，公司已在积极和广东省和湛江市卫健委申请验收，争取尽快完成验收开始采浆；广东双林持续深化与新疆德源战略合作，双方合作期限延长至八年，并通过阶梯式奖励机制不断激励提升采浆规模；派斯菲科作为东北三省唯一三大类产品齐全的血液制品高新技术企业，派斯菲科共有 19 个浆站，在采 17 个浆站，2 个建设验收完成，2025 年在采浆站达到 19 个。派斯菲科和新疆德源均独家覆盖了哈尔滨和新疆采浆区域，两个区域均是单站采浆量水平较高的区域。

图 28：公司各年浆站变化情况



资料来源：公司 2017-2023 年报，2024 年半年报，山西证券研究所（浆站统计包括子公司广东双林、派斯菲科及战略合作的新疆德源）

图 29：公司采浆量变化情况



资料来源：公司 2017、2018、2019、2021、2023 年年报，2024 年半年报，山西证券研究所

表 7：公司浆站设立、合并及合作情况

公司浆站	所属地区	设立日期	2023 年社保人数 (人)	所属地区人口 (人)	地区人口数据统计截至日期
扶绥双林	广西崇左市扶绥县	2007 年	35	40.9	2020 年
临县双林	山西吕梁市临县	2009 年	18	65.5	2025 年
广西罗城双林	广西河池市罗城县（采浆限罗城县和柳城县）	2007 年	46	58.7	2020 年
武宣双林	广西来宾市武宣县	2007 年	66	34.0	2020 年
宜州双林	广西河池市宜州区	2008 年	52	54.9	2020 年
石楼县双林	山西吕梁市石楼县	2010 年	31	9.4	2023 年初
隰县双林	山西临汾市隰县	2011 年	22	9.1	2020 年
和顺县双林	山西晋中市和顺县	2012 年	22	12.2	2020 年
东源双林	广东河源市东源县	2015 年	-	34.8	2020 年
廉江双林	广东湛江市廉江市	2015 年	32	13.6	2020 年
遂溪双林	广东湛江市遂溪县	2015 年	-	82.5	2020 年
鹤山双林	广东江门市鹤山市	2016 年	1	54.3	2024 年初
中山市坦洲双林	广东中山市坦洲镇	2017 年	1	38.2	2020 年
疏勒县昆仑	新疆喀什疏勒县	2015 年	61	35.6	2018 年
新和县昆仑	新疆阿克苏新和县	2016 年	71	19.4	2020 年

公司浆站	所属地区	设立日期	2023年社保人数 (人)	所属地区人口 (人)	地区人口数据统计截至日期
策勒县昆仑	新疆和田策勒县	2015年	39	15.8	2020年
泽普县德源	新疆喀什泽普县	2015年	0	21.5	2020年
昆玉市德源	新疆直辖县级昆玉市	2017年	39	7.1	2023年初
温宿县德源	新疆阿克苏温宿县	2017年	670	26.6	2020年
内江市东兴区派斯菲科	四川内江市东兴区	2016年	36	68.1	2020年
兰西派斯菲科	黑龙江绥化市兰西县	2012年	33	29.9	2023年初
望奎派斯菲科	黑龙江绥化市望奎县	2012年	31	27.6	2023年初
肇州派斯菲科	黑龙江大庆市肇州县	2012年	29	29.7	2023年初
鸡西市东海派斯菲科	黑龙江鸡西市鸡东县	2008年	24	21.2	2020年
宾县派斯菲科	黑龙江哈尔滨市宾县	2007年	39	55.6	2022年末
五常派斯菲科	黑龙江哈尔滨市五常市	2007年	26	86.1	2024年
明水派斯菲科	黑龙江绥化市明水县	2007年	31	19.1	2023年初
伊春派斯菲科	黑龙江伊春市乌翠区	2007年	1	7.2	2020年
海伦派斯菲科	黑龙江绥化市海伦市	2007年	27	48.0	2022年末
庆安县派斯菲科	黑龙江绥化市庆安县	2020年	22	25.1	2023年初
拜泉县派斯菲科	黑龙江齐齐哈尔市拜泉县	2020年	0	27.2	2023年初
依安县派斯菲科	黑龙江齐齐哈尔市依安县	2020年	20	34.3	2023年初
龙江县派斯菲科	黑龙江齐齐哈尔市龙江县	2020年	24	40.2	2023年初
尚志市派斯菲科	黑龙江哈尔滨市尚志市	2020年	0	43.5	2023年初
桦南县派斯菲科	黑龙江佳木斯市桦南县	2020年	0	27.7	2023年初
巴彦县派斯菲科	黑龙江哈尔滨市巴彦县	2020年	25	39.8	2023年初
甘南县派斯菲科	黑龙江齐齐哈尔市甘南县	2020年	18	28.8	2020年
肇东市派斯菲科	黑龙江绥化市肇东市	2020年	-	64.7	2024年初
铁力市派斯菲科	黑龙江伊春市铁力市	2020年	19	22.6	2020年

资料来源：公司2023年年报，《派林生物:派斯双林生物制药股份有限公司关于签订《战略合作协议之补充协议》的公告》，《双林生物:关于签订供浆合作协议的公告》，《派林生物:派斯双林生物制药股份有限公司关于签订《战略合作协议之补充协议》的公告》，红黑人口库，企查查，天眼查，临县人民政府，中山市统计局，鸡西市鸡东县政府，哈尔滨五常市人民政府，哈尔滨市宾县人民政府，铁力市人民政府，山西证券研究所（注：派斯菲科浆站2020年并表，疏勒县昆仑、新和县昆仑、策勒县昆仑、泽普县德源、昆玉市德源2020年并表，温宿县德源2021年并表，五常派斯菲科参保数据为22年数据）

表 8：公司获批浆站及采浆量情况

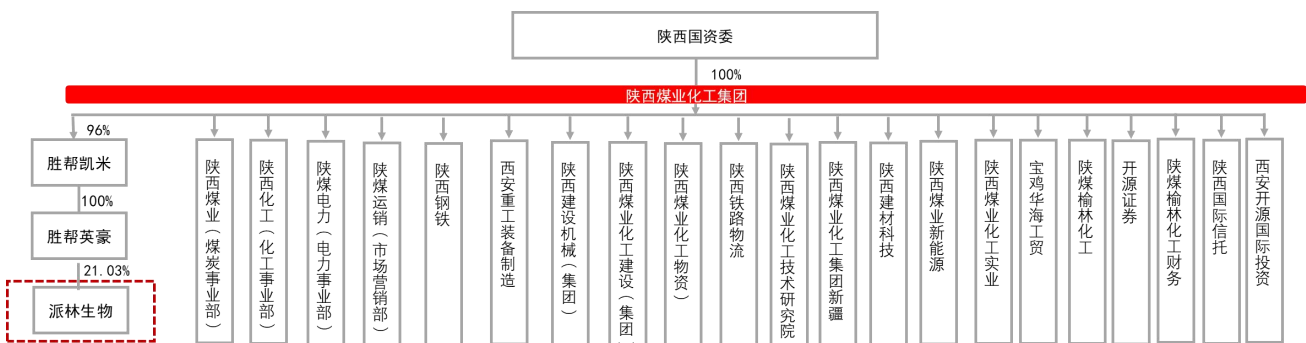
	2017年	2018年	2019年	2021年	2023年
浆站数量（个）	11	11	11	26	38
单站献浆员数量（人/站）	2200	2525	2525	2404	2193
献浆员单次最高献浆量（g）	600	600	600	600	600
献浆员年最高献浆次数	24	24	24	24	24
献浆员最高年献浆量（kg）	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
单浆站平均采浆量（吨/站）	31.7	36.4	36.4	34.6	31.6
总采浆量（吨）	348.54	400	400	900	1200

资料来源：《单采血浆站管理办法》，2017-2023 年公司年报，山西证券研究所

### 3.2 陕煤赋能新浆站开拓，内生式增长外延式加速浆站增长

陕煤集团是陕西省委、省政府为充分发挥陕西煤炭资源优势，从培育发展起来的国有特大型能源化工企业，是省内煤炭大基地开发建设的主体。非煤业务为公司收入的重要补充。根据公司官网，到“十四五”末，实现“18765”总体发展目标，即以 10 万左右产业工人，8000 亿元左右资产总额，力争实现 6000 亿元营业收入，500 亿元利润总额。

图 30：陕煤集团股权结构图及组织结构图



资料来源：Wind，《陕西煤业化工集团有限责任公司 2024 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司

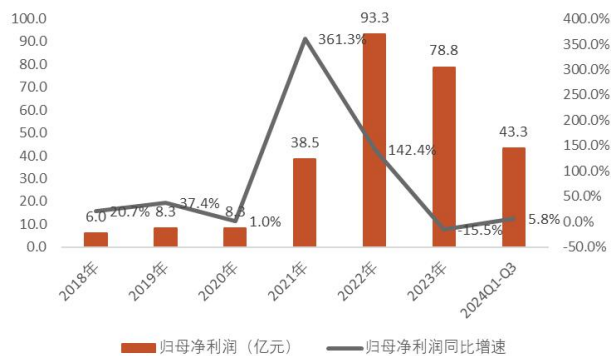
债券（第四期）信用评级报告》，山西证券研究所

图 31：陕煤集团营收变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：陕煤集团归母净利润变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

陕煤集团在陕西产业布局广泛，有望助力公司获得陕西浆站批文。血浆采集和血液制品供应具有地域性，当前在陕西省仅有个位数浆站，本地血液制品外省供应可能受到多种因素扰动，有本地新设浆站保障血浆采集及血液制品供应本省的需求。经过测算，陕西省有约 10 个浆站的新设潜力，理论最大采浆容量在 428.0 吨-599.2 吨之间。血液制品浆站的新设需取得县市、省级批文，新浆站的设置受到省级政府审批的限制，新浆站的设置具有较高的进入壁垒。公司是陕西省国资委实际控制的大型血液制品企业，同时控股股东陕煤集团是陕西省大型国企，在陕西拥有良好的地方产业资源，陕煤对非煤业务加强投入。公司拥有新设浆站在陕西省新设浆站的先发优势和股东背景优势，截止目前公司已经在部分区域获得了县级和市级批文，公司借助陕西国资委和陕煤在陕西的产业布局，有望取得陕西省省级批件获得新浆站。

表 9：陕西省采浆量容量测算

假设乐观等级	1	2	3	4	5
假设陕西省最大浆站密度（站/县）	0.1	0.11	0.12	0.13	0.14

假设乐观等级	1	2	3	4	5
陕西省县区数量（个）	107	107	107	107	107
假设陕西最大浆站数量	10.7	11.8	12.8	13.9	15.0
假设单站采浆量(吨/站)	40	40	40	40	40
陕西省理论采浆量容量（吨）	428.0	470.8	513.6	556.4	599.2

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网《单采血浆站管理办法》，《陕西统计年鉴》陕西省统计局，山西证券研究所

## 4. 盈利预测和投资建议

血液制品企业规模取决于浆站数量及单站血浆采集规模，公司拥有 38 个浆站，2024 年在采 34 个，4 个新建浆站 2024-2025 年陆续验收，预计随着 4 个新浆站的采浆开采，公司在采浆站从 34 个提升到 38 个，将带动公司整体浆站采浆量提升。广东双林、派斯菲科、新疆德源的浆站采浆量持续爬坡，投浆量增长带动国内白蛋白、静丙及凝血因子类新产品增长，满足国内需求后，公司静丙等产品出海将带来海外市场的增长。陕煤入主后，有望帮助公司获得更多的浆站批文以及外延并购机会。

公司对老浆站加大采浆力度，已获批浆站也将陆续投产，2024~2026 年采浆量进入较高速增长阶段。暂不考虑未来可能新获批的浆站，随着采浆量提升，静丙、白蛋白等产品销售稳步提高，预计公司 2024-2026 年营收 29.1/33.2/38.1 亿元，同比 24.8%/14.3%/14.7%。

核心假设如下：

1) **广东双林收入**：子公司广东双林共有 19 个浆站，在采 17 个浆站，鹤山和坦洲浆站已建成待验收，随着广东双林自身已有浆站及新疆德源来源浆站产能持续爬坡，广东双林采浆量及营收将稳步提升。预计 2024~2026 年广东双林收入分别为 18.3 亿元/20.5 亿元/23.2 亿元，同比增长 24.7%/12.1%/13.3%。

2) **派斯菲科收入**：子公司派斯菲科共有 19 个浆站，2024 年在采 17 个浆站，2 个新建浆站已经验收，2025 年在采浆站达到 19 个。派斯菲科独家覆盖了哈尔滨采浆区域，通过常年宣传教育等工作，监管部门支持和献浆文化培养较好，疫情放开后恢复至正常水平，采浆量有望稳步提升，带来派斯菲科营收稳步提升。预计 2024~2026 年派斯菲科收入分别为 10.8 亿元/12.7 亿元/14.9 亿元，同比增长 25.0%/18.0%/17.0%。



表 10：公司营收预测

单位：亿元	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
营业收入	24.1	23.3	29.1	33.2	38.1
yoy	22.0%	-3.2%	24.8%	14.3%	14.7%
毛利率	52.1%	51.5%	50.8%	50.8%	50.8%
毛利润	12.5	12.0	14.8	16.9	19.3
血液制品	24.0	23.2	29.1	33.2	38.1
yoy	21.8%	-3.0%	25.1%	14.3%	14.7%
广东双林收入	15.53	14.65	18.3	20.5	23.2
yoy	17.5%	-5.7%	24.7%	12.1%	13.3%
派斯菲科收入	8.58	8.64	10.8	12.7	14.9
yoy	32.0%	0.7%	25.0%	18.0%	17.0%

资料来源：Wind，山西证券研究所

预计公司 2024-2026 年公司归母净利润 7.6/8.6/9.8 亿元，同比 24.8%/13.0%/13.7%，PE 为 21.1/18.6/16.4 倍，首次覆盖，给予“买入-B”评级。我们选取公司主要业务血液制品的可比公司卫光生物、博雅生物、天坛生物、上海莱士、华兰生物进行比较，目前公司估值水平低于行业平均水平。

表 11：公司相对估值表

公司名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（X）				市值	CAGR 24-26	
		2023 年	2024E	2025E	2026E	2023 年	2024E	2025E	2026E			
卫光生物	002880.SZ	27.3	1.0	1.1	1.3	1.5	36.4	25.1	21.5	18.4	61.9	15.5%
博雅生物	300294.SZ	27.2	0.5	1.1	1.3	1.4	71.5	38.5	23.9	21.3	137.0	42.1%
天坛生物	600161.SH	20.2	0.7	0.8	0.8	1.0	45.9	26.2	24.8	21.1	400.0	12.7%
上海莱士	002252.SZ	6.9	0.3	0.4	0.4	0.4	29.9	19.9	17.4	15.5	458.0	17.7%
华兰生物	002007.SZ	16.1	0.8	0.8	0.9	1.0	27.3	21.5	18.3	15.9	293.9	7.6%
平均值								26.2	21.2	18.4		19.1%
派林生物	000403.SZ	22.0	0.84	1.0	1.2	1.3	26.3	21.1	18.6	16.4	160.8	17.1%

资料来源：Wind，山西证券研究所（数据截至 2025/3/25 日，派林生物 EPS 为山西证券预测，其它公司为 Wind 一致预期）

## 5. 风险提示

**国家监管政策趋严超预期风险：**血液制品是国家重点监管的行业，国家对企业的监管程度较高。鉴于血液制品的特殊性和极高安全性要求，我国对血液制品实行全流程严格监管，对单采血浆站审批设立及管理、原料血浆采集、血浆检疫期制度及质量检测、血液制品生产和产品批签发上市销售等均有严格的监管限制，近年国家为进一步加强及规范管理，陆续颁布了新药品管理法及《单采血浆站基本标准（2021年版）》《单采血浆站质量管理规范（2022年版）》等法规及规范性文件，同时国家对医药企业信息化建设的战略部署使得血液制品生产企业的信息化、智能化成为大势所趋。如果公司不能适应日益严格的监管环境，可能会发生生产经营的波动。

**原料血浆稀缺供应不足风险：**血液制品的原材料为健康人血浆，通过单采血浆站采浆区域户籍内符合法规年龄要求的健康居民向单采血浆站献浆获得，只能提取，无法通过传统药品的合成等工艺技术获得，且原料血浆资源具有稀缺性，相较欧美国家我国允许的采浆频次较低、每次可采集的血浆量较少。随着社会及市场对血液制品认知度大幅提高，市场需求高景气度，企业也面临原料供应不足的风险。

**血液制品被集采及降价超预期风险：**血液制品使用场景主要是医院内使用，因此可能受到公立医药药品集采等政策影响，如果血液制品进行集采，可能导致血液制品大幅降价，从而带来销售下滑风险。

**新产品研发及重组血液制品替代风险：**生物制药行业是创新型行业，产品创新度越高失败的风险越大，且新产品研发成功并产业化后仍存在能否符合市场需求的风险，具有周期长、投入大、风险高的特点。目前重组产品开发仍主要集中在凝血因子领域，当前来看基因重组技术作为行业补充，近年重组产品研发逐渐增多，将可能进一步加剧行业竞争和经营风险

**新增产能不及预期及原料血浆大量库存和减值风险：**血液制品行业生产包括原料血浆采集、血浆检疫期制度及质量检测、血液制品生产和产品批签发上市销售，近年公司原料血浆持续增长，但存在产能受限、投浆不足的情况，公司存在新增产能过慢导致原料血浆大量库存及减值风险。

**市场竞争加剧风险：**目前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，呈现强者恒强的局面，市场竞争将进一步加剧。如果公司不能持续提升能力，占据竞争优势，有可能丧失市场份额，影响业绩。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3047	3426	4141	4525	5331
现金	1001	1429	1683	1923	2206
应收票据及应收账款	873	593	861	888	1173
预付账款	58	27	46	49	60
存货	624	909	1033	1187	1361
其他流动资产	491	468	518	479	532
<b>非流动资产</b>	4935	5204	5632	5771	5857
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	874	943	1385	1557	1662
无形资产	273	280	302	328	357
其他非流动资产	3789	3981	3945	3886	3838
<b>资产总计</b>	7982	8630	9773	10297	11188
<b>流动负债</b>	959	922	1490	1337	1435
短期借款	275	251	537	445	271
应付票据及应付账款	158	154	213	242	280
其他流动负债	526	517	740	651	883
<b>非流动负债</b>	162	286	247	208	169
长期借款	53	196	157	118	78
其他非流动负债	109	90	90	90	90
<b>负债合计</b>	1121	1209	1737	1545	1603
少数股东权益	-6	-7	-10	-11	-12
股本	732	733	733	733	733
资本公积	4779	4793	4793	4793	4793
留存收益	1392	1946	2532	3195	3950
归属母公司股东权益	6868	7429	8046	8762	9597
<b>负债和股东权益</b>	7982	8630	9773	10297	11188

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	524	679	631	762	874
净利润	588	611	761	862	980
折旧摊销	122	138	138	184	218
财务费用	-55	-58	-58	-56	-64
投资损失	-3	-7	-4	-4	-5
营运资金变动	-143	-42	-192	-205	-251
其他经营现金流	15	37	-15	-19	-5
<b>投资活动现金流</b>	-556	-289	-547	-301	-294
<b>筹资活动现金流</b>	148	38	-117	-129	-122
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.84	1.04	1.18	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.93	0.86	1.04	1.19
每股净资产(最新摊薄)	9.39	10.16	11.01	11.99	13.13

**利润表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2405	2329	2907	3322	3812
营业成本	1151	1130	1432	1636	1877
营业税金及附加	17	22	22	26	30
营业费用	400	286	343	392	442
管理费用	165	180	224	256	294
研发费用	75	80	102	116	133
财务费用	-55	-58	-58	-56	-64
资产减值损失	-12	3	0	0	0
公允价值变动收益	5	-19	15	19	5
投资净收益	3	7	4	4	5
<b>营业利润</b>	663	695	861	975	1108
营业外收入	3	4	2	2	2
营业外支出	6	11	6	6	7
<b>利润总额</b>	660	688	857	971	1104
所得税	73	77	96	109	124
<b>税后利润</b>	588	611	761	862	980
少数股东损益	1	-1	-3	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	587	612	764	863	981
EBITDA	773	811	978	1136	1285

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	22.0	-3.2	24.8	14.3	14.7
营业利润(%)	44.1	4.8	23.8	13.3	13.7
归属于母公司净利润(%)	50.1	4.3	24.8	13.0	13.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	52.1	51.5	50.8	50.8	50.8
净利率(%)	24.4	26.3	26.3	26.0	25.7
ROE(%)	8.6	8.2	9.5	9.9	10.2
ROIC(%)	8.0	7.5	8.4	9.0	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	14.0	14.0	17.8	15.0	14.3
流动比率	3.2	3.7	2.8	3.4	3.7
速动比率	2.4	2.7	2.0	2.4	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	3.3	3.2	4.0	3.8	3.7
应付账款周转率	7.0	7.2	7.8	7.2	7.2
<b>估值比率</b>					
P/E	27.4	26.3	21.1	18.6	16.4
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.6	18.3	15.1	12.7	10.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

