

内生外延双改善，供给需求齐共振

——血制品行业专题报告

行业投资评级：强大于市

蔡明子（首席分析师）
SAC编号：S1340523110001

中邮证券

2024年1月13日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **静丙等需求长期拓展性转变，临床应用场景逐步拓展，行业扩容提速在即。** 由于我国严格控制浆站数量和血制品生产牌照，采浆量供给每年10%左右增长，属于高壁垒稀缺资源品，因此血制品长期供不应求；疫情期间临床认知度提升、科室应用场景逐步拓展，医生的处方习惯迎来长期趋势性转变，目前临床需求刚性，预计血制品将成为未来2-3年医药景气度最高子板块之一。分产品看，静丙疫情期间被纳入多个版本的临床诊疗指南及专家共识，院内诊疗需求大幅增加，且基本无替代品，使得医院将其作为战略物资进行储备；人源白蛋白产品是我国唯一允许进口的血制品，进口白蛋白占比较高，国产白蛋白需求更旺，有国产替代空间，因子类产品是血友病等罕见病的刚需治疗药物，市场规模及临床应用持续扩展。终端旺盛的需求也激发了血制品企业采浆动力，2024-2025年有望持续反映在业绩中。
- **企业库存消耗叠加用药观念不可逆转变，血制品供需缺口或将持续扩大。** 2023年H1由于终端需求的大幅提升，血制品龙头上市公司及经销渠道库存快速消耗，上游供给侧受制于浆站资源的严格限制。以静丙为例，静丙院内销售额增速约20%，在假设2024-2025年采浆量保持10%的增长前提下，我国血制品行业供需缺口或将持续扩大。目前国内血制品企业院内覆盖仍有限，具备新开浆站能力、采浆量占优势、终端覆盖面广的企业内生外延能力更强，借助院内外覆盖面持续扩大趋势，能够充分享受量价齐升带来的业绩弹性。
- **血制品企业股东资源优化，国资/集体制企业陆续入主，提质增效多维度赋能企业价值增长。** 目前，血制品行业作为存量博弈市场，股东优化有望为企业带来更多的浆站资源，在外延上持续发力，以及在运营管理上多方面改善。2018年国药入主天坛生物带来丰富浆站资源，2021年华润入主博雅生物显著提升盈利能力；2023年陕煤集团、国药集团先后分别入主派林生物、卫光生物，提质增效赋能公司浆站拓展；海尔集团拟入主上海莱士，公司新开浆站能力将得以加强。
- **受益标的：**持续推荐派林生物，建议关注天坛生物、上海莱士、博雅生物、华兰生物、卫光生物。
- **风险提示：**浆站审批不及预期；采浆量不及预期；血制品销售不及预期。

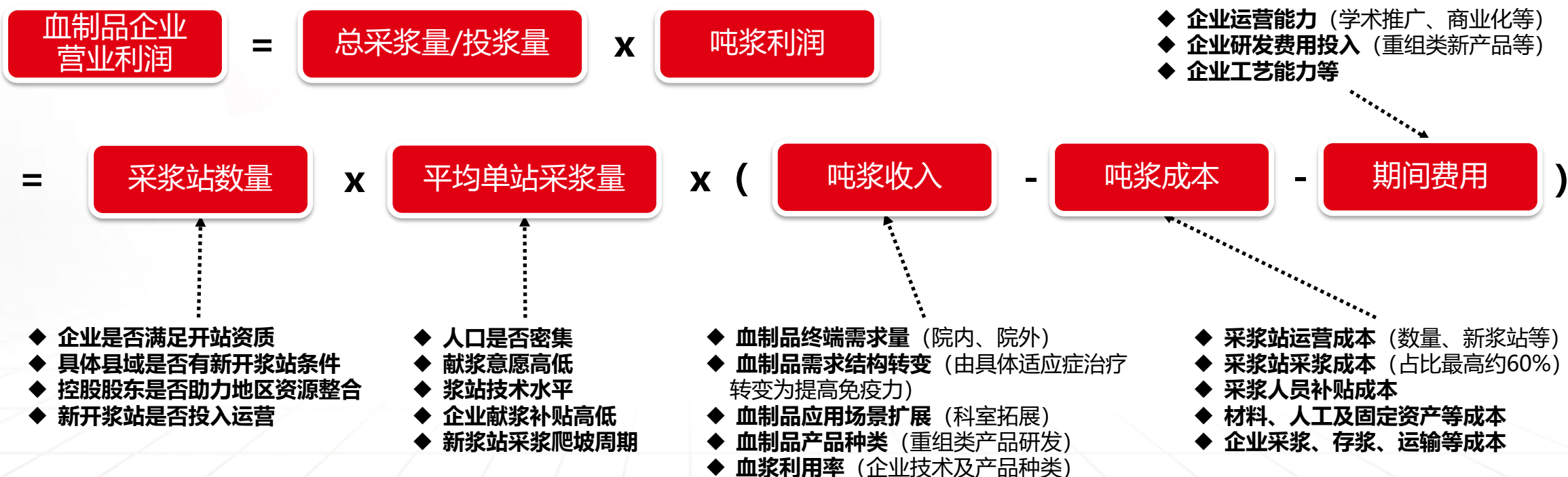
目录

- 一 静丙、白蛋白需求提升是不可逆的产业趋势
- 二 血制品中长期供需缺口或将持续扩大
- 三 选股思路：开浆站能力强、新产品贡献、终端覆盖面广
- 四 受益标的
- 五 风险提示

行业逻辑：采浆量和产品附加值决定企业的盈利状况

- 收入：浆站数*单站采浆量（区域、运营、营销）*吨浆收入（工艺技术、产品结构）
- 利润：收入-成本（运营成本、人员、补贴、运输等）-费用（推广、运营、研发）
- 成本费用：运营能力（管理团队）、销售策略（注重院内还是院外市场）、提取工艺（数量和品种）

图表1：采浆量/投浆量和吨浆利润决定企业的盈利状况



资料来源：中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

行业复盘：终端需求引行业沉浮，国资入主现超额收益

图表2：血制品板块复盘



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（备注：选取血液制品指数 [8841056.WI] 绘制图形，数据截至2023.12.27，各公司价格及指数统一起点为100）

请参阅附注免责声明

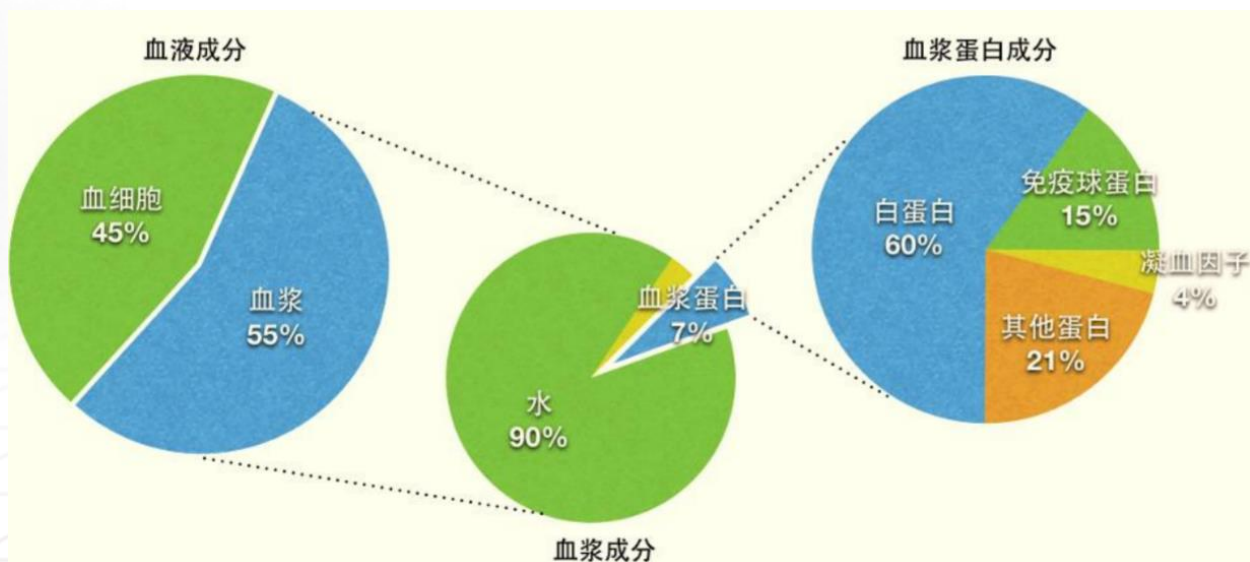


静丙、白蛋白需求提升是不可逆的产业趋势

1.1 血浆蛋白约占血浆的7%，其中白蛋白占比最高

- 人体血液由血浆、红细胞、白细胞和血小板组成，其中血浆约占血液体积的 55%。人血浆中约90%是水，仅有约7%是蛋白质。在蛋白质中约60%为白蛋白、约 15%为免疫球蛋白、约4%为凝血因子类、约21%为其他蛋白成分。
- 血液制品是将血液中不同的蛋白组分分离后制备成的各种产品，针对不同病症的患者使用。血液制品主要有三大类：人血白蛋白、人免疫球蛋白类（静丙）和凝血因子类，其中凝血因子类产品种类最多。其中，人血白蛋白主要用于调节血浆胶体渗透压、扩充血容量，治疗创伤性、出血性休克、严重烧伤及低蛋白血症等；人免疫球蛋白类产品主要用于免疫球蛋白缺乏症、自身免疫性疾病以及各类感染性疾病的预防与治疗；凝血因子类产品用于治疗各种凝血障碍类疾病，是未来新产品开发的重点。

图表3：血液、血浆及血浆蛋白构成示意图



资料来源：卫光生物招股说明书、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表4：血浆蛋白具有丰富的临床应用

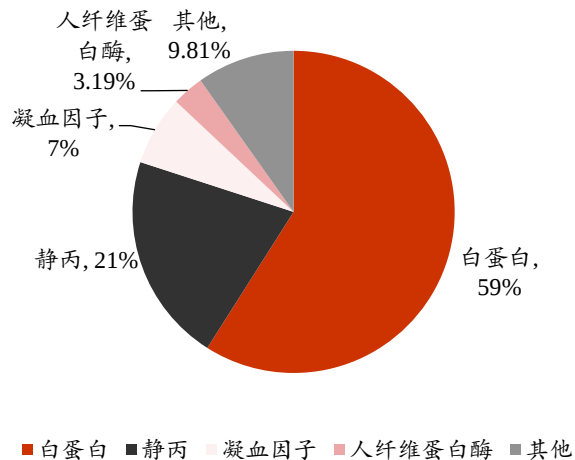


资料来源：卫光生物招股说明书、中邮证券研究所

1.2 我国血制品以白蛋白为主，人均使用量低于海外国家

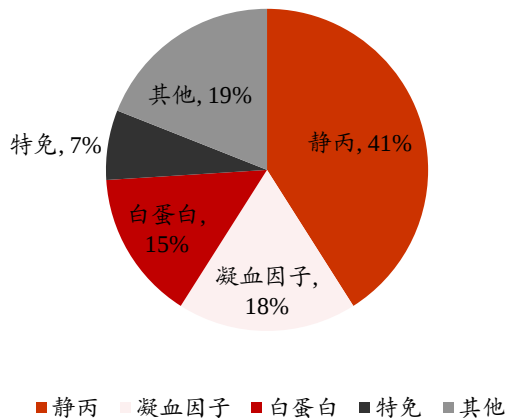
- 根据MRB数据显示，2016年全球血制品销售收入占比最多的是静丙，约占总收入的41%，第二和第三是凝血因子和白蛋白，分别占销售总收入的18%和15%。而我国2020年仍以白蛋白主导血制品市场，在血制品总销售收入中占比达到59%，而静丙和凝血因子分别仅占21%和7%。相较于海外成熟市场，国内市场未来提升空间较大。
- 从全球血制品人均消耗量来看，中国人均血制品消耗量明显低于海外国家。以人血白蛋白为例，中国的人均年消耗量小于0.1g，而美国、加拿大、日本等地区的人均年消耗量达到0.5g。同样，中国的免疫球蛋白以及凝血因子类产品的人均年消耗量均与海外国家有较大差距，临床渗透率仍有待提升。

图表5：中国血制品以人血白蛋白为主



资料来源：MRB、中邮证券研究所

图表6：国际血制品以静丙为主



资料来源：MRB、中邮证券研究所

图表7：中国血制品使用量低于海外国家

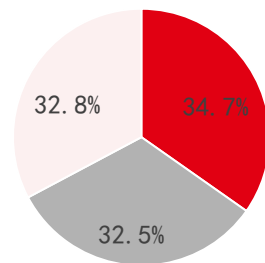
地区	人血白蛋白	免疫球蛋白	凝血因子类产品
美、加、日	0.5g/人/年 需求呈下降趋势	0.04g/人/年 需求呈上升趋势	>5IU 需求稳定
欧洲	0.1-0.3g/人/年 需求呈下降趋势	0.02-0.03g/人/年 需求呈上升趋势	1-3IU 需求上升
中国	<0.1g/人/年 需求呈上升趋势	<0.01g/人/年 需求呈上升趋势	<0.1IU 需求呈上升趋势

资料来源：卫光生物招股说明书、中邮证券研究所

1.3 我国血制品龙头企业核心产品为白蛋白及静丙

- 我国血制品核心上市公司主要包含派林生物、天坛生物、上海莱士、华兰生物、博雅生物和卫光生物。上述后四家上市公司2022年的营收结构中白蛋白和静丙两类血制品占较大份额，各公司白蛋白收入占比分别为34.7%、36.9%、32%、40.9%；静丙收入占比分别为32.5%、28.9%、29.3%和38.1%。由此可见，白蛋白和静丙是我国血制品龙头企业的主要产品。我们认为，未来静丙需求提升是行业不可逆转的大趋势，随着静丙临床应用科室多且刚需、无替代品，加上医院疫情后静丙被视作战略物资储备，静丙产品有望在较长时间内呈现供需两旺状态，实现更长远增长。

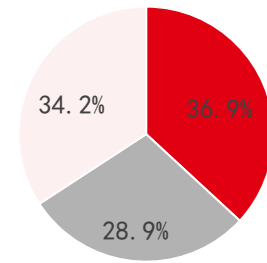
图表8：上海莱士2022年静丙收入占比为32.5%



■ 人血白蛋白 ■ 静注人免疫球蛋白 ■ 其他血液制品

资料来源：公司年报、中邮证券研究所

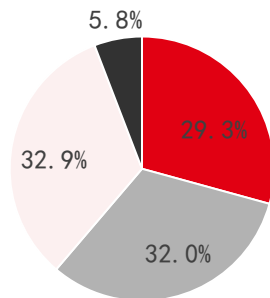
图表9：华兰生物2022年静丙收入占比为28.9%



■ 人血白蛋白 ■ 静注丙球 ■ 其他血液制品

资料来源：公司年报、中邮证券研究所

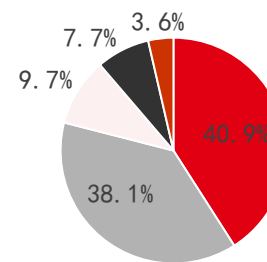
图表10：博雅生物2022年静丙收入占比为29.3%



■ 静注人免疫球蛋白 ■ 人血白蛋白
■ 人纤维蛋白原 ■ 血液制品业务其他

资料来源：公司年报、中邮证券研究所

图表11：卫光生物2022年静丙收入占比38.1%



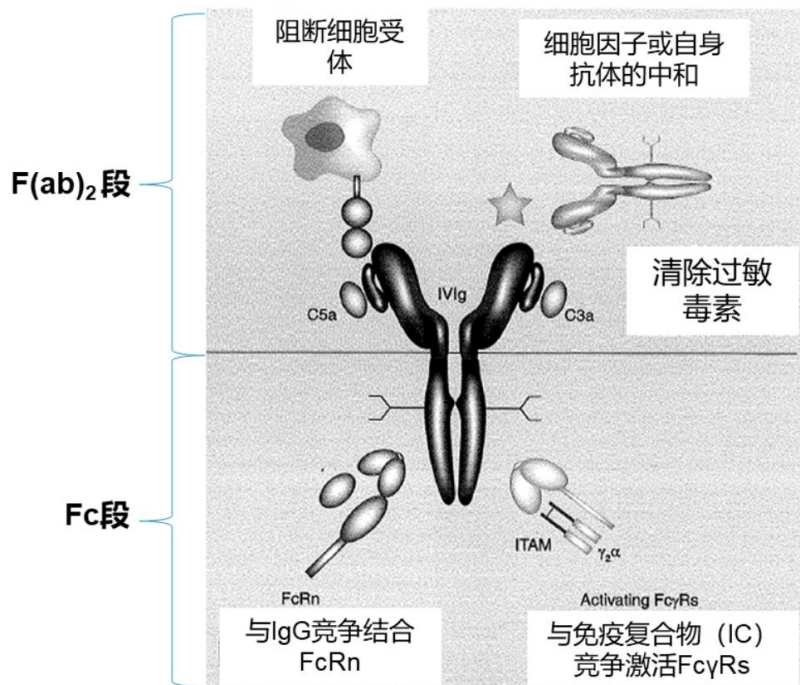
■ 人血白蛋白 ■ 静注人免疫球蛋白
■ 狂犬病人免疫球蛋白 ■ 破伤风人免疫球蛋白
■ 人纤维蛋白原

资料来源：公司年报、中邮证券研究所

1.4 静丙适应症广泛，传统临床应用聚焦血液科室

- 静脉注射人免疫球蛋白又称丙种球蛋白，简称丙球或静丙。目前血浆来源的人免疫球蛋白制剂按照给药途径分为以下两种：肌肉注射人免疫球蛋白（IMIG）和静脉注射人免疫球蛋白（IVIG）。静丙适应症及临床应用十分广泛，传统静丙应用场景为血液科、儿科等，主要用于治疗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。

图表12：静丙化学结构示意图



资料来源：重药集团、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表13：静丙获批适应症及医保范围

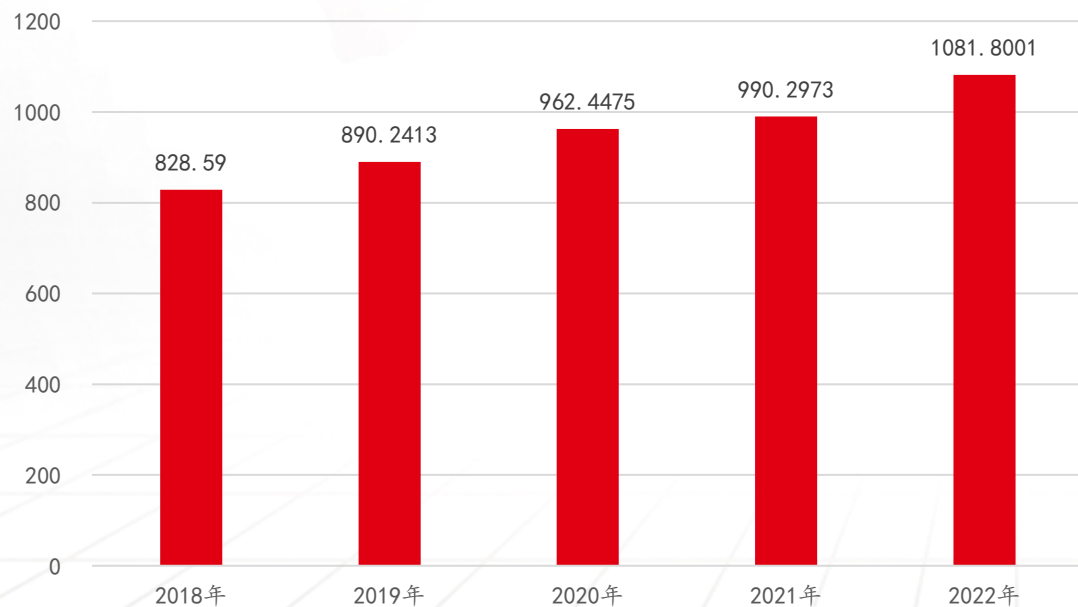
获批适应症	审批机构	科室	备注
原发性免疫缺陷	CFDA、FDA、EMA	血液科	医保目录、说明书适应症
继发性免疫缺陷	CFDA	血液科	说明书适应症
重症感染	CFDA	血液科	说明书适应症
新生儿败血症	CFDA	儿科	医保目录、说明书适应症
婴幼儿毛细支气管炎	CFDA	儿科	说明书适应症
川崎病	CFDA、FDA、EMA	儿科	医保目录、说明书适应症
慢性淋巴细胞白血病	FDA、EMA	血液科	说明书适应症
免疫性血小板减少症	CFDA、FDA、EMA	血液科	医保目录、说明书适应症
骨髓移植	FDA、EMA	血液科	说明书适应症
慢性炎症性多发神经病	FDA	神经科	说明书适应症
多发性运动神经病	FDA、EMA	神经科	说明书适应症
骨髓瘤	EMA	骨科、肿瘤科	说明书适应症
儿童HIV	EMA	儿科	说明书适应症
格林巴利综合征	EMA	神经科	医保目录、说明书适应症
全身型重症肌无力	CFDA	神经科	医保目录、说明书适应症

资料来源：重药集团、中邮证券研究所

1.5 疫情引致医患认知革新，静丙终端需求或持续增长

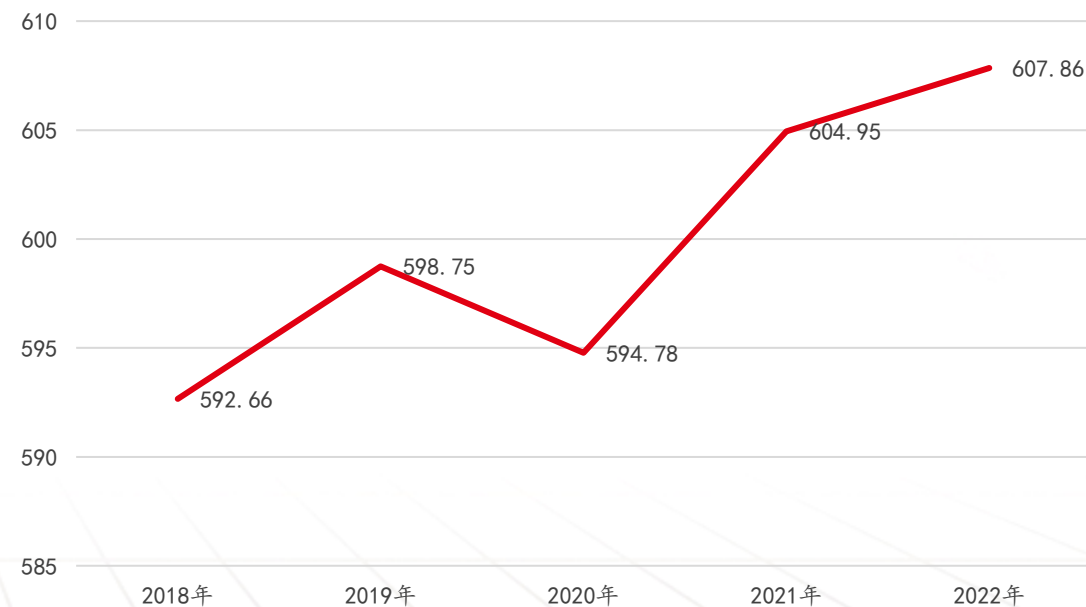
- 疫情革新静丙产品诊疗医患认知观念。新冠疫情中，静丙被纳入多个版本的临床诊疗指南及专家共识，使其被广泛应用于新冠重症患者治疗中，逐步引致医生及患者用药观念革新、认知提升，中长期将带动静丙终端需求增长。根据药智网统计数据，样本医院静丙产品销售量逐年稳步增长，2022年样本医院销量突破1000万瓶；销售单价总体保持增长态势，2021年起突破600元/瓶。
- 总体来看，疫情引致终端需求量及价格齐升趋势显著。此外，静丙属于一种外源性免疫球蛋白，能够一定程度上提高免疫力。未来随着疫情对医患认知的改变，静丙产品有望实现应用场景不断拓宽（脑科、神经科等科室及提高免疫力）、需求有望持续扩张。

图表14：静丙样本医院销售量逐年增长（万瓶）



资料来源：药智网、中邮证券研究所

图表15：静丙样本医院销售价格呈增长趋势（元/瓶）



资料来源：药智网、中邮证券研究所

1.6 静注人免疫球蛋白潜在市场空间超百亿

- 结合公开数据加以测算，假设中国总人口数为14亿人，2023年我国人均静丙使用量约30g/人，静丙终端价约600元/瓶/2.5g。我们采用“各适应症患者人数 * 静丙人均使用量 * 院内平均单价”加总计算得出静丙市场规模天花板约425.30亿元。同时对各适应症终端渗透率进行假设，通过“市场规模天花板*终端渗透率”加总计算得出静丙终端预期销售额超百亿（约129亿元）。

图表16：我国静丙终端潜在销售额测算

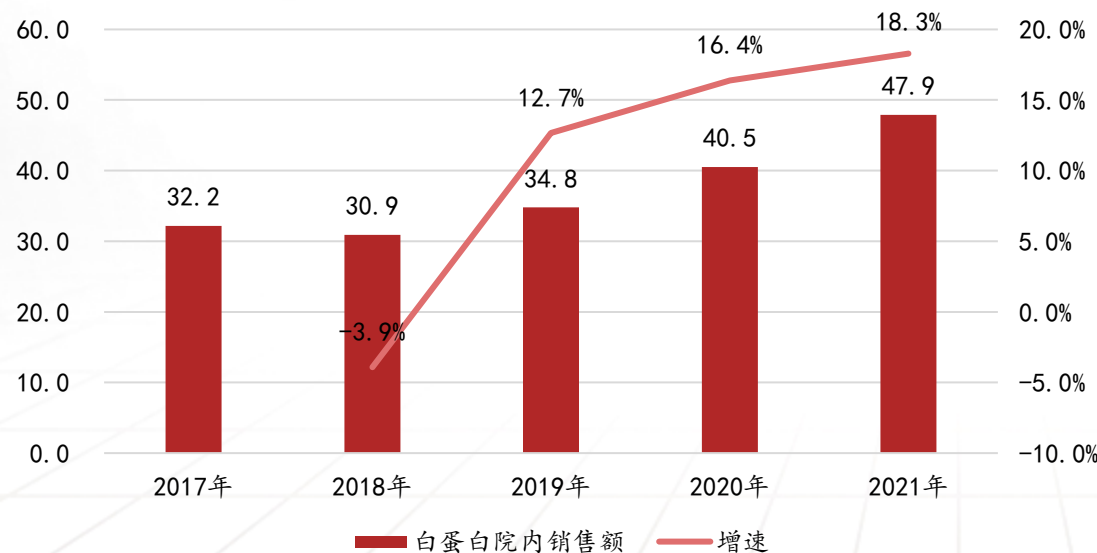
适应症	发病率	患者人数 (万人)	用法	静丙终端预期渗透率	用量 (吨)	市场规模天花板 (亿元)	预期终端销售额 (亿元)
格林巴利综合征	0.66/10万	0.9	(0.4/kg) *4天	50%	0.92	0.65	0.32
慢性格林巴利综合征	2/10万	2.8	(0.4/kg) *5——3个疗程	10%	0.83	2.02	0.20
皮肤炎	2/10万	2.8	(0.4/kg) *5——4个疗程	50%	1.11	2.02	1.01
小儿新发难治性癫痫	19.5万人/年新发	19.5	(0.4/kg) *5天——50%重复一次	80%	9.48	14.04	11.23
全身型重症肌无力	8/10万	11.2	(0.4/kg) *5——2个疗程	50%	2.78	8.06	4.03
小儿急性小脑共济失调	1/10万	1.4	(0.4/kg) *5天	80%	0.56	1.01	0.81
成人重症感染	300/10万	350.3	(0.4/kg) *5天	5%	20.85	252.22	12.61
小儿败血症	0.10%	23.2	(0.5/kg) *5天	90%	0.3	16.70	15.03
新生儿黄疸	11.90%	119	(0.5/kg) *5天	90%	1.2	85.68	77.11
川崎病	2/10万	2.8	(0.4/kg) *5天	80%	1	2.02	1.61
原发性血小板减少性紫癜	10/10万	14	(0.4/kg) *5天——第二周重复	30%	4.17	10.08	3.02
原发性免疫球蛋白缺乏症	0.3万/年新发	0.3	25mg/kg/周——52周	50%	0.04	0.22	0.11
系统性红斑狼疮	30/10万	42	(0.4/kg) *5天	5%	2.08	30.24	1.51
肾移植手术	0.5万人/年	0.5	2g/kg	100%	0.5	0.36	0.36
总计						425.30	128.98

资料来源：观察报告网、中邮证券研究所（静丙价格假设为2022年样本医院平均价格600元/瓶/2.5g），假设2023年我国人均静丙使用量约30g/人计算市场规模天花板

1.7 国产白蛋白供不应求，国产白蛋白逐步实现进口替代

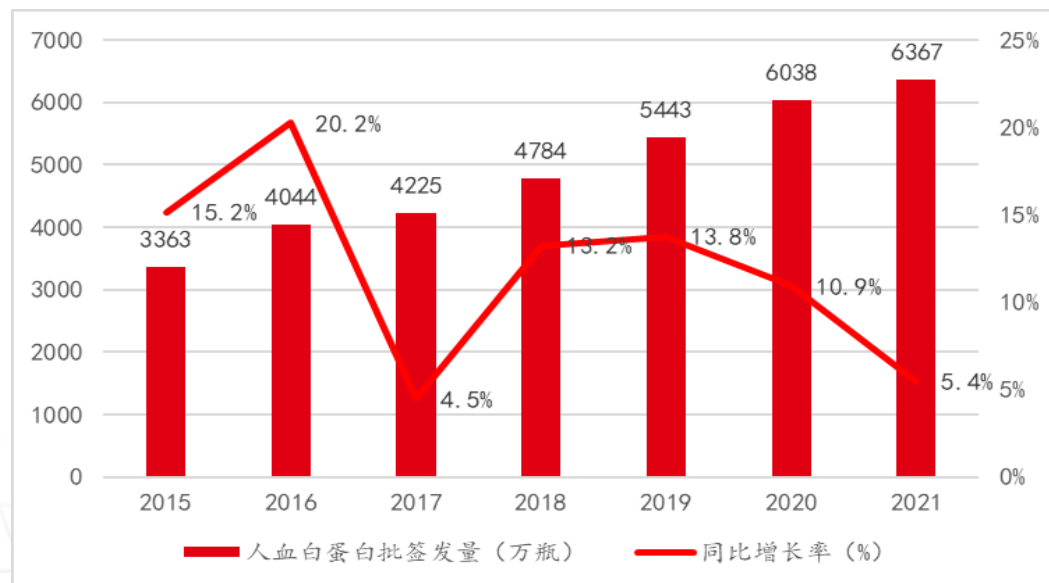
- 人血白蛋白是我国唯一允许进口的人源性血制品。据弗若斯特沙利文统计，2021年我国血制品市场上人血清白蛋白的进口产品市占率达60%，其余年份进口白蛋白占比也同样超过50%。由于我国浆站及采浆工作具有严格限制，且疫情后诊疗观念变化引致白蛋白需求不断扩张，目前国产白蛋白的产量/签批发量增速无法适配国内白蛋白产品的临床需求增速。
- 同时，由于血制品需要考虑安全性问题，进口产品可能有潜在病毒感染风险，且不同国家采血标准不统一，因此国内临床更趋向于选择国产白蛋白。未来随着国产白蛋白产能稳步扩张及生产加工工艺效率的提升，国产白蛋白占比有望提升。

图表17：白蛋白样本医院销售额逐年增长（亿元）



资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表18：人血白蛋白批签发量及增速



资料来源：观研报告网、中邮证券研究所

1.8 凝血因子VIII需求刚性，重组因子新产品陆续获批

- 目前我国共获批上市了3类重组类型凝血因子产品与6类血源类凝血因子产品。其中，人凝血因子VIII（八因子）主要用于防治血友病A，需求具有一定的刚性；目前我国人均凝血因子VIII的平均用量尚处于较低水平（约0.99IU/人），低于2022年海外平均水平2.71IU/人；此外，八因子在我国血友病治疗市场中渗透率不高，部分血友病患者需求仍未满足。
- 根据米内网数据显示，近年来注射用重组人凝血因子VIII在中国三大终端六大市场均保持两位数增长，2022年销售额超过26亿元，同比增长19.3%。目前国内有8家企业拥有该产品生产批文，包括神州细胞工程、正大天晴药业、成都蓉生药业3家国产企业；后续随着八因子研发管线的逐步兑现，重组凝血因子类产品市场规模及临床应用有望持续扩张。

图表19：我国获批的凝血因子类产品

产品名	产品类型	进口/国产
凝血因子VIII	血源类	国产
凝血因子IX	血源类	国产
凝血酶原复合物PCC	血源类	国产
人纤维蛋白原	血源类	国产
人凝血酶	血源类	国产
人纤维蛋白粘合剂	血源类	国产
重组八因子	重组类	进口/国产
重组凝血因子VIIa	重组类	进口
重组凝血因子IX	重组类	进口

资料来源：NMPA、米内网、中邮证券研究所

图表20：我国部分获批上市的重组八因子类产品

产品名	公司名	获批时间
注射用重组人凝血因子VIII	成都蓉生	2023年9月
注射用重组人将血因子VIII (250 IU)	正大天晴	2023年8月
注射用重组人凝血因子VIII (1000 IU/瓶)	拜耳	2023年1月
注射用重组人凝血因子VIII (1000IU/瓶)	Wyeth	2022年11月
注射用重组人凝血因子VIII (1500IU/瓶)	Baxalta	2022年7月
注射用重组人凝血因子VIII (1000IU/瓶)	神州细胞	2021年7月

资料来源：药融云、米内网、中邮证券研究所



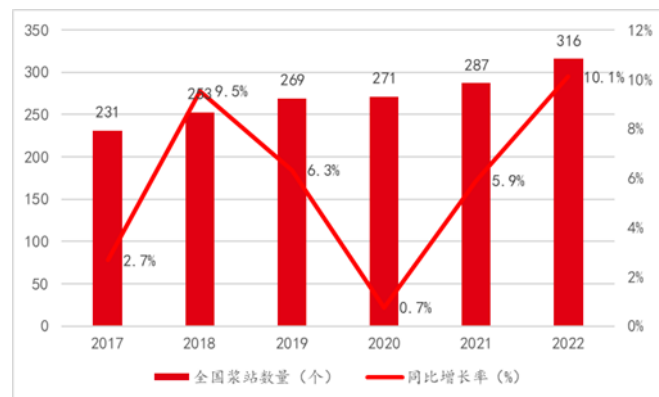
血制品中长期供需缺口或将持续扩大

2.1 我国浆站数量以及采浆量均呈现稳定增长的态势

- 我国2017-2022年浆站数量稳步增长，2022年我国境内浆站数量超300家，同比增速约10%。我国2017年-2022年采浆量稳步增长，2020年受疫情影响，采浆量有所下降，2021年随着疫情得到有效控制，采浆量逐渐恢复到疫情爆发前的状态。

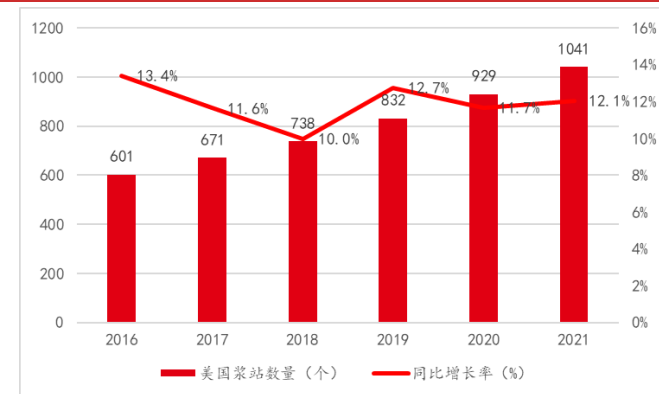
- 对比中美浆站总数与采浆总量绝对值水平，我国目前均低于美国；中美血液制品在供给侧存在3-5倍差距。如2022年，我国共有浆站316家，浆站数量仅为美国的29%；2021全年采浆量为10181吨，采浆量仅为美国的23%。核心原因在于浆站设立资质限制、采浆政策监管以及人民献浆意愿等多方面因素影响我国血浆供给增长。

图表21：我国浆站数量



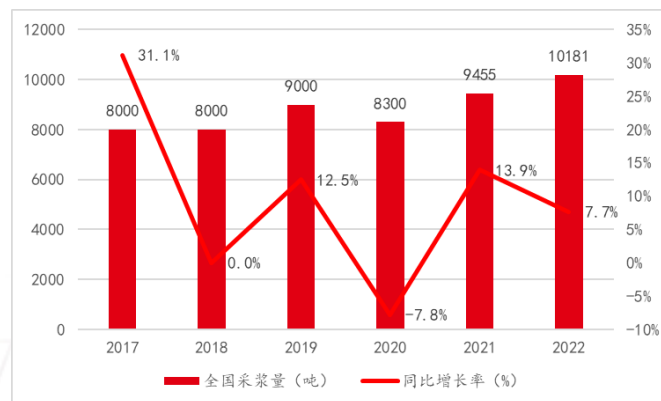
资料来源：华经产业研究院、中邮证券研究所

图表22：美国浆站数量



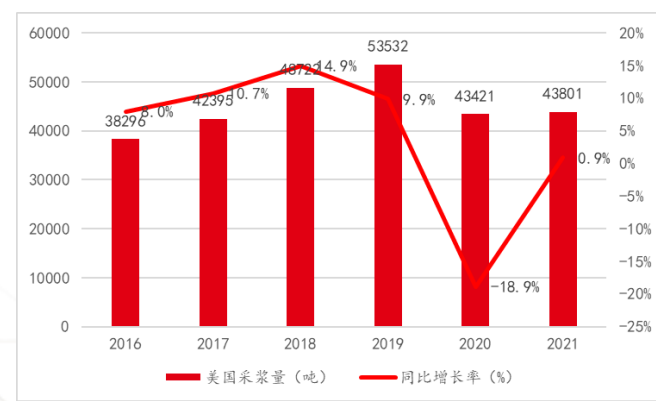
资料来源：PPTA、中邮证券研究所

图表23：我国采浆总量



资料来源：派林生物公司公告、中邮证券研究所

图表24：美国采浆总量

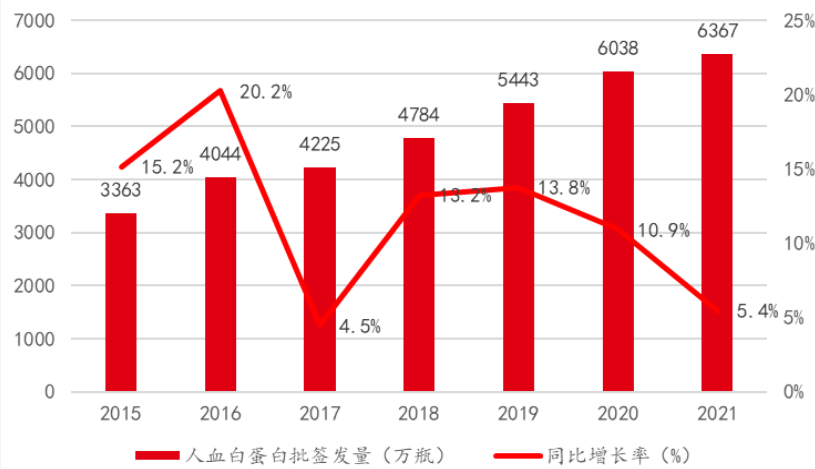


资料来源：PPTA、中邮证券研究所

2.2 血制品核心产品批发签量上行，供给增速稳定

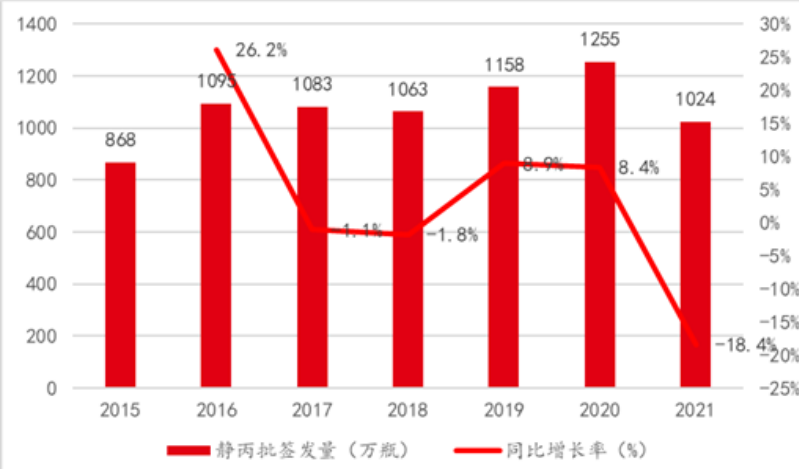
- 人血白蛋白：我国2015-2021年人血白蛋白市场整体呈现上升趋势，人血白蛋白批签发量逐年增加，复合增长率达到11.2%。2020年受到疫情影响，市场规模有所下降，随着疫情得到控制和全球经济逐步恢复，2021年有所回升，同比增速为5.4%。
- 静丙：2017-2020年我国静丙批签发量呈现上升趋势，增速较快。近年来，由于医学技术的进步以及疫情对静丙的需求产生的影响，2020年我国静丙批签发量达到1255万瓶，同比增长8.4%，2021年受疫情影响增速有所下滑。
- 凝血因子：凝血因子批签发量整体增速较快，年复合增长率达到16.2%，2021年批签发量实现600.9万瓶。随着重组凝血因子产品的研发及商业化兑现，由于企业对采浆者的补贴力度较大，可能对传统凝血因子产品造成一定的结构性冲击。

图表25：人血白蛋白批签发量稳定增长



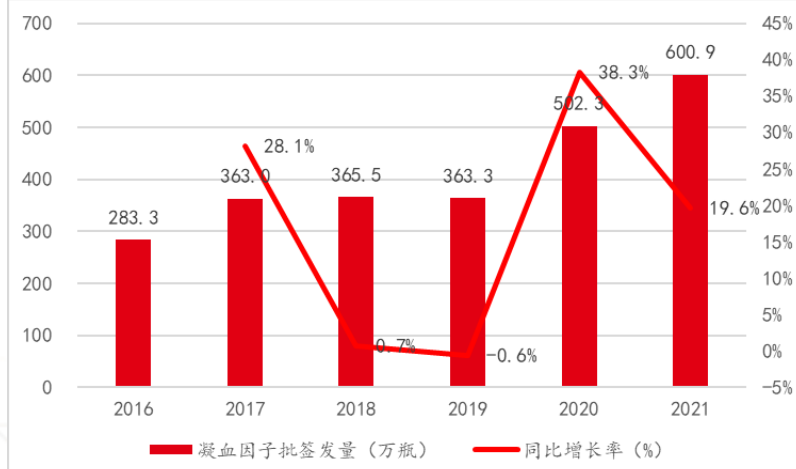
资料来源：观研报告网、中邮证券研究所

图表26：静丙批签发量稳定增长



资料来源：观研报告网、中邮证券研究所

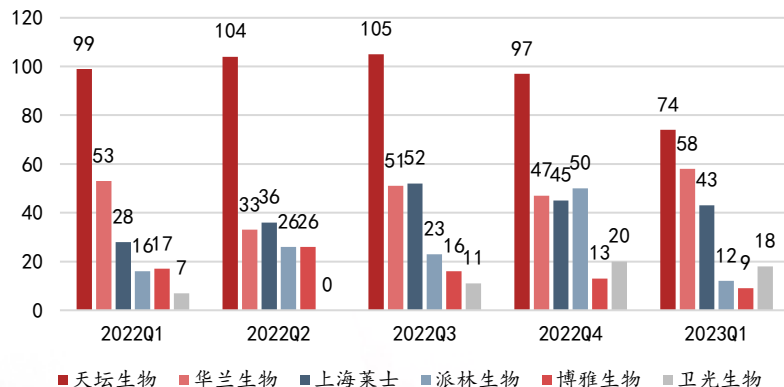
图表27：凝血因子批签发量增长稳定



资料来源：共研产业咨询、中邮证券研究所

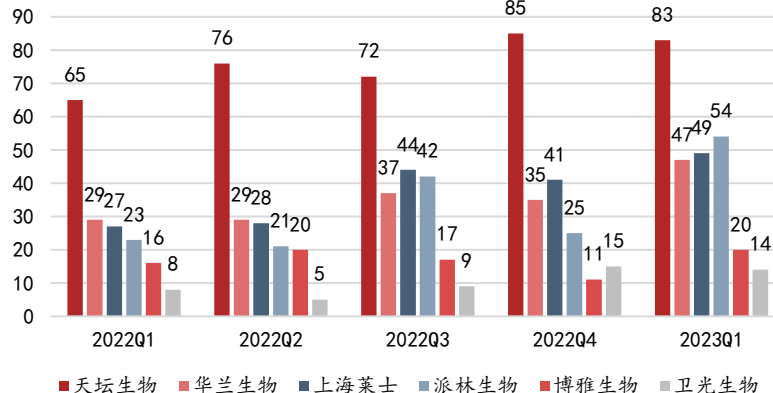
2.3 血制品核心企业各产品批发批次稳中有升

图表28：重点企业白蛋白季度签发批次数



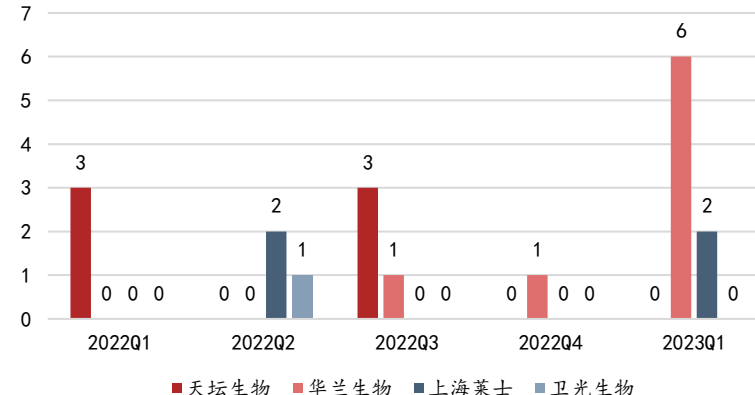
资料来源：中检院、各公司公告、中邮证券研究所

图表29：重点企业静丙季度签发批次数



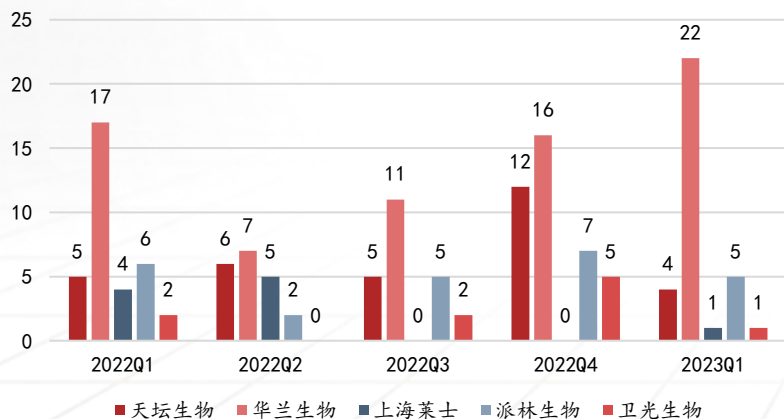
资料来源：中检院、各公司公告、中邮证券研究所

图表30：重点企业乙免季度签发批次数



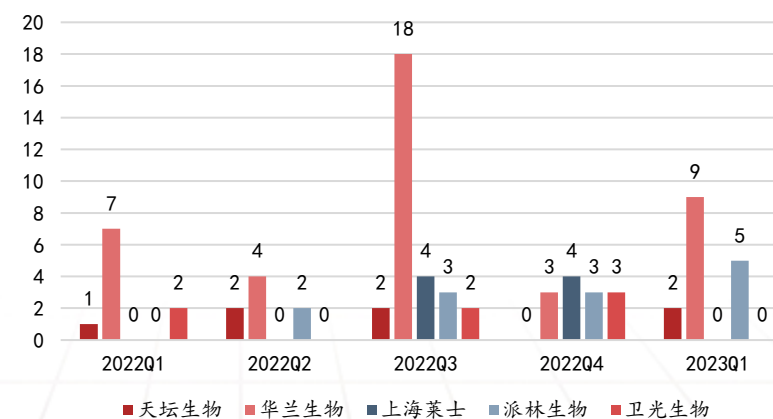
资料来源：中检院、各公司公告、中邮证券研究所

图表31：重点企业破免季度签发批次数



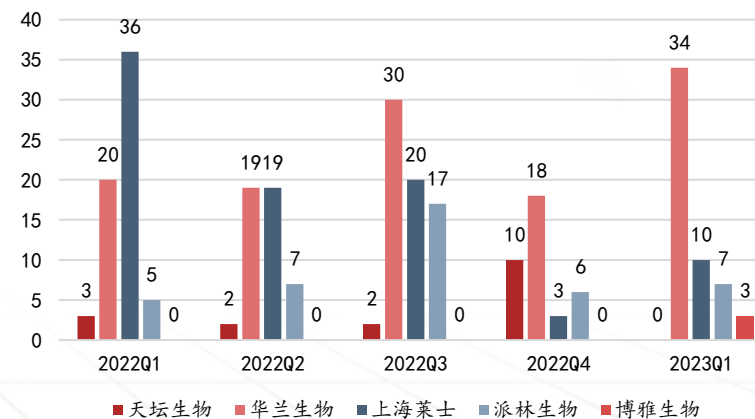
资料来源：中检院、各公司公告、中邮证券研究所

图表32：重点企业狂免季度签发批次数



资料来源：中检院、各公司公告、中邮证券研究所

图表33：重点企业八因子季度签发批次数



资料来源：中检院、各公司公告、中邮证券研究所

2.4 核心企业采浆量持续提升，行业龙头供给整体上行

图表34：血制品核心企业浆站数及采浆量统计

		2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023E
天坛生物	浆站总数	49	52	55	82	102	102	105
	在运营浆站数	49	52	55	58	60	76	86
	在建浆站数	0	0	0	24	42	26	19
	总采浆量（吨）	1568	1706	1714	1809	2035	1125	2250
华兰生物	浆站总数	25	25	25	25	32	32	32
	在运营浆站数	25	25	25	25	25	28	30
	在建浆站数	0	0	0	0	7	4	2
	总采浆量（吨）	-	> 1000	> 1000	> 1000	> 1100	-	>1300
上海莱士	浆站总数	41	41	41	41	42	42	42
	在运营浆站数	39	40	41	41	41	41	42
	在建浆站数	2	1	0	0	1	1	0
	总采浆量（吨）	1180	1230	> 1200	1280	> 1400	-	>1500
博雅生物	浆站总数	12	12	13	14	14	14	16
	在运营浆站数	12	12	12	13	13	14	15
	在建浆站数	0	0	1	1	1	0	1
	总采浆量（吨）	350	372	378	420	439	215	460
派林生物	浆站总数	11	11	26	27	38	38	38
	在运营浆站数	11	11	26	27	28	31	33
	在建浆站数	0	0	0	0	10	7	5
	总采浆量（吨）	-	400	-	900	> 800	-	>1000
卫光生物	浆站总数	7	8	8	8	9	9	9
	在运营浆站数	7	7	8	8	9	9	9
	在建浆站数	0	1	0	0	0	0	0
	总采浆量（吨）	-	-	382	447	467	-	480

资料来源：各公司公告、公司年报、公司半年报、中邮证券研究所

2.5 疫情引致企业库存消耗，静丙供需缺口或将持续扩大

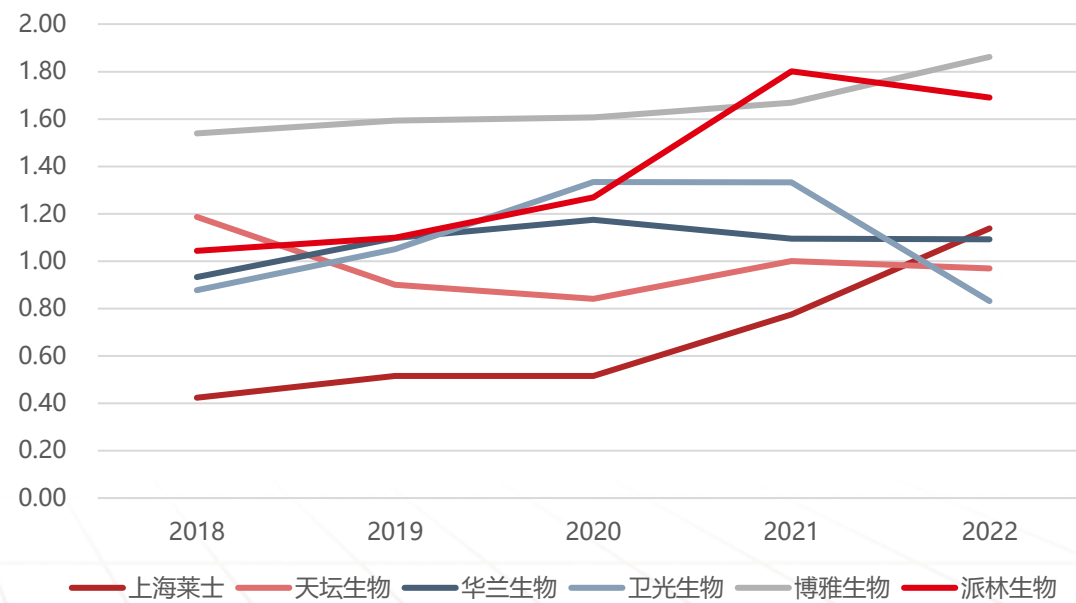
- 根据血制品企业财务数据，2022年Q1~Q2、2023年Q1为新冠感染高发阶段，由于疫情对静丙终端需求的提振作用，各血制品企业季度营收增长率均较大幅度提升。2018年~2022年血制品企业存货周转率总体呈现稳健增长趋势，疫情推动静丙产品需求增长，引致公司血浆去库存化，浆站及采浆量相对稳定前提下静丙供需缺口或将持续扩大。

图表35：血制品企业季度营收增长率（%）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表36：血制品企业存货周转率（次）

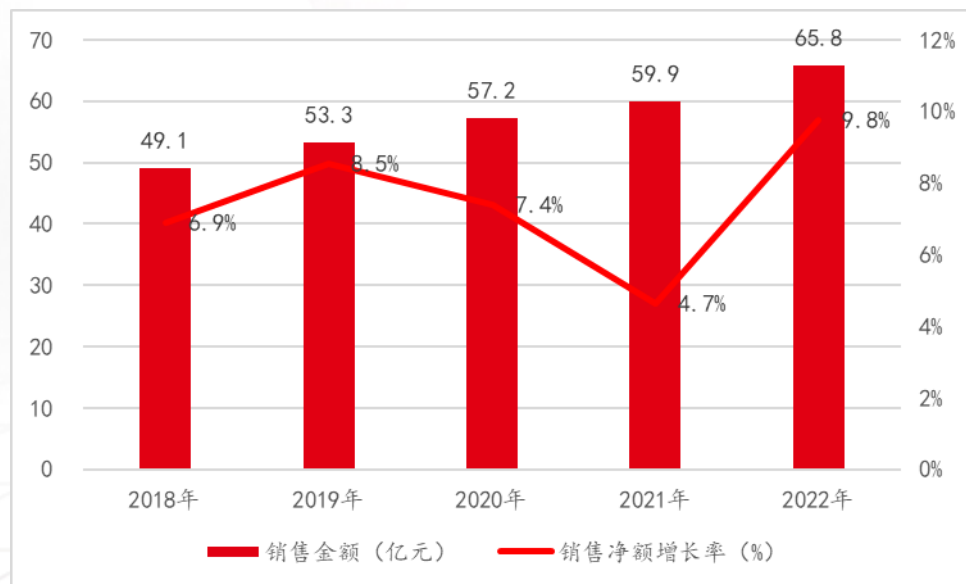


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.6 院内/外价格存在差异，优势企业供给院外实现增长

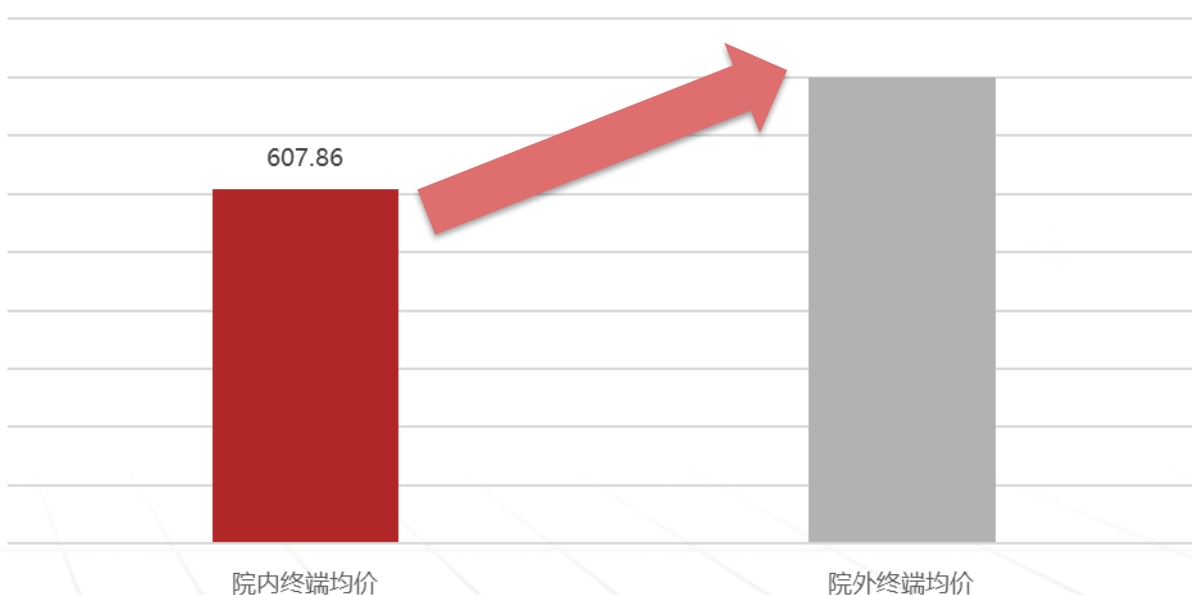
- 2018-2022年，样本医院静丙销售金额呈稳定上升态势。2022年院内销售金额为65.8亿元。院内市场受集采政策影响，价格稳定。而院外市场受供求关系，价格波动较大，疫情爆发期间价格达到最高点，疫情结束后，价格有所回落，但仍比疫情解封前价格高。
- 未来预计采浆量占优势的血制品龙游企业将有更加充足的静丙产品供给院外，借助院外高静丙单价实现额外的营收增量。

图表37：2022年静丙样本医院销售金额为65.8亿元



资料来源：药智网、中邮证券研究所

图表38：静丙院外市场价格高于院内（单位：元/瓶）



资料来源：中国医药创新促进会、每日经济新闻、中邮证券研究所（院外终端价在疫情前后波动较大，计算均值暂无可比意义，上图仅为概念图示意）

2.7 新一代静丙性能更优，商业化兑现支撑供给尚需时间

中邮证券
CHINA POST SECURITIES

- 天坛生物新一代高浓度静丙上市，与第三代传统静丙相比，在病毒灭活和纯化工艺上进行双重改进，提纯时间更短且可使IgG浓度达到10%。层析工艺能够去除血浆中残留蛋白，减少不良事件的发生。此外，氨基酸替换原先糖类作为稳定剂，能有效降低心肾负担。同时输注量的减少对老人儿童患者更友好。
- 其他血制品共正加紧研发和临床试验，但目前较难解决静丙紧平衡趋势，未来更多的产品商业化兑现尚需时间周期。

图表39：新一代静丙在产品工艺、质量指标、临床使用上都具有优势

		第三代传统静丙	第四代层析静丙
产品工艺	病毒去除 纯化工艺	一步低PH孵放 低温乙醇法	低PH孵放病毒灭活+20nm过滤去除 低温乙醇+辛酸沉淀+两步离子交换层析+亲和层析
质量指标	浓度	5%	10%
	IgG	≥95%	≥98%
	稳定剂	糖类（蔗糖、麦芽糖）	氨基酸（甘氨酸）
	激肽释放酶原激活剂	≤35	≤25
	IgA	< 50-200μg/ml	< 25μg/ml
临床使用优势	抗A、抗B血凝素	≤1:64	≤1:32
	FXIa	/	< 1mU/ml
	安全性	SAE高于5%	临床试验SAE发生率为2.78%
	有效性	用药后七天内PLT首次达到 50*10^9/L的平均时间为3-5天	用药后七天内PLT首次达到50*10^9/L的平均时间为 2.2天
	住院时间	浓度低，大剂量输注时间长	输液时间缩短一倍，若采用15分钟速率递增输注方案， 平均每次输注时间可进一步缩短
	溶血概率	/	溶血事件发生率显著且持续降低
	心肾危害	糖类作为稳定剂会增加不耐受的患者及糖尿病、肾功能不全患者发病 风险	氨基酸作为稳定剂降低了IVIG相关肾功能障碍和急性 肾衰的潜在风险
	血栓危害	/	心酸沉淀和离子交换层析能更有效去除FXIa，降低 IVIG输注后血栓不良反应风险

资料来源：中国血液制品、静注人免疫球蛋白分离纯化工艺研究（作者：范加金）、中邮证券研究所

图表40：各公司研究进展

公司	高浓度研究进展
派林生物	完成临床前研究，正申请临床试验研究
华兰生物	正在III期临床
上海莱士	临床前研制阶段
博雅生物	临床试验阶段，开展临床病例受试者入组
卫光生物	获得临床批准，启动临床研究

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

三

选股思路：开浆站能力强、新产品贡献、终端覆盖面广

3.1 股东优化已成趋势，持续赋能企业价值增长

- 天坛生物、派林生物、博雅生物和卫光生物实际控制人和第一股东都具有国资背景，与非国资背景血制品企业相比，这些企业在浆站资源的获取上尽显优势，尤其是天坛生物在国药集团的赋能下，浆站数量不断增多，同时叠加国资具有并购整合、企业重组、利用资本市场的丰富经验以及管理优势，国资背景下的血制品企业有望快速发展，在血制品行业集中度提升的过程中占得先机。
- 2023年12月，海尔拟入主上海莱士成为新实控人，有望赋能公司在山东省内/外新浆站资源的开发和拓展，公司外延并购能力大幅增强。

图表41：股东优化已成趋势，持续为企业赋能、降本增效

	实际控制人	第一股东	股东性质	占股比例	时间	影响
天坛生物	中国医药集团有限公司	中国生物技术股份有限公司	央企	45.64%	2018年9月国药集团成为实际控制人	2021年和2022年新批浆站43个，浆站数量得到增长。
派林生物	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会	共青城胜帮英豪投资合伙企业	地方国企	20.99%	2023年5月陕煤集团成为实际控制人	解决内部矛盾，降本增效。
华兰生物	安康	安康	民营	17.90%	20009月安康成为实际控制人和第一股东	近年来，采浆量、浆站数和品种数并未得到明显增长。
上海莱士	徐俊	Grifols	外资	26.20%	2023年12月，海尔集团拟成为新的实控人	浆站和采浆量并未得到增长，进口人白虽然有稳定的渠道，但是随着其他企业产能增加，未来优势会缩小。
博雅生物	中国华润有限公司	华润医药控股有限公司	央企	29.28%	2021年11月华润医药成为实际控制人和第一股东	积极在浆站资源上拓展，例如与广东丹霞合作，提升浆站运营管理能力和创新研发能力。
卫光生物	深圳市光明区国有资产监督管理局	深圳市光明区国有资产监督管理局	地方国企	65.25%	自上市开始	2023年6月，国药集团欲收购卫光生物，国药集团血制品版图进一步扩大
博晖创新	杜江涛	杜江涛	民营	39.03%	自上市开始	博晖创新目前处于亏损状态

资料来源：iFinD、各公司公告、中邮证券研究所

图表42：股东优化为血制品公司提升采浆量

	天坛生物	派林生物	博雅生物	卫光生物
国资背景	国药集团	陕煤集团	华润集团	国药集团
入主时间	2018.9	2023.5	2021.11	2023.6
入主前浆站数量	2018年57个(在营49)	2023年上半年38个(在营31)	2021年14个(在营13)	2021年上半年9个
入主前采浆量	2018年1568吨	2022年850吨, 2023年上半年550吨	2021年420吨	2022年467吨
入主后采浆站变化	2023H1 102个(运营76)	暂无披露	2023年H1 14个(在营13)	暂无披露
入住后采浆量	2022年2035吨, 2023年H1 1125吨	暂无披露	2022年439吨, 2023年H1 215吨	暂无披露
远期新增浆站规划	暂无披露	预计陕西省内新增5个浆站	2024年有望达到16个, 预计内生浆站新增16个(共30个), 外延合作17个(丹霞)	暂无披露

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

3.2 选股思路一：开浆站能力强

- 从总浆站数量来看，排名前三的企业分别是天坛生物（102个）、上海莱士（42个）和派林生物（38个）。上海莱士2017年血浆站就有39个，近几年浆站数量并未有所增长。反观天坛生物，在2018年国药集团成为实际控制人后，2021年和2022年新增浆站数量分别为21个和22个，央企入主为企业带来了浆站资源的迅速增长。而派林生物在2020年收购派斯菲科和2021年与新疆德源达成协议，浆站数量一跃成为国内第三。

图表43：单采浆站数量前三的企业分别为天坛生物、上海莱士、派林生物

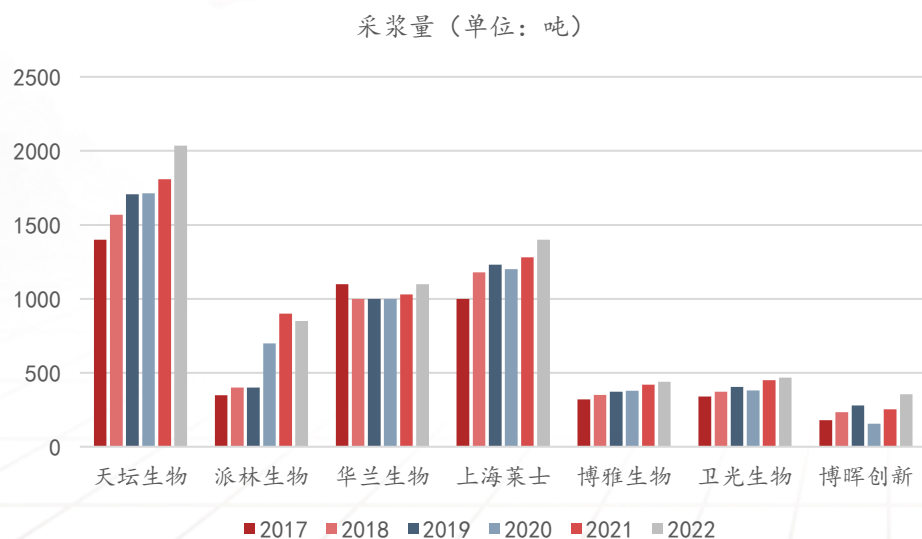
	天坛生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	卫光生物	博晖创新
2017	55 (运营47)	13(运营11)	24	39	10	7	11
2018	57 (运营49)	13(运营11)	25	41	12	7	11
2019	58 (运营52)	13(运营11)	25	41	12	8	11
2020	61 (运营55)	32 (运营21)	25	41	13	8	11
2021	82 (运营58)	38 (运营27)	25	41	14	8	12
2022	102 (运营60)	38 (运营28)	32 (运营25)	41	14	9	14
2023H1	102 (运营76)	38 (运营31)	32 (运营28)	42	14	9	23 (运营15)

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3.2 选股思路一：开浆站能力强

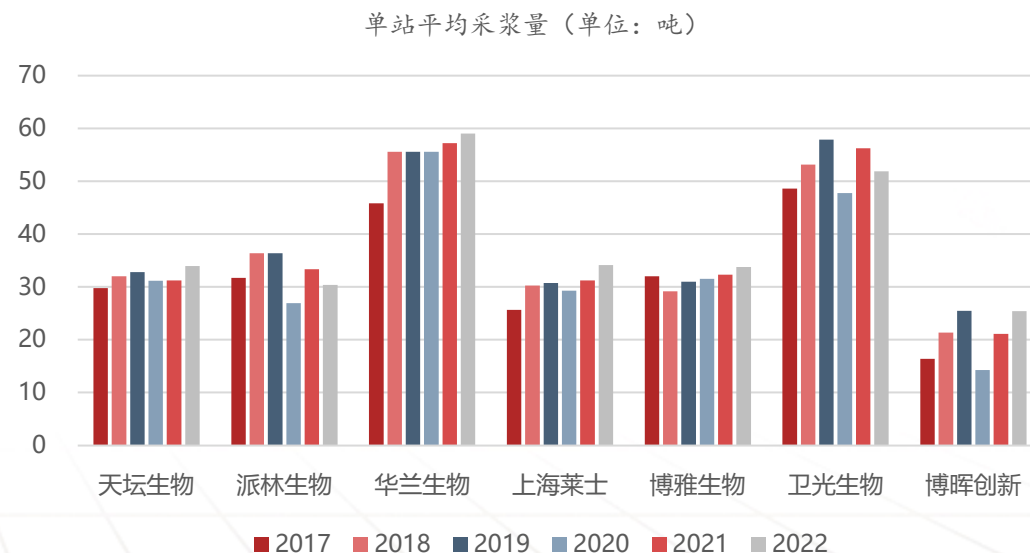
- 从采浆量来看，2022年总采浆量排名前三的是天坛生物（2035吨），上海莱士（1400吨）和华兰生物（1100吨），2022年单站采浆量排名前三的是华兰生物（59吨）、卫光生物（51.9吨）、和上海莱士（34.1吨）。浆站数量是采浆量的重要决定因素，除此之外，浆站管理能力、宣传程度和服务水平都影响着采浆量的规模。

图表44：2022年采浆量前三分别是天坛生物、上海莱士和华兰生物



资料来源：各公司公告、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表45：2022年单站采浆量排名前三分别是卫光生物、华兰生物和上海莱士



资料来源：各公司公告、中邮证券研究所（注：单站平均采浆量=采浆量/采浆数）

3.2 选股思路一：开浆站能力强

- 从采浆站区域分布来看，采浆站数量越多，分布区域越广，同时也具有很明显的地域属性，例如天坛生物四川浆站数量多，派林生物的主阵地在黑龙江和广东，华兰生物浆站主要集中于广西和重庆。血制品行业被国家强监管，同时又具有国家安全属性，浆站的获批取决于当地政府规划，具有央企和国资背景的企业在争取浆站时具有优势。
- 国资入主将赋能血制品企业浆站资源扩展。以天坛生物为例，2018年9月国药集团入主前，公司拥有采浆站57个（在营49个），截至2023年H1公司已拥有102个采浆站，其中在运营浆站为76个，增长迅猛。

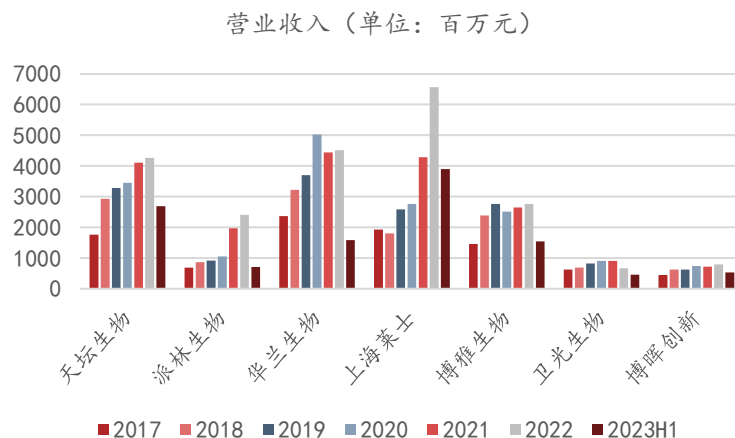
图表46：血制品企业采浆站区域性质明显

公司	地区
天坛生物	四川、湖北、甘肃、江西、山西、宁夏、山东、江苏、湖南、云南、贵州、福建、吉林等16个省市（自治区）
派林生物	黑龙江、广东、山西、广西、新疆、四川6个省
华兰生物	广西、重庆、河南、贵州4个省
上海莱士	广西、湖南、海南、陕西、安徽、广东、内蒙、浙江、湖北、江西、山东11个省（自治区）
博雅生物	江西、广东、江苏、四川、北京、山西及海南7个省市
卫光生物	广东、广西、海南3省
博晖创新	广东、河北、云南、内蒙古4个省市
泰邦生物	山东、广西、贵州、河北、海南、重庆6个省市
博晖创新	广东、河北、云南、内蒙古4个省市

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

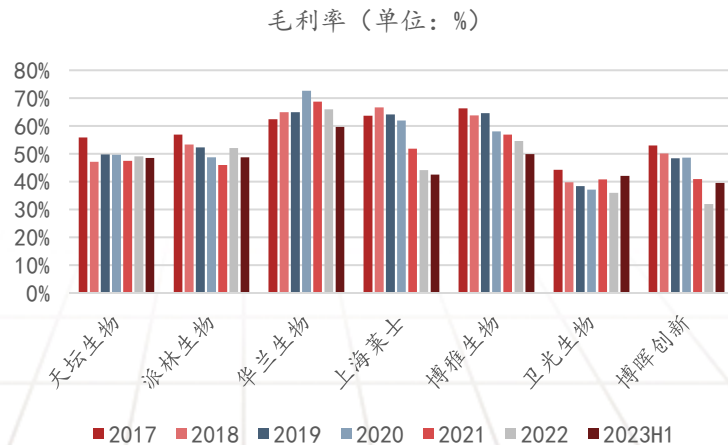
3.3 选股思路二：经营效率高

图表47：上海莱士营业收入最高

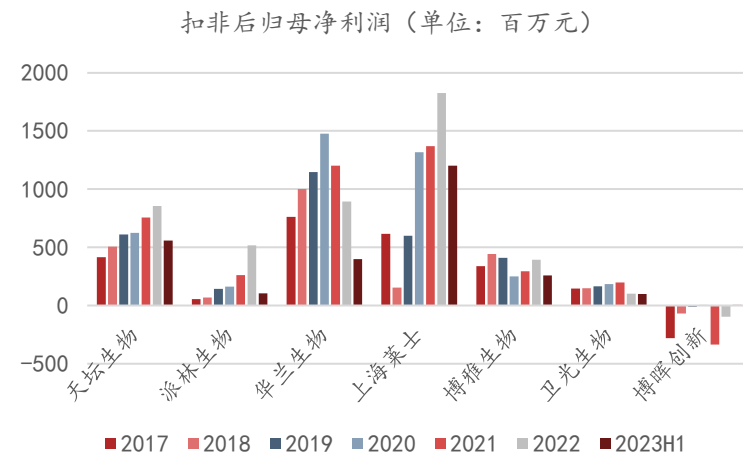


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表49：华兰生物毛利率最高

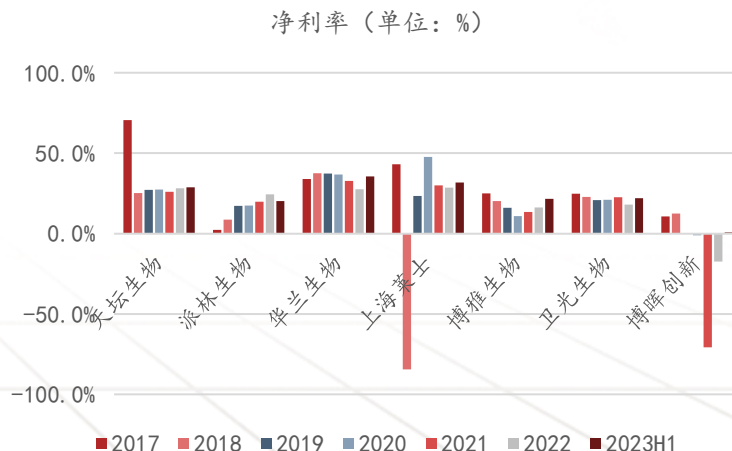


图表48：上海莱士扣非后归母净利润最高



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表50：华兰生物净利率最高



■ 从营业收入和扣非后归母净利润等盈利水平来看，血制品企业盈利能力较好，但是各公司盈利能力不同，上海莱士、华兰生物和博雅生物盈利水平较好，天坛生物、派林生物、卫光生物和博晖创新有较大的成长空间，其中表现最为亮眼的是上海莱士，主要系于静丙和进口人蛋白产品利润高。此外，博晖创新由于子公司中科生物处于停产状态，造成大幅亏损。

3.3 选股思路二：经营效率高

- 从毛利率水平看，小品种毛利率高于静丙，静丙毛利率略高于人血白蛋白。每个公司由于经营策略的不同导致毛利率不同，博雅生物毛利率最高，其次是华兰生物。

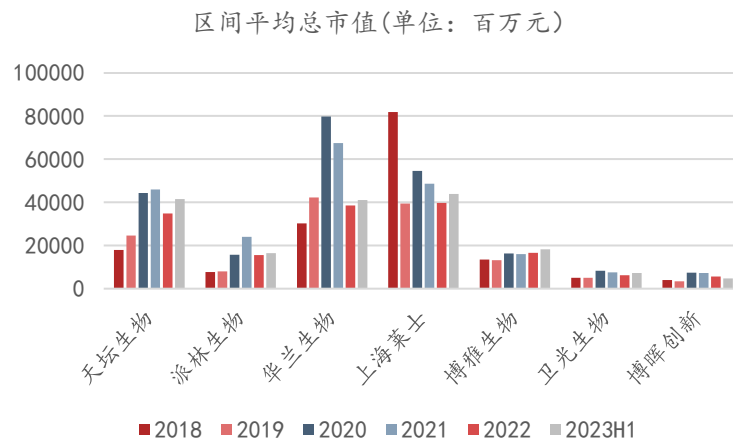
图表51：博雅生物和华兰生物血制品毛利率较高

		天坛生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	卫光生物	博晖创新
2023H1	2023Q1-3营业收入 (亿元)	40.2	13.7	39.1	59.4	21.9	7.4	8.1
	2023H1营业收入 (亿元)	26.9	7.1	15.9	39.0	15.4	4.6	5.3
	2022营业收入 (亿元)	42.6	24.1	45.1	65.7	27.6	6.7	8.0
	血液制品毛利率 (%)	48.48%	48.83%	53.72%	42.62%	69.11%	40.09%	
	人血白蛋白	44.22%		52.49%	44.58%	64.75% (人白经销业务9.22%)	36.72%	26.77%
	进口白蛋白				19.88%			
	静注人免疫球蛋白	46.07%		56.42%	56.58%	66.83%	37.00%	28.34%
	狂犬病人免疫球蛋白						63.82%	
	破伤风免疫球蛋白						47.63%	
	人纤维蛋白原					76.06%	62.03%	
	其他血液制品	68.41%		52.29%	84.95%			
	血液制品毛利率 (%)	49.00%	52.13%	52.30%	44.39%	70.53%	35.23%	
	人血白蛋白			49.82%	41.34%	64.29% (人白经销业务10.24%)	31.64%	24.96%
	进口白蛋白				25.12%			
2022	静注人免疫球蛋白			52.01%	57.91%	66.93%	24.72%	4.60%
	狂犬病人免疫球蛋白						64.78%	
	破伤风免疫球蛋白						49.53%	
	人纤维蛋白原					78.19%	56.07%	
	其他血液制品			55.23%	85.21%			

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

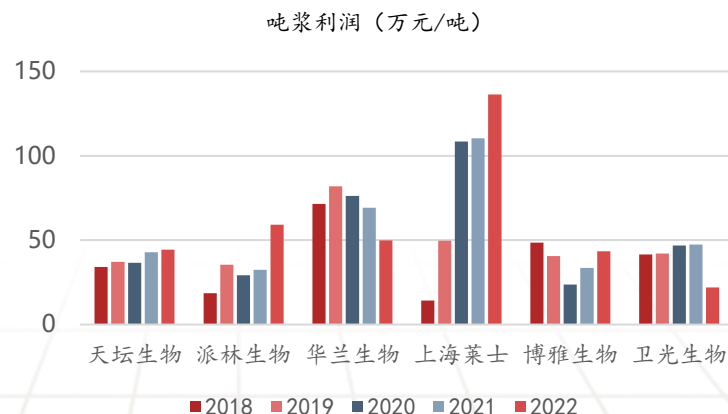
3.3 选股思路二：经营效率高

图表52：华兰生物、上海莱士总市值较高



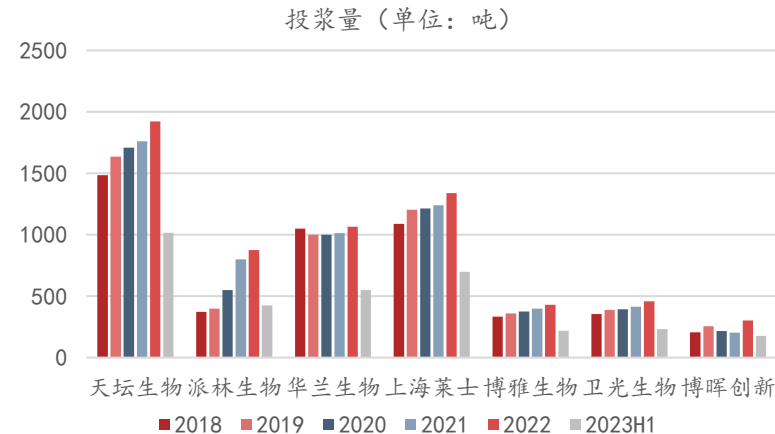
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表54：上海莱士吨浆利润最高



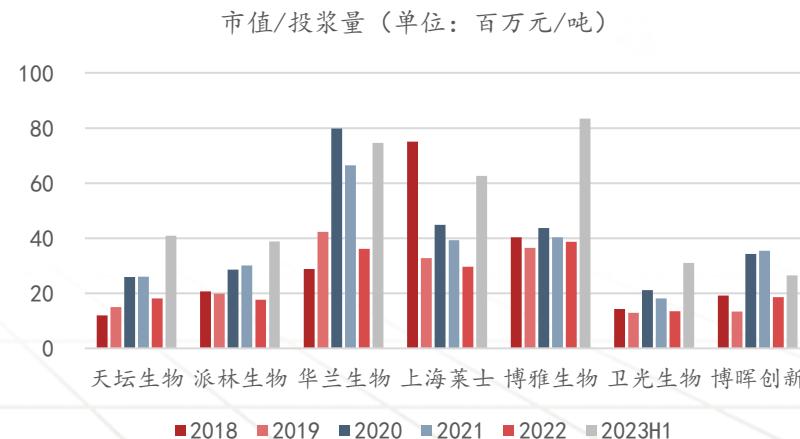
资料来源：iFinD、各公司公告、中邮证券研究所

图表53：天坛生物投浆量最高



资料来源：各公司公告、中邮证券研究所(注：投浆量=(去年采浆量+今年投浆量)/2)

图表55：博雅生物吨浆市值最高

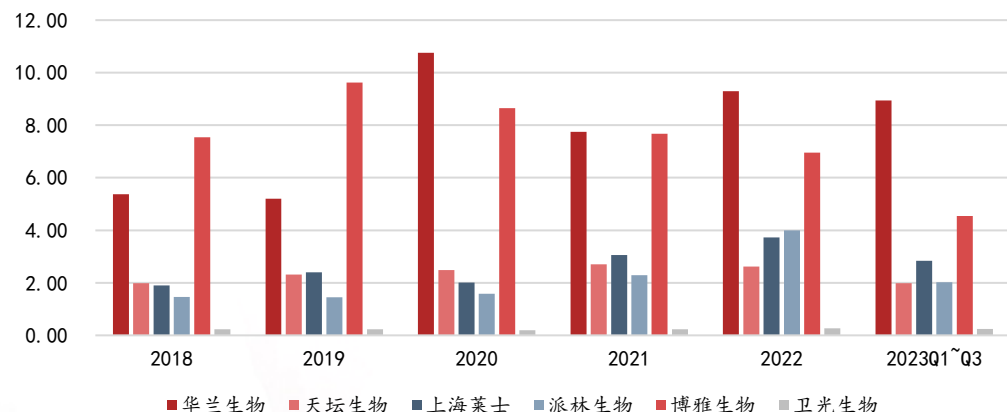


资料来源：iFinD、各公司公告、中邮证券研究所

■ 天坛生物、华兰生物、上海莱士总市值较高，单位吨浆利润上海莱士和华兰生物较高，而吨浆市值最高的是博雅生物。而采浆量决定公司的规模，天坛生物和派林生物拥有较高的采浆量，市值有较大的成长空间。

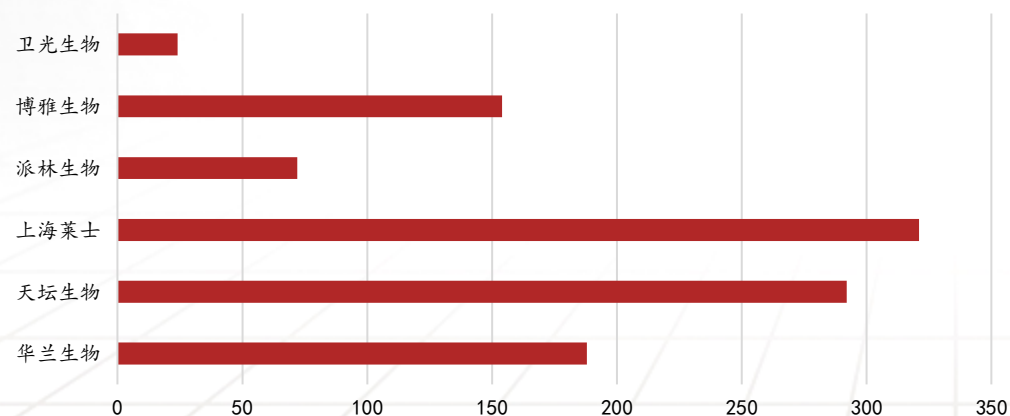
3.3 选股思路二：经营效率高

图表56：各血制品上市公司销售费用（亿元）



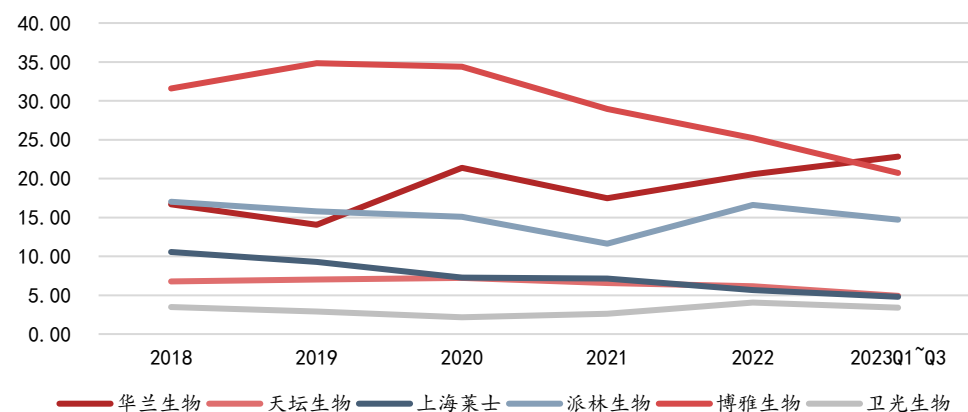
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表58：2022年各血制品上市公司销售人员数量（人）



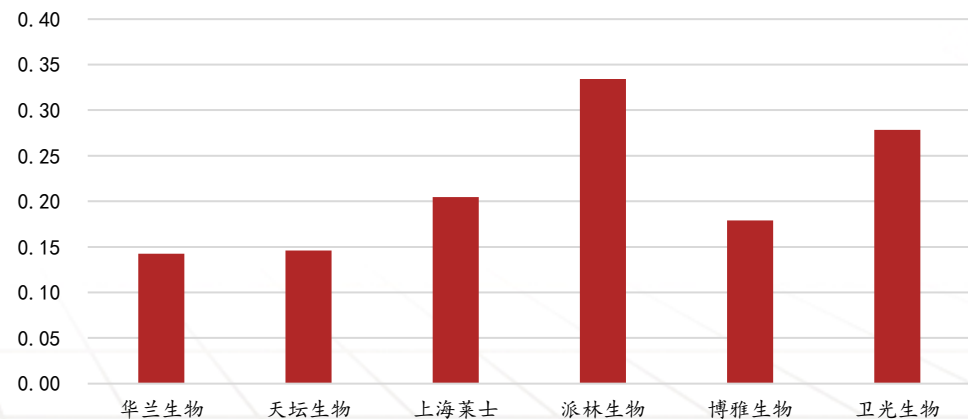
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表57：各血制品上市公司销售费用率（%）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表59：2022年各血制品上市公司销售人均创收（亿元）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.4 选股思路三：新产品增量

- 从产品品种看，天坛生物、派林生物、华兰生物和上海莱士品种数在10种以上，其中天坛生物最多，为14种。品种数越多代表着技术工艺越先进，同时小品种利润高，也意味着盈利水平越高。头部血制品企业产品数相差不大，并且随着研发投入的增加，血制品种类数有望增加。

图表60：天坛生物在产品品种上种类最多，为14种

	天坛生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	卫光生物	博晖创新
2017	12	6	11	11	7	9	6
2018	14	6	11	11	7	9	6
2019	14	6	11	11	7	9	6
2020	14	10	11	11	8	9	7
2021	14	10	11	11	8	9	7
2022	14	10	11	12	9	9	7
2023H1	14	11	11	12	9	9	7

图表61：上海莱士和华兰生物拥有较多的高附加值产品

	天坛生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	卫光生物	博晖创新
人血白蛋白	有	有	有	有	有	有	有
人血白蛋白（冻干剂型）	有						
静注人免疫球蛋白	有	有	有	有	有	有	有
静注人免疫球蛋白（冻干剂型）	有	有		有	有	有	
高纯静丙（10%）	有						
人免疫球蛋白	有	有	有	有	有	有	有
乙型肝炎人免疫球蛋白	有	有	有	有	有	有	有
乙型肝炎人免疫球蛋白（冻干剂型）	有						
静注乙型肝炎人免疫球蛋白		有					
破伤风人免疫球蛋白	有	有	有	有		有	有
狂犬病人免疫球蛋白	有	有	有	有	有	有	有
组织胺人免疫球蛋白	有					有	
人凝血因子VIII	有	有	有	有	有		
人纤维蛋白原	有	有	有	有	有	有	
人纤维蛋白胶			有				
人凝血酶原复合物	有	有	有	有	有		有
外用冻干人凝血酶			有				
人凝血酶				有			
人纤维蛋白粘合剂				有			
总数	14	11	11	12	9	9	7

四

受益标的

图表62：受益标的

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600161.SH	天坛生物	未评级	28.89	476.1	0.68	0.83	42.61	34.89
002007.SZ	华兰生物	未评级	20.37	372.5	0.79	0.93	25.83	21.84
002252.SZ	上海莱士	买入	7.35	488.4	0.35	0.38	20.93	19.51
300294.SZ	博雅生物	未评级	31.27	157.7	1.02	1.19	30.57	26.37
002880.SZ	卫光生物	未评级	30.9	70.1	0.98	1.13	31.63	27.25
000403.SZ	派林生物	买入	26.4	192.5	0.82	1.05	31.21	24.38

资料来源：iFinD，中邮证券研究所（注：除派林生物、上海莱士外，未评级公司盈利预测来自iFinD机构一致预测，收盘价日期为2024年1月11日）

- 派林生物主营血液制品生产和销售，主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白。
- 我们认为公司业绩驱动因素包含以下几个方面：
 - 第一、随着陕煤集团入主，带来陕西省及沿长江省份新开浆站资源，公司浆站数量有望快速提升。
 - 第二，在存量浆站，随着献血人群数量提升，单采浆站采浆量逐年增长。
 - 第三，公司高附加值新产品数量增加，如广东双林人凝血酶原复合物上市、派斯菲科人凝血酶原复合物未来申请上市，高附加值产品的持续推出，有望带来公司整体毛利率提升。
 - 第四，陕煤集团入主后，有望通过公司内部治理，提升公司运营效率，降低各项费用率，带来净利润水平的提升。
- 自2023年初放开后，浆站采血业务全面恢复，叠加新建浆站的投产，假设2023-2025年公司采浆量分别达到1102吨、1249吨、1353吨，吨浆收入恢复至2022年之前水平，预计营业收入分别为24.5/29.5/33.9亿元，归母净利润分别为6.0/7.7/9.4亿元，对应EPS分别为0.82/1.05/1.28元，当前股价对应PE分别为31.21/24.38/20.04倍。我们选取了同为生物制品的天坛生物、上海莱士、博雅生物和华兰生物作为对比公司，预计2023-2025年公司估值与同类公司相比有一定优势。考虑到公司未来浆站资源、采浆量有较大提升空间，新产品逐步落地，公司有望跻身国内血制品行业第一梯队。

- 上海莱士专业从事血液制品，疫苗、诊断试剂及检测器具生产和销售并提供检测服务，主要产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原、冻干人凝血酶、外用冻干纤维蛋白粘合剂，是国内同行业中血浆综合利用率较高、产品种类较齐全、结构合理的血液制品生产企业之一。
- 公司业绩驱动因素涉及以下几个方面：
 - 第一，基立福股权转让终落地，海尔集团将成公司实控人。2023年12月29日，上海莱士大股东Grifols, S.A.（基立福）与海尔集团签署《战略合作及股份购买协议》，海尔集团拟收购基立福持有的公司13.29亿股股份（占公司总股本的20.00%）成为公司新的实际控制人。
 - 第二，与基立福代理深度长期绑定，合作范围有望延伸至生物科学及诊断领域。2021年1月上海莱士与基立福签订《独家代理协议》，以独家经销商的身份代理销售基立福国际的人血白蛋白、阿白素和血浆蛋白等产品；本次股份转让后上海莱士对该协议再次续延十年的权利，同时对该等基立福或关联方血液产品在中国独家经销的优先报价权；公司代理业务有望稳健、提速发展。
 - 第三，公司血制品业务基础扎实，盈利能力有望持续优化。公司采浆量与吨浆利润居行业前列，上海莱士盈利能力较优；2022年上海莱士全年采浆量突破1400吨，在行业中位居前列，截止2022年仅天坛生物、上海莱士、华兰生物单年采浆量突破1000吨。
- 我们预计2023-2025年归母净利润分别为23.3/25.0/30.3亿元，对应EPS分别为0.35/0.38/0.46元，当前股价对应PE分别为20.93/19.51/16.10倍，考虑到海尔集团有望带来潜在浆站资源，公司采浆量预计进一步提升，高毛利凝血因子类产品不断拓展，与基立福代理白蛋白业务持续贡献业绩增量，有望带动公司价值进一步提升，维持“买入”评级。

- 天坛生物主营业务为血液制品的研发、制造、销售及咨询服务，公司拥有成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制五家血液制品生产企业。目前，公司在全国十四个省、自治区拥有50余个单采血浆采集基地，血液制品生产用健康人血浆的采集规模处于国内领先地位，拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ三大类产品72个产品生产文号。天坛生物旗下成都蓉生自主研发的注射用重组人凝血因子Ⅷ，获得了国家食药监总局颁发的临床试验批件，重组血制产品的研发实现零的突破。
- 公司业绩驱动因素涉及以下几个方面：
 - 第一，公司在运营采浆站数量约60个，居行业前列，借助央企国药集团旗下中国生物控股持股，有望实现各地区浆站资源高效整合及拓展，有望在采浆站层面持续加强资源优势。
 - 第二，总采浆量居行业龙头地位，提升血浆利用率持续提升。2022年公司总采浆量约2035吨，相较其余血制品上市公司更高；此外，公司持续改造生产工艺并研发新品，血浆利用率逐步提升，在售血制品细分产品数行业最多。
 - 第三，新产品获批贡献增量。2023年，公司重组凝血因子Ⅷ与第四代静丙（蓉生静丙10%）获批上市，有望贡献新的收入增量。
- 2023年1月10日，天坛生物发布2023年业绩快报公告：2023年公司预计实现营业收入51.82亿元，同比增长21.59%；预计实现归母净利润11.03亿元，同比增长25.23%；预计实现扣非归母净利润10.95亿元，同比增长28.31%；全年基本每股收益预计为0.67亿元，同比增长25.23%。根据iFinD一致预期，预计2024~2025年公司营业收入分别为62.96亿元、75.25亿元，增速分别为19.90%和19.52%，归母净利润分别为13.65/16.68亿元，对应PE分别为34.89/28.54倍。

- 华兰生物是从事血液制品研发和生产的重点高新技术企业，首家通过血液制品行业的GMP认证。作为国家定点大型生物制品生产企业，公司以雄厚的技术开发实力、先进的技术水平及生产检测设备、科学规范的经营管理和完善的质量保证体系。华兰生物拥有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、外科用冻干人纤维蛋白胶等以“华兰”为品牌的血液制品。
- 公司业绩驱动因素涉及以下几个方面：
 - 第一，浆站数量持续增长。2022年公司在河南新增约7家采浆站并处于筹建状态，2023年上半年4家采浆站落地投产，并获得相应许可证，随着新增血浆站的筹建和落地采浆，公司血制品业务收入有望持续增长。
 - 第二，平均单站采浆量及吨浆利润具备竞争优势。华兰生物虽在运营采浆站总数处于行业中上水平，但年均血浆采浆量超1000吨，平均单站采浆量超50吨，高于行业平均；此外，剔除疫苗等其他业务收入测算，华兰生物吨浆利润超65万元/吨，公司整体血浆盈利能力较强。
 - 第三，公司层析静丙产品处于III期临床阶段，皮下静丙（可以自行注射）在研，未来有望成为重磅产品，带动吨浆利润提升。
- 根据iFinD一致预期，预计公司营业收入分别为54.84亿元、63.59亿元、72.84亿元，增速分别为21.42%、15.95%和14.54%，归母净利润分别为14.42/17.06/19.91亿元，对应PE分别为25.83/21.84/18.71倍。

- 博雅生物是以血液制品业务为主，集生化药、化学药、原料药等为一体的综合性医疗产业集团。公司产品包括血液制品、糖尿病及抗感染类化学药、生化药等，其中纤维蛋白原产品收得率 and 市场份额在国内独占鳌头。公司是国家高新技术企业，建有江西省血液制品工程研究中心、复旦大学-博雅生物联合实验室，设有院士工作站及博士后科研工作站，并以此为依托，实现多平台联动、资源互补，配套人才激励机制，培养和吸引高精尖人才，打造高端研发人才的集聚地。公司具备国内一流的综合研发能力，与国际先进的血液制品企业和药品研发机构在技术交流、产品研发等方面开展了广泛合作。
- 公司增长点：华润入主助力公司浆站资源开拓，新产品梯次配置陆续获批上市贡献业绩增量。2021年华润医药入主博雅生物并成为控股股东；博雅生物聚焦血制品发展，陆续剥离复大医药和天安药业（糖尿病等其他业务公司），借助央企平台强大的资源整合能力，公司浆站资源有望持续拓展。此外，公司高毛利产品PCC、凝血因子VIII等产品陆续上市并贡献收入增量，血友病因子国内首家进入临床后期，C1酯酶抑制剂于2023年6月获批临床，公司产品梯次配置、多元布局，未来有望贡献收入新增量。
- 根据iFinD一致预期，预计公司营业收入分别为27.89亿元、22.98亿元、25.87亿元，增速分别为1.08%、-17.61%和12.58%，归母净利润分别为5.16/5.98/6.86亿元，对应PE分别为30.57/26.37/22.99倍。

- 卫光生物主要从事血液制品的研发、生产和销售。公司产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、冻干静注人免疫球蛋白(pH4)、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白、人纤维蛋白原，共9个品种21个规格。
- 公司增长点：国内首个实现血制品对外出口的企业，海外收入有望持续增长。2022年12月，卫光生物与白俄罗斯共和国输血及医疗生物科学实践中心（简称“白俄输血中心”）签订“人血白蛋白和静注人免疫球蛋白（pH4）生产许可及技术转移服务”协议；随着此次国际技术输出协议的签订，卫光生物成为国内第一个实现血液制品技术输出的企业，企业品牌及影响力进一步受到国际市场认可。此前，卫光生物的主要产品静注人免疫球蛋白（pH4）已出口南美洲巴西、委内瑞拉等国家，并深受当地患者好评。
- 根据iFinD一致预期，预计公司营业收入分别为10.60亿元、12.35亿元、14.36亿元，增速分别为58.66%、16.53%和16.31%，归母净利润分别为2.22/2.57/3.02亿元，对应PE分别为31.63/27.25/23.19倍。

五

风险提示

- 浆站审批不及预期；采浆量不及预期；血制品销售不及预期。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

