

证券研究报告 / 行业深度报告

血制品景气度持续，看好长期发展

---血制品行业 2023 年复盘与 2024 年展望

核心观点：

本篇报告我们整理了 2023 年血制品行业的整体表现，具体包括国内外企业经营数据，浆站和采浆量增长，批签发情况，终端销售情况等；此外，我们复盘了 2023 年以来的血制品行业收并购事件，以及 2023 年以来二级市场外资对于血制品公司的配置情况，进而评判行业估值安全边际。

业绩增长：血制品需求持续旺盛，2023 年采浆增长明显，为 2024 年业绩增长提供保证。供给端方面，2023 年国内采浆量突破 12000 吨，增长明显，其中天坛生物、派林生物、华兰生物增长尤为突出，而采浆量的提升为血制品的生产销售提供了有力保证。需求端方面，由于 2023 年新冠放开后的需求带动以及其他临床使用场景的扩展，白蛋白和静丙的需求持续提升，尤其体现在静丙零售端节节攀升的销售单价上面。展望 2024 年，由于采浆量的增长，市场供给有望得到一定程度的缓解，静丙零售端价格不断上涨的趋势可能会得到一定程度的遏制，但随着销售量的提升，血制品企业的整体利润有望迎来较快增长。

估值空间：血制品行业整合加剧，收购溢价明显，外资持续流入构建行业估值安全边际。2023 年血制品行业发生多起重大交易事件，其中派林生物、上海莱士和卫光生物均更换了实际控制人，且交易对价均有较高溢价（卫光生物股权交易为以天坛生物股权置换）。血制品由于其较强的政策壁垒性和资源紧缺性，行业护城河深，现金流稳定，资本市场认可度高，外资持续增持血制品公司。此外，当前 A 股血制品上市公司实际控制人以央国企为主，由于血浆站拓展需要地方政府对企业实力的认可，央国企在政府关系上有天然优势，而随着央国企改革逐步深入推进，血制品企业的盈利能力也有望进一步释放，估值有望实现进一步提升。

推荐标的：

天坛生物：血制品龙头企业，浆站资源丰富，层析静丙已经获批，业绩释放潜力大。

博雅生物：血制品盈利能力行业领先，非血业务剥离后估值重塑，当前外资占比低，估值仍有提升空间。

华兰生物：采浆可挖掘潜力巨大，血制品板块估值被低估，低于行业平均水平，估值仍有提升空间。

风险提示：采浆不及预期，终端价下调，行业合规事件影响等。

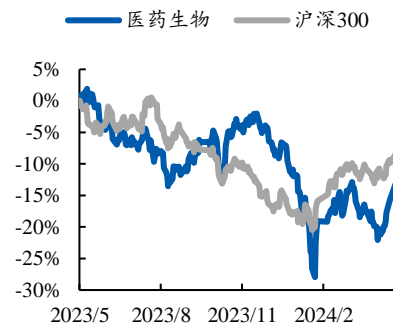
重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
天坛生物	30.22	0.67	0.82	1.03	45.94	36.85	29.34	买入
博雅生物	34.22	0.47	1.09	1.26	71.52	31.39	27.16	买入
华兰生物	19.99	0.81	0.93	1.12	27.32	21.49	17.85	买入

优于大势

上次评级:优于大势

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	7%	-13%
相对收益	2%	-2%	-5%

行业数据

成分股数量 (只)	473
总市值 (亿)	61448
流通市值 (亿)	29014
市盈率 (倍)	40.31
市净率 (倍)	2.65
成分股总营收 (亿)	24959
成分股总净利润 (亿)	1582
成分股资产负债率	38.72

相关报告

《CMEF 如期开幕，引领智慧医疗发展》

--20240502

《推荐关注 siRNA 疗法、医药零售板块相关机会》

--20240422

《基药目录有望更新，关注拥有独家品种公司》

--20240416

证券分析师：刘宇腾

执业证书编号：S0550521080003
010-63210890 liuyt@nesc.cn

证券分析师：杨绪朋

执业证书编号：S0550524030001
010-63210890 yangxp@nesc.cn

目录

1.	血制品行业景气度延续，看好 2024 全年表现	4
1.1.	财务数据：2023Q1 以来血制品供需两旺，血制品业绩持续向好	4
1.2.	采浆与浆站拓展：2023 采浆量增长明显，血制品供给提升	6
1.3.	批签发：人白静丙供需两旺，静丙受新冠放开带动增量明显	11
1.4.	终端销售：2023 年人白与静丙零售端涨价明显，供需持续紧张	15
1.5.	海外企业：血制品销售额增长明显，景气度持续提升	21
2.	估值：高壁垒+稳定现金流确立行业估值安全边际	25
3.	推荐标的：寻找估值差与安全边际	27
3.1.	天坛生物	27
3.2.	博雅生物	27
3.3.	华兰生物	27

图表目录

图 1:	2021Q1-2024Q1 血制品公司毛利率对比	4
图 2:	2021Q1-2024Q1 血制品公司销售费用率对比	5
图 3:	2021Q1-2024Q1 血制品公司管理费用率对比	5
图 4:	2021Q1-2024Q1 血制品公司研发费用率对比	6
图 5:	2017-2023 年各公司采浆量情况 (吨)	6
图 6:	2017-2023 年国内采浆总量 (吨)	7
图 7:	2023 年新运营浆站数量 (个)	7
图 8:	截止 2023 年底各公司在营浆站数量 (个)	7
图 9:	截止 2023 年底各公司建设中浆站数量 (个)	8
图 10:	截止 2023 年底各公司浆站总数量 (个)	8
图 11:	各公司站均采浆量变化 (吨)	8
图 12:	截止 2023 年底天坛生物浆站采浆年限分布 (个)	9
图 13:	天坛生物历年新增浆站数量 (个)	9
图 14:	截止 2023 年底派林生物浆站采浆年限分布 (个)	9
图 15:	派林生物历年新增浆站数量 (个)	9
图 16:	截止 2023 年底华兰生物浆站采浆年限分布 (个)	10
图 17:	华兰生物历年新增浆站数量 (个)	10
图 18:	截止 2023 年底博雅生物浆站采浆年限分布 (个)	10
图 19:	博雅生物历年新增浆站数量 (个)	10
图 20:	截止 2023 年底上海莱士浆站采浆年限分布 (个)	11
图 21:	上海莱士历年新增浆站数量 (个)	11
图 22:	截止 2023 年底卫光生物浆站采浆年限分布 (个)	11
图 23:	卫光生物历年新增浆站数量 (个)	11
图 24:	2021-2023 年部分公司白蛋白批签发批次 (批)	12
图 25:	2021-2023 年进口白蛋白批签发批次 (批)	12
图 26:	2021-2023 年部分公司静丙 (含冻干) 批签发批次 (批)	13
图 27:	2021-2023 年国内人凝血因子 VIII 批签发情况 (批)	13
图 28:	2021-2023 年人纤维蛋白原批签发情况 (批)	14
图 29:	人白院内终端销售额 (百万元)	15
图 30:	人白院内终端单价 (元/支, 10g)	15
图 31:	人白零售终端销售额 (百万元)	16
图 32:	人白零售终端单价 (元/支, 10g)	16
图 33:	静丙院内终端销售额 (百万元)	17

图 34: 静丙院内终端单价 (元/支, 2.5g)	17
图 35: 静丙零售终端销售额 (百万元)	17
图 36: 静丙零售终端单价 (元/支, 2.5g)	18
图 37: 人凝血因子院内销售额 (百万元)	18
图 38: 人凝血因子院内单价 (元/支, 200IU)	19
图 39: 人凝血因子零售终端销售额 (百万元)	19
图 40: 人凝血因子零售终端单价 (元/支, 200IU)	19
图 41: 人纤维蛋白原院内销售额 (百万元)	20
图 42: 人纤维蛋白原院内单价 (元/支, 0.5g)	20
图 43: 人纤维蛋白原零售销售额 (百万元)	21
图 44: 人纤维蛋白原零售单价 (元/支, 0.5g)	21
图 45: 2017-2024H1 财年杰特贝林收入构成 (亿美元)	22
图 46: 2018-2023 财年杰特贝林采浆量 (吨)	22
图 47: 2018-2023 财年杰特贝林浆站数量 (个)	22
图 48: 基立福 2023 年血制品板块收入表现及构成	23
图 49: 基立福采浆量 (吨)	23
图 50: 基立福浆站数量 (个)	23
图 51: 奥克特珐玛北美浆站分布地图	24
图 52: 奥克特珐玛采浆量变化 (吨)	24
图 53: 武田制药 2019-2023 财年血制品业务收入 (十亿日元)	24
图 54: 武田制药 2019-2023 财年血制品业务收入 (十亿日元)	25
图 55: 武田制药浆站与采浆量变化 (个)	25
图 56: 天坛生物外资持股变化	26
图 57: 博雅生物外资持股变化	26
图 58: 派林生物外资持股变化	26
图 59: 华兰生物外资持股变化	26
图 60: 上海莱士外资持股变化	26
图 61: 卫光生物外资持股变化	26
表 1: 血制品公司 2023Q1-2024Q1 营业收入与归母净利润季度同比增速	4
表 2: 各公司产品矩阵	14
表 3: 层析静丙 (10%) 研发进展统计	15
表 4: 2023 年行业收并购事件	25
表 5: 血制品公司估值表	27

1. 血制品行业景气度延续，看好 2024 全年表现

1.1. 财务数据：2023Q1 以来血制品供需两旺，血制品业绩持续向好
需求端持续旺盛，血制品公司业绩表现亮眼。2023Q1 以来，受新冠疫情放开及传染病等影响，血制品临床使用认知持续提升，使用场景不断扩大，血制品公司业绩持续向好，尤其人血白蛋白及静注人免疫球蛋白等产品仍处于供不应求状态。2024Q1 由于 2023Q1 的高基数影响，天坛生物、上海莱士、华兰生物、博雅生物等公司收入同比有所下降，派林生物由于采浆投浆等受疫情影响 2023Q1 表现为低基数，2024Q1 收入表现较为强劲。利润方面，天坛生物由于高浓度静丙、重组八因子上市提升毛利率，利润表现亮眼；华兰生物由于 2024Q1 流感疫苗销售少于去年，表观利润下滑；博雅生物由于剥离非血业务+2023Q1 血制品高基数，2024Q1 收入利润有所下滑。

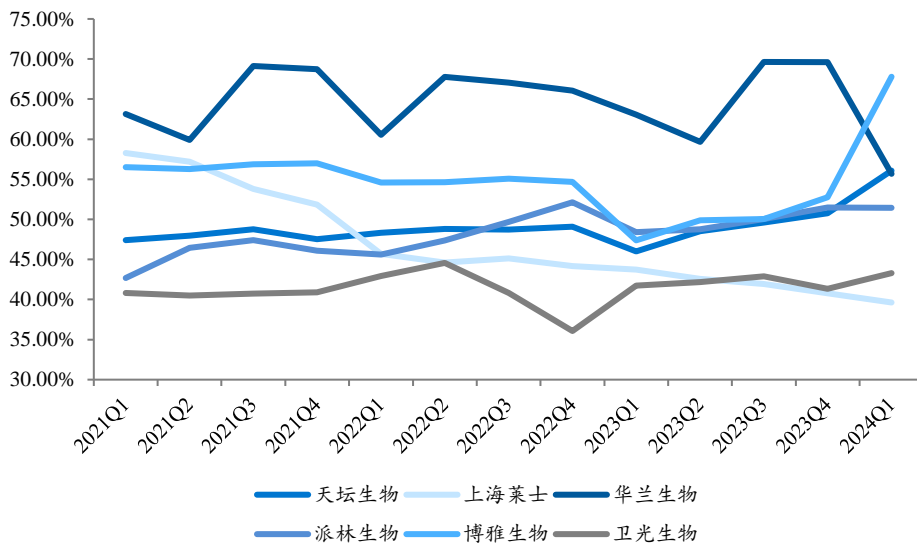
表 1：血制品公司 2023Q1-2024Q1 营业收入与归母净利润季度同比增速

公司简称	营业收入					归母净利润				
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
天坛生物	83.30%	17.98%	30.23%	-14.11%	-5.42%	109.23%	17.37%	48.49%	-20.59%	20.91%
上海莱士	22.40%	14.28%	22.72%	25.56%	-0.33%	31.12%	1.44%	1.08%	-102.94%	5.32%
华兰生物	37.46%	-58.77%	85.78%	56.23%	-10.60%	50.37%	-49.88%	70.22%	135.85%	-25.56%
派林生物	-47.87%	-8.65%	32.51%	4.63%	67.00%	-46.62%	-24.82%	42.42%	20.34%	116.31%
博雅生物	23.11%	-1.23%	-5.04%	-31.71%	-44.36%	64.47%	-11.23%	-0.93%	-1728.1%	-10.74%
卫光生物	51.34%	164.34%	54.95%	22.06%	8.53%	80.54%	156.52%	94.01%	50.90%	2.40%

数据来源：Wind，东北证券

血制品经营效率持续提升，看好行业未来盈利能力。从 2024Q1 业绩表现看，大部分血制品公司利润增速显著大于收入增速，一方面由于血制品供需两旺以及推出新产品等使毛利率有所提升，另一方面各个公司经营效率持续提升，费用率管控有所优化。

图 1：2021Q1-2024Q1 血制品公司毛利率对比



数据来源：Wind，东北证券

毛利率：天坛生物、派林生物、博雅生物、卫光生物等公司毛利率 2023 年以来提升明显，系血制品价格提升、推出新产品以及高毛利产品销售提升影响。此外博雅生物由于 2023 年底剥离了天安药业以及复大医药相关业务，2024Q1 毛利率显著提升。上海莱士由于低毛利的代理白蛋白业务增长显著快于自产血制品业务，毛

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/428015054126006067>