

**投资评级 优于大市 维持**

## 原料血浆增长弹性大，海外销售表现突出

### 股票数据

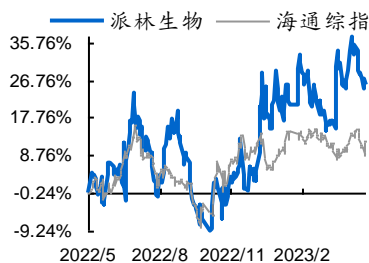
05月05日收盘价(元)	21.69
52周股价波动(元)	16.60-26.20
总股本/流通A股(百万股)	733/640
总市值/流通市值(百万元)	15891/13874

### 相关研究

《Q2 业绩受疫情影响，海外销售表现相对突出》2022.09.07

《业绩快速稳健增长，采浆规模持续提升》2022.05.09

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.2	-2.1	-11.4
相对涨幅(%)	-6.1	0.6	-8.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婷

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

### 投资要点:

● **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 24.05 亿元 (+21.98%), 归母净利润 5.87 亿元 (+50.14%), 扣非后归母净利润 5.18 亿元 (+99.39%), 经营业绩大幅增长, 主要系 1) 全年产品生产及供应情况良好; 2) 国内市场优化产品结构, 国外市场多种产品出口东南亚、南美洲及中东部分国家; 3) 大力推动提质增效, 产品收率稳中有升, 部分产品生产成本低下降; 4) 财务收益同比大幅增加。23Q1 公司实现营业收入 2.61 亿元 (-47.87%), 归母净利润 0.56 亿元 (-46.62%), 扣非归母净利润 0.36 亿元 (-59.73%), 业绩同比下降, 主要系 22H2 受疫情影响公司各地浆站遭遇反复关停, 导致 22Q4 投浆量下降, 进而使得 23Q1 可售产品减少。

### 点评:

● 公司通过内生与外延并举, 强化与新疆德源战略合作, 加快募投项目浆站建设, 2022 年铁力浆站和尚志浆站通过验收并实现采浆。同时公司加大浆站绩效考核及激励力度, 全力推动采浆量稳定供应, 2022 年采浆量超 800 吨。目前广东双林拥有 19 个浆站, 其中在采浆站 17 个, 2 个建设完成等待验收, 公司将尽快推动完成鹤山和坦洲浆站验收工作, 目前已在和广东省卫健委积极沟通; 派斯菲科拥有 19 个浆站, 其中在采建站 11 个, 在建及待验收浆站 8 个, 23 年内其余部分浆站预计完成建设后推动验收并采浆。若未来实际控制人变更为陕西国资委, 我们认为公司在新建浆站方面的竞争力将有所提升。

● 公司已在东南亚、南美洲及中东部分国家实现多种产品海外出口销售, 在积极抓住应急出口类短期贸易机会的同时, 正在多个国家和地区与合作伙伴推进海外市场法规注册出口的长期贸易机会。2022 年公司实现海外销售收入 1.13 亿元, 同比增长 534.38%, 收入占比增加 3.8pcts。

● 截至 2022 年底, 广东双林拥有 3 大类 7 个品种, 派斯菲科拥有 3 大类 9 个品种, 合计品种数量达到 10 个, 双方产品互补, 产品数量位居行业前列, 2022 年公司吨浆净利润近 70 万元/吨, 吨浆净利润提升明显。新产品研发方面, PCC 即将获得生产许可批件; 纤原已提交上市许可申请, 已收到 NMPA 药审中心的临床试验数据核查与注册现场核查通知; 高纯静丙和九因子拟申报临床, 我们认为新产品的陆续获批将进一步提升公司的盈利能力。

● **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.38 亿元、7.87 亿元、9.27 亿元, 对应 EPS 分别为 0.87 元、1.07 元、1.27 元。公司采浆量即将迈入行业第一梯队, 待采浆站验收后有望进一步提升原料血浆供应, 增长确定性大, 参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 25-30X 的 PE, 对应合理价值区间为 21.75-26.10 元, 继续维持“优于大市”评级。

● **风险提示:** 单采浆站监管风险, 价格波动风险, 疫情影响超预期风险。

### 主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1972	2405	2560	2922	3289
(+/-)YoY(%)	87.8%	22.0%	6.4%	14.2%	12.5%
净利润(百万元)	391	587	638	787	927
(+/-)YoY(%)	110.3%	50.1%	8.6%	23.4%	17.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.53	0.80	0.87	1.07	1.27
毛利率(%)	46.1%	52.1%	52.8%	53.2%	53.5%
净资产收益率(%)	6.2%	8.5%	8.5%	9.5%	10.1%

资料来源: 公司年报(2021A-2022A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 派林生物收入分项 (百万元)

报告期	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	1049.94	1971.74	2405.19	2559.78	2922.48	3288.52
增速 (%)	14.7%	87.8%	22.0%	6.4%	14.2%	12.5%
毛利率 (%)	48.8%	46.1%	52.1%	52.8%	53.2%	53.5%
血制品收入 (百万元)	1042.50	1966.47	2395.59	2548.75	2909.79	3273.93
增速 (%)	14.8%	88.6%	21.8%	6.4%	14.2%	12.5%
毛利率 (%)	48.5%	46.0%	52.1%	52.8%	53.2%	53.5%
其他业务收入 (百万元)	7.44	5.27	9.59	11.03	12.69	14.59
增速 (%)	-3.3%	-29.2%	82.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)		58.9%	51.3%	51.0%	51.0%	51.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)		市盈率 (X)		
		2023/5/5	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002007	华兰生物	22.54	0.59	0.79	0.95	38.22	28.43	23.72
600161	天坛生物	27.07	0.53	0.62	0.75	51.08	43.86	36.22
300294	博雅生物	37.75	0.86	1.07	1.27	43.90	35.30	29.71
	均值					44.40	35.86	29.88

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2405</b>	<b>2560</b>	<b>2922</b>	<b>3289</b>
每股收益	0.80	0.87	1.07	1.27	营业成本	1151	1208	1368	1530
每股净资产	9.37	10.24	11.32	12.58	毛利率%	52.1%	52.8%	53.2%	53.5%
每股经营现金流	0.72	0.94	1.06	1.24	营业税金及附加	17	18	21	24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	400	420	462	510
P/E	27.07	24.93	20.19	17.13	营业费用率%	16.6%	16.4%	15.8%	15.5%
P/B	2.31	2.12	1.92	1.72	管理费用	165	166	184	204
P/S	6.60	6.21	5.44	4.83	管理费用率%	6.9%	6.5%	6.3%	6.2%
EV/EBITDA	21.96	18.37	14.84	12.32	EBIT	600	681	820	942
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-55	-51	-80	-117
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-2.3%	-2.0%	-2.7%	-3.6%
毛利率	52.1%	52.8%	53.2%	53.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	24.4%	24.9%	26.9%	28.2%	投资收益	3	2	2	2
净资产收益率	8.5%	8.5%	9.5%	10.1%	<b>营业利润</b>	<b>663</b>	<b>733</b>	<b>901</b>	<b>1060</b>
资产回报率	7.4%	7.6%	8.5%	9.1%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	7.4%	7.8%	8.6%	8.9%	<b>利润总额</b>	<b>660</b>	<b>733</b>	<b>901</b>	<b>1060</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	731	799	944	1071
营业收入增长率	22.0%	6.4%	14.2%	12.5%	所得税	73	95	113	132
EBIT 增长率	36.4%	13.6%	20.4%	14.9%	有效所得税率%	11.0%	13.0%	12.6%	12.5%
净利润增长率	50.1%	8.6%	23.4%	17.9%	少数股东损益	1	1	1	1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>587</b>	<b>638</b>	<b>787</b>	<b>927</b>
资产负债率	14.0%	10.0%	10.2%	10.0%					
流动比率	3.18	5.07	5.55	6.24	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.47	3.94	4.47	5.13	货币资金	1001	1308	1985	2791
现金比率	1.04	1.94	2.54	3.24	应收账款及应收票据	873	860	1006	1123
<b>经营效率指标</b>					存货	624	716	788	889
应收账款周转天数	126.85	117.60	120.68	119.66	其它流动资产	549	535	558	571
存货周转天数	197.71	216.36	210.14	212.21	流动资产合计	3047	3418	4337	5374
总资产周转率	0.30	0.31	0.32	0.32	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.75	2.94	3.39	3.88	固定资产	874	871	862	848
					在建工程	386	386	386	386
					无形资产	193	178	163	148
					非流动资产合计	4935	4917	4894	4865
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>7982</b>	<b>8336</b>	<b>9231</b>	<b>10239</b>
净利润	587	638	787	927	短期借款	275	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	1	应付票据及应付账款	158	165	193	212
非现金支出	143	118	123	129	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-74	4	0	0	其它流动负债	526	510	589	650
营运资金变动	-132	-74	-134	-151	流动负债合计	959	674	782	862
<b>经营活动现金流</b>	<b>524</b>	<b>686</b>	<b>777</b>	<b>906</b>	长期借款	53	53	53	53
资产	-378	-100	-100	-100	其它长期负债	109	109	109	109
投资	-250	0	0	0	非流动负债合计	162	162	162	162
其他	72	2	2	2	<b>负债总计</b>	<b>1121</b>	<b>836</b>	<b>944</b>	<b>1024</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-556</b>	<b>-98</b>	<b>-98</b>	<b>-98</b>	实收资本	732	733	733	733
债权募资	226	-275	0	0	归属于母公司所有者权益	6868	7505	8292	9220
股权募资	3	0	0	0	少数股东权益	-6	-6	-5	-4
其他	-81	-6	-2	-2	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7982</b>	<b>8336</b>	<b>9231</b>	<b>10239</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>148</b>	<b>-281</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>115</b>	<b>307</b>	<b>677</b>	<b>806</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余文心 医药行业  
郑琴 医药行业

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

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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