

投资评级 优于大市 维持

Q2 业绩受疫情影响，海外销售表现相对突出

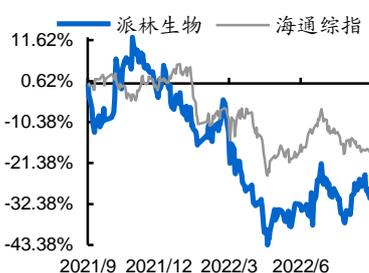
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 09月06日收盘价(元) | 20.20 |
| 52周股价波动(元) | 16.20-34.32 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 732/603 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 14794/12184 |

相关研究

《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 (%) | 3.9 | -7.1 | 1.2 |
| 相对涨幅 (%) | 6.4 | 1.3 | 4.0 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@htsec.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婷

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@htsec.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 实现营业收入 9.91 亿元 (+25.35%), 归母净利润 2.21 亿元 (+25.60%), 扣非归母净利润 1.92 亿元 (+29.73%)。分季度来看, 单 Q2 实现营业收入 4.91 亿元 (-2.99%), 归母净利润 1.15 亿元 (-3.47%), 扣非归母净利润 1.02 亿元 (-1.82%), 收入同比和环比均有所下滑, 一方面由于 3 月下旬起全国疫情多点散发, 物流配送及医疗机构的运营受到一定影响; 另一方面由于派斯菲科批签发在吉林所, 而吉林疫情较为严重且到年中才缓解, 因此派斯菲科批签发也受到一定影响, 单季度可售库存有所下降。
- 内生与外延并举, 原料血浆增长弹性大。** 通过战略重组派斯菲科和与新疆德源进行战略合作, 单采血浆站数量合计达到 38 个, 目前位居行业前三, 其中在采浆站共 27 个, 22H1 整体采浆量接近 450 吨。目前, 广东双林拥有 2 个浆站建设完成等待验收, 派斯菲科拥有 9 个在建浆站, 随着上述浆站陆续开始采浆, 公司的采浆规模有望进一步提升。
- 海外市场供应趋紧, 出口销售表现靓丽。** 全球血液制品原料血浆和产品供应整体趋紧, 给国产替代和海外出口创造了机遇。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。22H1 公司实现海外销售收入 1.03 亿元, 同比大幅增长 4060.12%。
- 持续加大研发投入, 吨浆净利润有望进一步提升。** 截至目前, 公司合计品种数量达到 10 个, 其中广东双林拥有 3 大类 7 个品种, 派斯菲科拥有 3 大类 9 个品种, 人凝血酶原复合物注册现场核查已通过, 预计年内可获得生产批文。公司拥有领先的研发实力, 在研产品进度较快的数量超过 10 个, 我们认为未来公司将持续加大产品研发力度, 强化广东双林和派斯菲科研发资源协同, 提高研发效率, 快速提升产品数量, 推动吨浆净利润进一步提升。
- 盈利预测:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.99 亿元、7.46 亿元、9.48 亿元, 对应 EPS 分别为 0.82 元、1.02 元、1.29 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 2022 年 25-30X 的 PE, 对应合理价值区间为 20.45-24.55 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

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1050 | 1972 | 2422 | 2848 | 3377 |
| (+/-)YoY(%) | 14.7% | 87.8% | 22.8% | 17.6% | 18.6% |
| 净利润(百万元) | 186 | 391 | 599 | 746 | 948 |
| (+/-)YoY(%) | 15.9% | 110.3% | 53.2% | 24.4% | 27.2% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.25 | 0.53 | 0.82 | 1.02 | 1.29 |
| 毛利率(%) | 48.8% | 46.1% | 47.2% | 48.0% | 49.4% |
| 净资产收益率(%) | 19.3% | 6.2% | 8.7% | 9.7% | 11.0% |

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入 (百万元) | 915.66 | 1049.94 | 1971.74 | 2421.96 | 2847.98 | 3377.22 |
| 增速 (%) | | 14.7% | 87.8% | 22.8% | 17.6% | 18.6% |
| 毛利率 (%) | 52.3% | 48.8% | 46.1% | 47.2% | 48.0% | 49.4% |
| 血制品收入 (百万元) | 907.97 | 1042.50 | 1966.47 | 2416.96 | 2843.22 | 3372.70 |
| 增速 (%) | | 14.8% | 88.6% | 22.9% | 17.6% | 18.6% |
| 毛利率 (%) | 51.9% | 48.5% | 46.0% | 47.2% | 48.0% | 49.4% |
| 其他业务收入 (百万元) | 7.69 | 7.44 | 5.27 | 5.01 | 4.76 | 4.52 |
| 增速 (%) | | -3.3% | -29.2% | -5.0% | -5.0% | -5.0% |
| 毛利率 (%) | | | 58.9% | 58.0% | 58.0% | 58.0% |

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) | | |
|--------|------|----------|------|----------|-------|-------|---------|-------|--|
| | | 2022/9/6 | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | |
| 002007 | 华兰生物 | 19.93 | 0.71 | 0.88 | 1.04 | 27.94 | 22.70 | 19.15 | |
| 600161 | 天坛生物 | 21.90 | 0.57 | 0.51 | 0.60 | 38.42 | 42.82 | 36.62 | |
| 300294 | 博雅生物 | 34.42 | 0.79 | 1.00 | 1.19 | 43.57 | 34.51 | 28.91 | |
| | 均值 | | | | | 36.64 | 33.34 | 28.22 | |

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2022 年 9 月 6 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 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 1972 | 2422 | 2848 | 3377 |
| 每股收益 | 0.53 | 0.82 | 1.02 | 1.29 | 营业成本 | 1063 | 1278 | 1480 | 1708 |
| 每股净资产 | 8.64 | 9.45 | 10.47 | 11.77 | 毛利率% | 46.1% | 47.2% | 48.0% | 49.4% |
| 每股经营现金流 | 0.56 | 0.61 | 0.88 | 1.12 | 营业税金及附加 | 15 | 18 | 21 | 25 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 229 | 242 | 279 | 328 |
| P/E | 37.83 | 24.69 | 19.84 | 15.60 | 营业费用率% | 11.6% | 10.0% | 9.8% | 9.7% |
| P/B | 2.34 | 2.14 | 1.93 | 1.72 | 管理费用 | 190 | 203 | 234 | 270 |
| P/S | 7.51 | 6.11 | 5.19 | 4.38 | 管理费用率% | 9.6% | 8.4% | 8.2% | 8.0% |
| EV/EBITD | 35.18 | 18.65 | 14.79 | 11.30 | EBIT | 440 | 659 | 809 | 1015 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -46 | -48 | -70 | -102 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -2.3% | -2.0% | -2.5% | -3.0% |
| 毛利率 | 46.1% | 47.2% | 48.0% | 49.4% | 资产减值损失 | -104 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 19.8% | 24.7% | 26.2% | 28.1% | 投资收益 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 净资产收益率 | 6.2% | 8.7% | 9.7% | 11.0% | 营业利润 | 460 | 708 | 880 | 1118 |
| 资产回报率 | 5.5% | 7.8% | 8.8% | 9.9% | 营业外收支 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 5.8% | 8.0% | 8.9% | 10.0% | 利润总额 | 458 | 708 | 880 | 1118 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITD | 563 | 735 | 889 | 1100 |
| 营业收入增长率 | 87.8% | 22.8% | 17.6% | 18.6% | 所得税 | 66 | 108 | 133 | 169 |
| EBIT 增长率 | 94.0% | 49.9% | 22.7% | 25.5% | 有效所得税率% | 14.5% | 15.3% | 15.1% | 15.1% |
| 净利润增长率 | 110.3% | 53.2% | 24.4% | 27.2% | 少数股东损益 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 391 | 599 | 746 | 948 |
| 资产负债率 | 10.7% | 9.9% | 10.0% | 10.2% | | | | | |
| 流动比率 | 3.84 | 4.73 | 5.28 | 5.74 | 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 速动比率 | 2.67 | 3.24 | 3.79 | 4.26 | 货币资金 | 886 | 1120 | 1673 | 2399 |
| 现金比率 | 1.38 | 1.74 | 2.29 | 2.80 | 应收账款及应收票据 | 562 | 685 | 808 | 957 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 739 | 943 | 1071 | 1244 |
| 应收账款周转天数 | 99.11 | 98.23 | 98.52 | 98.42 | 其它流动资产 | 282 | 298 | 307 | 319 |
| 存货周转天数 | 253.66 | 269.13 | 263.98 | 265.69 | 流动资产合计 | 2469 | 3045 | 3859 | 4918 |
| 总资产周转率 | 0.28 | 0.32 | 0.33 | 0.35 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 2.67 | 3.17 | 3.63 | 4.22 | 固定资产 | 740 | 764 | 784 | 800 |
| | | | | | 在建工程 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| | | | | | 无形资产 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 4618 | 4643 | 4663 | 4679 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 7088 | 7688 | 8522 | 9597 |
| 净利润 | 391 | 599 | 746 | 948 | 短期借款 | 114 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 应付票据及应付账款 | 171 | 154 | 189 | 224 |
| 非现金支出 | 236 | 75 | 80 | 84 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -116 | -3 | -5 | -6 | 其它流动负债 | 358 | 489 | 541 | 633 |
| 营运资金变动 | -103 | -227 | -173 | -208 | 流动负债合计 | 642 | 644 | 730 | 857 |
| 经营活动现金流 | 408 | 445 | 648 | 819 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -325 | -100 | -100 | -100 | 其它长期负债 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 投资 | -160 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 其他 | -193 | 5 | 5 | 6 | 负债总计 | 760 | 761 | 848 | 974 |
| 投资活动现金流 | -678 | -95 | -95 | -94 | 实收资本 | 733 | 732 | 732 | 732 |
| 债权募资 | -519 | -114 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 6326 | 6924 | 7670 | 8618 |
| 股权募资 | 1597 | -1 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 其他 | -22 | -2 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 7088 | 7688 | 8522 | 9597 |
| 融资活动现金流 | 1056 | -116 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 786 | 234 | 553 | 726 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 06 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 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： 凯莱英,纳微科技,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,百普赛斯,诺唯赞,诺禾致源,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,康华生物,康希诺,智飞生物,老百姓,新天药业,爱博医疗,牙博士医疗,百克生物,一心堂,通策医疗,恒瑞医药

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 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; 2. 市场基准指数的比较标准: 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。