派林生物（000403.SZ）

疫情下业绩短期承压，利润率持续提升

公司发布 2022 年三季报：2022 年前三季度实现营业收入 14.93 亿元，归母净利润 3.50 亿元，扣非归母净利润 2.99 亿元，同比分别增长+11.27%、+15.01%、+15.09%。其中，2022 年第三季度实现营业收入 5.02 亿元，归母净利润 1.29 亿元，扣非归母净利润 1.07 亿元，同比分别增长-8.91%、+0.45%、-4.24%。

- **疫情下业绩增长承压，净利率持续提升：**2022 年 Q3 收入及利润端均承压，我们预计主要是今年上半年疫情对采浆影响的延迟显现。公司浆站主要集中在黑龙江和广东，2022Q1 起受疫情及防控政策影响较大，由于从采浆到确认收入有一定的传导期，故在 Q3 对公司产品供应端带来一定影响（根据中检所数据，2022Q3 派林生物人血白蛋白/静丙批签发次数同比分别下降 35%/56%），预计 Q4 将环比提升。从盈利效率角度看，由于因子类产品放量（2022Q3 广东双林凝血因子 VIII 获批签发 13 批、去年同期 4 批；派斯菲科纤原获批签发 15 批，去年同期 3 批；狂犬及破免获批签发 4 批及 6 批，环比上季度增长 100%和 200%）及经营管理效率改善，净利率逐步提升，2022 年前三季度净利率 23.47%、较 2021 年底+3.61%、较半年报+1.11%。
- **拓源提效推动中长期增长：**
  - **拓源：**目前公司单采血浆站数共 38 个、位居行业第三。其中广东双林现拥有 19 个浆站，在采 17 个+2 个建设完成待验收，多个浆站处于爬坡增长期。派斯菲科拥有 10 家在采浆站及 9 家在建浆站，其中 8 月份铁力市派斯菲科单采血浆有限公司已通过验收开始采浆。在存量浆站爬坡及新浆站增量推动下，预计采浆量将达千吨，快速跻身品行业第一梯队。
  - **提效：**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，位居行业前列。目前公司人凝血酶原复合物注册现场核查已通过，在研产品进度较快的数量超过 10 个，产品组合拓宽将对吨浆利润提升起到关键推动作用。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好公司外延与内生并举，浆量拓展叠加吨浆利润提升，海外市场持续拓展。预计 2022-2024 年实现归母净利润 5.21/6.58/7.26 亿元，对应市盈率 26/20/18 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复风险，政策风险，原料供应不足风险，新品研发不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1050	1972	2331	2674	3092
同比增长	15%	88%	18%	15%	16%
营业利润(百万元)	220	460	613	774	854
同比增长	22%	109%	33%	26%	10%
归母净利润(百万元)	186	391	521	658	726
同比增长	16%	110%	33%	26%	10%
每股收益(元)	0.38	0.53	0.71	0.90	0.99
PE	48.1	34.0	25.5	20.2	18.3
PB	9.3	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/医药生物
目标估值：NA
当前股价：18.15 元

基础数据

总股本（万股）	73236
已上市流通股（万）	60223
总市值（亿元）	133
流通市值（亿元）	109
每股净资产（MRQ）	9.0
ROE（TTM）	6.6
资产负债率	12.5%
主要股东	杭州浙民投天弘投资合伙企
主要股东持股比例	18.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	6	-42
相对表现	10	18	-13

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《派林生物（000403）—出口业务破亿，下半年业绩有望提速》2022-08-31
2、《派林生物（000403）—海外出口突破，业绩持续环比增长态势》2021-10-20
3、《派林生物（000403）—业绩高速增长，继续看好采浆规模和吨浆效率双升》2021-08-30

许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
方秋实 研究助理
fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	874	2469	3236	4135	4952
现金	103	886	3980	2440	2972
交易性投资	0	234	0	0	0
应收票据	22	27	32	37	42
应收款项	277	535	-1700	650	752
其它应收款	6	13	15	17	20
存货	442	739	867	944	1111
其他	24	35	42	47	54
非流动资产	779	4618	4389	4181	4144
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	740	749	757	863
无形资产商誉	91	2872	2635	2421	2279
其他	338	1007	1005	1003	1002
资产总计	**1653**	**7088**	**7625**	**8316**	**9096**
流动负债	641	642	750	782	834
短期借款	332	114	99	100	100
应付账款	46	171	201	219	258
预收账款	5	12	14	15	17
其他	257	346	436	448	459
长期负债	45	118	67	68	68
长期借款	20	0	0	0	0
其他	25	118	67	68	68
负债合计	**686**	**760**	**817**	**850**	**902**
股本	492	733	733	733	733
资本公积金	18	4747	4747	4747	4747
留存收益	455	846	1326	1984	2710
少数股东权益	2	2	3	4	4
归属于母公司所有者	965	6326	6805	7463	8190
负债及权益合计	**1653**	**7088**	**7625**	**8316**	**9096**

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	195	408	3094	(1429)	799
净利润	186	391	521	658	726
折旧摊销	56	123	430	407	387
财务费用	2	(35)	(17)	(23)	(19)
投资收益	0	(4)	(63)	(64)	(64)
营运资金变动	(38)	(72)	2285	(2474)	(237)
其它	(11)	4	(62)	67	5
投资活动现金流	(303)	(678)	97	(136)	(286)
资本支出	(40)	(326)	(200)	(200)	(250)
其他投资	(263)	(352)	297	64	(36)
筹资活动现金流	97	1056	(97)	25	19
借款变动	15	(4016)	(22)	1	0
普通股增加	220	240	0	0	0
资本公积增加	(99)	4729	0	0	0
股利分配	(33)	0	(41)	0	0
其他	(6)	102	(34)	24	19
现金净增加额	(11)	786	3094	(1540)	532

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1050	1972	2331	2674	3092
营业成本	537	1063	1255	1365	1607
营业税金及附加	7	15	18	21	24
营业费用	159	229	273	313	356
管理费用	118	190	221	254	294
研发费用	11	36	30	35	40
财务费用	1	(46)	(17)	(23)	(19)
资产减值损失	(2)	(113)	(1)	0	0
公允价值变动收	0	74	50	50	50
其他收益	5	11	11	11	11
投资收益	0	4	2	3	3
营业利润	220	460	613	774	854
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	217	458	610	771	851
所得税	35	66	89	112	124
少数股东损益	(3)	0	1	1	1
归属于母公司净利	186	391	521	658	726

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	15%	88%	18%	15%	16%
营业利润	22%	109%	33%	26%	10%
归母净利润	16%	110%	33%	26%	10%
获利能力					
毛利率	48.8%	46.1%	46.2%	49.0%	48.0%
净利率	17.7%	19.8%	22.3%	24.6%	23.5%
ROE	19.3%	6.2%	7.7%	8.8%	8.9%
ROIC	14.1%	5.5%	7.4%	8.5%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	41.5%	10.7%	10.7%	10.2%	9.9%
净负债比率	21.3%	1.7%	1.3%	1.2%	1.1%
流动比率	1.4	3.8	4.3	5.3	5.9
速动比率	0.7	2.7	3.2	4.1	4.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.3	1.8	1.6	1.5	1.6
应收账款周转率	4.0	4.6	-4.2	-5.4	4.2
应付账款周转率	13.8	9.8	6.7	6.5	6.7
每股资料(元)					
EPS	0.38	0.53	0.71	0.90	0.99
每股经营净现	0.40	0.56	4.22	-1.95	1.09
每股净资产	1.96	8.63	9.29	10.18	11.17
每股股利	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	48.1	34.0	25.5	20.2	18.3
PB	9.3	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	65.1	33.5	16.9	15.0	14.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学经济学学士、哥伦比亚大学运筹学硕士，6 年卖方研究经验，2020 年 4 月加入招商证券，此前就职于国金证券。

方秋实 生物医药行业研究助理

浙江大学财务管理学学士、会计硕士，2021 年 4 月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。