


2023年05月03日
 派林生物(000403.SZ)

ESSENCE


公司快报

证券研究报告

生物医药 III

23Q1 业绩短期承压，期待陕西国资委入主后赋能公司长期发展

事件：公司发布 2022 年报，业绩实现较快增长。2022 年全年，公司实现营业收入 24.05 亿元，同比增长 21.98%；归母净利润 5.87 亿元，同比增长 50.14%；扣非归母净利润 5.18 亿元，同比增长 99.39%。Q4 单季度，公司实现营业收入 9.12 亿元，同比增长 44.82%；归母净利润 2.38 亿元，同比增长 172.60%；扣非归母净利润 2.19 亿元，同比增加 2.19 亿元，Q4 及全年业绩快速增长主要系 Q4 血制品销量大幅提升。2022 年公司实现毛利率 52.13%(+6.05pct)；净利率 24.43%，(+4.58pct)；期间费用率 24.33% (+3.59pct)，其中：销售费用率 16.61% (+4.98pct)，主要系公司销售推广力度增加；管理费用率 6.88% (-2.74pct)，主要系公司加强了预算管理及精细化管理，严格控制了费用支出；研发费用率 3.13% (+1.33pct)，主要系公司增加了研发项目及研发投入；财务费用率 -2.30% (+0.02pct)。

事件：公司发布 2023 年一季报，业绩短期承压。2023Q1，公司实现营收 2.61 亿元，同比下降 47.87%；归母净利润 0.56 亿元，同比下降 46.62%；扣非归母净利润 0.36 亿元，同比下降 59.73%，业绩降幅较大主要系该期白蛋白、静丙等产品批签发批次同比下滑，公司可售产品减少。成本与费用方面，2023Q1，公司实现毛利率 48.41% (+2.80pct)；期间费用率 31.02%(+9.36pct)，其中：销售费用率 15.88% (+1.93pct)；管理费用率 14.90% (+7.57pct)，主要系管理费用支出具有一定刚性，营业收入的下滑导致了管理费用率的大幅增长；研发费用率 5.47% (+2.56pct)；财务费用率 -5.23% (-2.71pct)；在费用率增幅较大的情况下，公司净利率仍提升了 0.37pct 至 21.55% 主要系本期销售回款较多，应收账款坏账准备对应转回导致信用减值损失项目较去年同期增加 1251 万元。

浆站建设稳步进行，陕西国资委拟入主或赋能公司发展。根据公司公告，公司通过战略重组派斯菲科、与新疆德源进行战略合作，单采血浆站数量合计达到 38 个，截至 2022 年年报，广东双林拥有的 19 个单采血浆站中，已在采单采血浆站 17 个，2 个建设完成等待验收；派斯菲科拥有的 19 个单采血浆站中，已在采单采血浆站 11 个，在建及待验收单采血浆站 8 个，2023 年度内其余部分浆站也将陆续完成验收开始采浆，2023 年采浆量预计将超过 1,000 吨。此外，2023 年 3 月，浙民投天弘、浙民投与胜帮英豪签署《股份转让协议》，拟将合计持有的公司 20.99% 股权转让给胜帮英豪，同时浙民投全资子公司浙岩投资拟将其持有的公司 2.02% 股份对应的表决权委托给胜帮英豪。若上述交易全部顺利实施完成，派林生物的实际控制人将变更

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

27.04 元

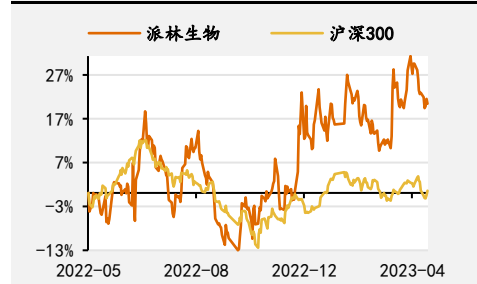
股价 (2023-04-28)

23.50 元

交易数据

总市值(百万元)	17,217.10
流通市值(百万元)	15,031.53
总股本(百万股)	732.64
流通股本(百万股)	639.64
12 个月价格区间	16.97/25.62 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.7	7.7	33.6
绝对收益	-1.0	4.1	36.4

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

为陕西国资委，或更有利于公司增加浆站数量，快速提升采浆规模，跻身血液制品行业第一梯队前列。

■ **产品研发有序推进，血浆综合利用率有望持续增长。**目前广东双林拥有 3 大类 7 个品种，派斯菲科拥有 3 大类 9 个品种，双方产品互补，合计数量达到 10 个，位居行业前列。公司拥有国内领先的研发实力，截至 2022 年底拥有授权专利共计 71 项，2022 年研发投入 9806 万元，同比增长 54.67%，研发投入占营业收入的比例达 4.08%，同比提升 0.86pct。公司在研产品中进度较快的数量超过 10 个，其中广东双林的 PCC 注册现场核查已通过，纤原已收到临床试验数据核查与注册现场核查通知，人凝血因子 IX 与新一代静丙（10%）已完成中试，拟申报临床；派斯菲科的 PCC 已获得药物临床试验批件，人凝血因子 VIII 已在中检院完成有机溶剂/去污剂（S/D）处理法灭活脂包膜类病毒的验证，拟申报临床，高纯静丙正在开展临床前试验研究工作，随着新产品的陆续上市，公司吨浆利润有望不断提升。

■ **海外业务稳步拓展，业绩增量可期。**新冠疫情期间，全球血液制品原料血浆和产品供应整体趋紧，给公司的海外出口创造了历史机遇。公司于 2021 年开始与巴西最大的药品生产、配送及零售业巨头之一的 Hypera 开展合作以应急采购出口模式向巴西市场销售血液制品。2022 年 4 月，公司派林生物与 Hypera 子公司 BRAINFARMA 签订协议，共同推动公司静丙产品在巴西市场的法规注册出口贸易，该协议有利公司海外出口业务的长远稳健发展以及盈利能力的持续提升。截至 2022 年底，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，同时也与诸多合作伙伴推进海外市场法规注册出口的长期贸易机会。2022 年公司海外收入达 1.13 亿元，同比增长 534.38%，海外收入占总收入的比重达 4.7%，同比提升 3.8pct，后续公司海外业务的稳步拓展有望持续贡献业绩增量。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 3.2%、18.3%、16.1%，净利润增速分别为 5.4%、19.5%、18.5%，对应 EPS 分别为 0.84 元、1.01 元、1.20 元，对应 PE 分别为 27.8 倍、23.3 倍、19.6 倍；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 27.04 元，对应 2023 年 32 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**浆源拓展不及预期、产品市场推广及销售不及预期、新产品研发进度不及预期、国际化拓展不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,971.7	2,405.2	2,483.1	2,938.6	3,412.5
净利润	391.1	587.1	619.1	739.6	876.5
每股收益(元)	0.53	0.80	0.84	1.01	1.20
每股净资产(元)	8.63	9.37	10.27	11.28	12.47

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	44.0	29.3	27.8	23.3	19.6
市净率(倍)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
净利润率	19.8%	24.4%	24.9%	25.2%	25.7%
净资产收益率	6.2%	8.5%	8.2%	9.0%	9.6%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	38.9%	11.6%	11.4%	13.1%	15.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,971.7	2,405.2	2,483.1	2,938.6	3,412.5	成长性					
减:营业成本	1,063.3	1,151.4	1,177.3	1,387.5	1,604.6	营业收入增长率	87.8%	22.0%	3.2%	18.3%	16.1%
营业税费	15.3	16.8	17.9	21.5	24.4	营业利润增长率	109.0%	44.1%	5.4%	19.4%	18.5%
销售费用	229.3	399.6	414.7	484.9	556.2	净利润增长率	110.3%	50.1%	5.4%	19.5%	18.5%
管理费用	189.7	165.5	171.3	199.8	225.2	EBITDA 增长率	171.7%	-1.9%	4.4%	19.8%	17.9%
研发费用	35.6	75.4	78.2	88.2	99.0	EBIT 增长率	177.5%	-2.5%	3.6%	21.4%	19.2%
财务费用	-45.8	-55.3	-61.2	-67.5	-75.9	NOPLAT 增长率	90.4%	52.7%	4.9%	20.3%	19.0%
资产减值损失	-103.7	0.1	-	-	-	投资资本增长率	410.8%	7.2%	4.2%	-0.8%	3.4%
加:公允价值变动收益	74.2	4.9	-	-	-	净资产增长率	554.4%	8.4%	9.6%	9.8%	10.6%
投资和汇兑收益	3.7	3.0	2.2	3.0	2.8						
营业利润	460.4	663.4	699.2	834.7	988.8	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	-3.0	-2.9	-2.8	-2.9	毛利率	46.1%	52.1%	52.6%	52.8%	53.0%
利润总额	458.0	660.4	696.3	831.9	985.9	营业利润率	23.4%	27.6%	28.2%	28.4%	29.0%
减:所得税	66.5	72.7	76.7	91.6	108.5	净利润率	19.8%	24.4%	24.9%	25.2%	25.7%
净利润	391.1	587.1	619.1	739.6	876.5	EBITDA/营业收入	37.3%	30.0%	30.4%	30.7%	31.2%
						EBIT/营业收入	31.4%	25.1%	25.2%	25.9%	26.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	100	121	128	109	93
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	118	133	150	134	124
货币资金	885.7	1,000.8	1,449.8	2,238.8	2,921.9	流动资产周转天数	305	413	486	505	537
交易性金融资产	234.2	422.4	422.4	422.4	422.4	应收账款周转天数	75	106	120	100	99
应收账款	543.8	868.4	787.1	851.9	1,019.1	存货周转天数	108	102	110	113	107
应收票据	27.1	37.6	36.5	43.3	52.2	总资产周转天数	798	1,128	1,202	1,110	1,057
预付账款	15.3	57.6	40.5	52.0	62.1	投资资本周转天数	508	722	739	635	554
存货	739.0	623.7	894.6	955.5	1,080.5						
其他流动资产	24.3	36.5	26.3	29.0	30.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.2%	8.5%	8.2%	9.0%	9.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	7.4%	7.2%	7.8%	8.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	38.9%	11.6%	11.4%	13.1%	15.7%
投资性房地产	-	0.4	0.4	0.4	0.4	费用率					
固定资产	739.7	873.7	898.2	888.8	865.5	销售费用率	11.6%	16.6%	16.7%	16.5%	16.3%
在建工程	334.4	385.7	414.7	427.5	439.3	管理费用率	9.6%	6.9%	6.9%	6.8%	6.6%
无形资产	257.4	272.5	276.1	269.2	261.7	研发费用率	1.8%	3.1%	3.2%	3.0%	2.9%
其他非流动资产	3,287.0	3,403.0	3,350.4	3,342.5	3,360.4	财务费用率	-2.3%	-2.3%	-2.5%	-2.3%	-2.2%
资产总额	7,087.8	7,982.3	8,596.9	9,521.4	10,516.0	四费/营业收入	20.7%	24.3%	24.3%	24.0%	23.6%
短期债务	113.5	275.1	275.1	275.1	275.1	偿债能力					
应付账款	384.2	485.0	534.0	706.1	817.0	资产负债率	10.7%	14.0%	12.6%	13.3%	13.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	12.0%	16.3%	14.4%	15.3%	15.1%
其他流动负债	144.5	199.3	157.2	171.5	176.7	流动比率	3.84	3.18	3.78	3.98	4.40
长期借款	-	52.9	-	-	-	速动比率	2.69	2.53	2.86	3.16	3.55
其他非流动负债	117.8	109.0	113.4	111.2	112.3	利息保障倍数	-13.55	-10.93	-10.23	-11.25	-11.93
负债总额	760.1	1,121.2	1,079.7	1,263.8	1,381.1	分红指标					
少数股东权益	2.1	-6.4	-5.8	-5.1	-4.3	DPS(元)	0.06	-	-	-	-
股本	732.9	732.4	732.6	732.6	732.6	分红比率	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	5,624.7	6,171.3	6,790.4	7,530.0	8,406.6	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6,327.7	6,861.1	7,517.2	8,257.6	9,134.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.53	0.80	0.84	1.01	1.20
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	8.63	9.37	10.27	11.28	12.47
净利润	391.5	587.7	619.1	739.6	876.5	PE(X)	44.0	29.3	27.8	23.3	19.6
加:折旧和摊销	123.1	122.0	128.0	143.5	159.1	PB(X)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
资产减值准备	103.7	-0.1	-	-	-	P/FCF	-4.8	36.4	47.9	22.1	24.6
公允价值变动损失	-74.2	-4.9	-	-	-	P/S	8.7	7.2	6.9	5.9	5.0
财务费用	-34.9	-41.2	-61.2	-67.5	-75.9	EV/EBITDA	25.6	20.5	19.8	15.6	12.6
投资收益	-3.7	-3.0	-2.2	-3.0	-2.8	CAGR(%)	23.7%	14.3%	50.3%	23.7%	14.3%
少数股东损益	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	PEG	1.9	2.1	0.6	1.0	1.4
营运资金的变动	-364.8	-234.2	-99.4	45.2	-213.3	ROIC/WACC	3.7	1.1	1.1	1.3	1.5
经营活动产生现金流量	408.2	524.2	584.7	858.5	744.4	REP	1.1	2.7	2.6	2.2	1.7
投资活动产生现金流量	-678.3	-556.4	-182.8	-137.0	-137.2						
融资活动产生现金流量	1,055.8	148.5	47.0	67.5	75.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034