

公司研究

海外销售取得突破性进展，采浆规模快速跻身第一梯队

——派林生物（000403.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年报，实现营业收入9.91亿元，同比+25.35%；归母净利润2.21亿元，同比+25.60%；扣非归母净利润1.92亿元，同比+29.73%；经营性净现金流2.28亿元，同比+118.48%；EPS 0.30元。业绩略低于市场预期。

点评：

海外销售取得突破性进展，采浆规模跻身行业第一梯队：2022Q1~Q2，公司单季度营业收入5.00/4.91亿元，同比+75.67%/-2.99%；归母净利润1.06/1.15亿元，同比+87.24%/-3.47%；扣非归母净利润0.90/1.02亿元，同比+103.83%/-1.82%。Q2负增长估计主要是新冠疫情的影响。公司在国内市场不断优化产品结构调整销售策略，2022H1国内市场销售收入88,773.14万元，同比+12.64%；海外市场方面，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，公司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，2022H1海外销售收入10,332.07万元，同比增长4,060.12%。广东双林拥有19个单采血浆站，已在采单采17个，2个建设完成等待验收；派斯菲科拥有19个单采血浆站，已在采10个，在建9个，铁力市派斯菲科单采血浆有限公司已通过验收开始采浆，2022年度内其余部分浆站也将陆续完成验收开始采浆。公司浆站数量合计达到38个，目前位居行业前三，采浆规模将快速跻身血液制品行业第一梯队。

持续投入研发，新品提升吨浆净利润：2022H1，公司研发投入0.36亿元，同比+19.08%。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。公司拥有国内领先的研发实力，公司在研产品进度较快的数量超过10个，人凝血酶原复合物注册现场核查已通过，未来产品数量将持续增加，产品数量将位居行业前列，随着血制品新品类陆续上市，公司的综合血浆利用率将持续上升，为公司的业绩增长增添新的动力。

盈利预测、估值与评级：考虑到疫情对公司业务造成一定影响，且海外业务具有一定的不确定性，下调2022~2024年归母净利润预测为5.83/6.91/8.19亿元（原预测为6.67/7.97/9.47亿元，分别下调13%/13%/14%），同比增长49.10%/18.57%/18.53%，按最新股本测算EPS为0.80/0.94/1.12元，现价对应PE为27/23/19倍，维持“买入”评级。

风险提示：采浆量低于预期；血制品价格波动；在研血制品进度慢于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,050	1,972	2,381	2,760	3,089
营业收入增长率	14.67%	87.80%	20.77%	15.92%	11.89%
净利润（百万元）	186	391	583	691	819
净利润增长率	15.90%	110.29%	49.10%	18.57%	18.53%
EPS（元）	0.38	0.53	0.80	0.94	1.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.26%	6.18%	8.49%	9.22%	9.94%
P/E	57	40	27	23	19
P/B	10.9	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-30（注：2020年底总股本为492,434,666股，2021年因非公开发行股票、股权激励、期权行权等因素导致总股本变更为732,919,234股，2022年因期权行权、注销回购股份等因素导致总股本变更为732,360,101股）

买入（维持）

当前价：21.36元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.32
总市值(亿元):	156.43
一年最低/最高(元):	16.16/34.22
近3月换手率:	73.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.53	7.61	-13.66
绝对	11.83	7.53	-28.65

资料来源：Wind

相关研报

采浆量迅速跻身血制品第一梯队，血制品数量持续丰富——派林生物（000403.SZ）2021年报及2022年一季报点评（2022-05-02）
业绩持续高增长，经营质量稳步提升——派林生物（000403.SZ）2021年三季报点评（2021-10-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,050	1,972	2,381	2,760	3,089
营业成本	537	1,063	1,252	1,435	1,575
折旧和摊销	47	116	113	125	137
税金及附加	7	15	18	21	23
销售费用	159	229	257	295	329
管理费用	118	190	171	174	177
研发费用	11	36	51	55	60
财务费用	1	-46	-21	-26	-31
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	220	460	687	814	965
利润总额	217	458	687	814	965
所得税	35	66	103	122	145
净利润	183	392	584	692	820
少数股东损益	-3	0	1	1	1
归属母公司净利润	186	391	583	691	819
EPS (元)	0.38	0.53	0.80	0.94	1.12

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	195	408	481	701	875
净利润	186	391	583	691	819
折旧摊销	47	116	113	125	137
净营运资金增加	151	550	232	163	113
其他	-190	-648	-447	-279	-194
投资活动产生现金流	-303	-678	-205	-256	-268
净资本支出	-40	-325	-93	-150	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-263	-353	-113	-106	-118
融资活动现金流	97	1,056	-132	-28	-35
股本变化	220	240	-1	0	0
债务净变化	242	-232	-121	0	0
无息负债变化	-27	306	-47	53	42
净现金流	-11	786	143	417	572

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	48.8%	46.1%	47.4%	48.0%	49.0%
EBITDA 率	27.0%	34.3%	31.5%	33.3%	34.8%
EBIT 率	21.7%	28.1%	26.7%	28.7%	30.4%
税前净利润率	20.7%	23.2%	28.8%	29.5%	31.3%
归母净利润率	17.7%	19.8%	24.5%	25.0%	26.5%
ROA	11.1%	5.5%	7.8%	8.5%	9.2%
ROE (摊薄)	19.3%	6.2%	8.5%	9.2%	9.9%
经营性 ROIC	13.5%	8.3%	9.0%	10.8%	12.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	11%	8%	8%	8%
流动比率	1.36	3.84	5.59	6.24	7.10
速动比率	0.67	2.69	4.03	4.76	5.74
归母权益/有息债务	2.74	52.46	-	-	-
有形资产/有息债务	4.37	34.65	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,653	7,088	7,463	8,147	8,938
货币资金	103	886	1,029	1,445	2,017
交易性金融资产	0	234	301	361	433
应收账款	277	535	595	690	772
应收票据	22	27	43	50	56
其他应收款 (合计)	6	13	26	30	33
存货	442	739	783	808	798
其他流动资产	18	20	20	20	20
流动资产合计	874	2,469	2,810	3,419	4,147
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	740	770	780	777
在建工程	33	334	306	282	264
无形资产	65	200	235	268	298
商誉	0	2,615	2,615	2,615	2,615
其他非流动资产	3	55	55	55	55
非流动资产合计	779	4,618	4,653	4,728	4,791
总负债	686	760	592	645	687
短期借款	332	114	0	0	0
应付账款	46	171	133	153	167
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	6	8	8
其他流动负债	12	12	12	12	12
流动负债合计	641	642	503	548	584
长期借款	20	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	70	78	86	92
非流动负债合计	45	118	89	97	104
股东权益	967	6,328	6,870	7,502	8,250
股本	492	733	732	732	732
公积金	134	4,873	4,932	5,001	5,083
未分配利润	374	751	1,235	1,797	2,462
归属母公司权益	965	6,326	6,868	7,498	8,246
少数股东权益	2	2	3	4	5

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	15.11%	11.63%	10.79%	10.70%	10.65%
管理费用率	11.19%	9.62%	7.16%	6.29%	5.73%
财务费用率	0.10%	-2.32%	-0.90%	-0.93%	-1.00%
研发费用率	1.05%	1.81%	2.12%	2.00%	1.95%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.06	0.08	0.10	0.12
每股经营现金流	0.40	0.56	0.66	0.96	1.19
每股净资产	1.96	8.63	9.38	10.24	11.26
每股销售收入	2.13	2.69	3.25	3.77	4.22

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	57	40	27	23	19
PB	10.9	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	39.9	22.5	19.7	15.7	12.9
股息率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE