



2019-10-22

公司点评报告

买入/首次

振兴生化(000403)

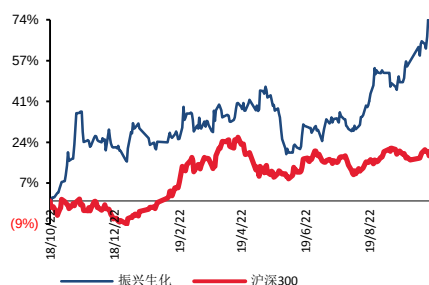
目标价: 44.02

昨收盘: 35.35

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

拐点确立，发展进入全新阶段

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	273/271
总市值/流通(百万元)	9,764/9,722
12 个月最高/最低(元)	36.31/20.81

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：近日发布 2019 年三季报，前三季度营收 6.41 亿元（+1.1%），归母净利润 1.27 亿元（58.4%），EPS 0.47 元，经营性现金流净额 1.06 亿元；19Q3 单季度收入 2.39 亿元（+15.3%），净利润 5000 万元（+264%），业绩延续向好趋势；近日公告公司拟更名为“双林生物”，公司发展进入新阶段。

点评：

业绩逐季向好，拐点明确，发展进入新阶段。前三季度营收分别为 1.77/2.25/2.39 亿元，净利润分别为 0.24/0.53/0.50 亿元，业绩逐季向好，拐点明确。随着历史问题彻底解决，特别是股东浙民投和佳兆业前两大股东利益达成一致，共同致力于公司经营发展，公司发展进入全新阶段：1）管理方面，上市公司总部和广东双林两级架构合并，实职部门全部设在广东双林，总部仅设置必要的职能部门，此外上下两级部分人员相互兼任，上市公司总经理同时兼任双林总经理，公司运营效率和管理水平稳步提高；2）发展前景方面，采浆稳步提升，未来三年有望突破 600 吨，新品和规模效应提升吨浆净利润，未来单吨利润有望突破 75 万。

采浆量和血浆综合利用水平有望持续提升。公司目前共有 13 个浆站，11 个在采，2 个已建设完成等待验收，主要分布在广西、山西和广东三个区域，其中广西有 4 个成熟浆站（采浆量超 300 吨/年），是公司采浆的基础和保障；山西有 4 个浆站（1 老+3 新，采浆量提升迅猛，是未来采浆量主力增长点；广东 3 个在采，2 个已建设完成等待验收，未来将作为特免浆站运营。18 年采/投浆量 400/360 吨，预计 19 年采/投浆量 450/410 吨，仅考虑内生增长，22 年采浆量有望突破 600 吨。经营管理改善，吨浆净利润持续提升，17-18 年吨浆净利润分别为 36/32 万元，远低于行业龙头（80-100 万元/吨），今年以来经营改善，减少跑冒滴漏，管理费用大幅降低，19 年吨浆利润大幅提升，未来随着凝血因子 8、纤原、PCC 等品种获批上市，吨浆净利润有望突破 75 万元。

设立上海营销中心，强化静丙学术推广。19 年二季度上海营销中心投入使用，以此为基础，公司针对江浙沪传统的医药行业高价值市场开展静丙的学术推广工作，并辐射周边东南沿海的静丙市场，未来静丙市场空间巨大。特免类产品是公司的传统优势品类，公司在优化固有

市场渠道的基础上调整销售模式, 进一步增加市场占有率和盈利能力。

盈利预测与投资建议。未来三年业绩有望持续快速增长, 预计 19-21 年净利润 1.8 亿/2.5 亿/3.3 亿, 同比增速 125%/40%/30%, 对应 PE 54/39/30 倍, 20 年合理估值 120 亿元 (20PE48X), 公司拐点明确, 采浆和血浆综合利用水平稳步提升, 且存外延预期, 看好公司中长期发展前景, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 血制品降价风险, 产品销售不及预期, 新品上市不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	860	986	1142	1330
(+/-%)	25.5%	14.6%	15.8%	16.5%
净利润(百万元)	80	180	252	326
(+/-%)	270.3%	124.8%	40.0%	29.6%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.66	0.92	1.20
市盈率(PE)	122	54	39	30

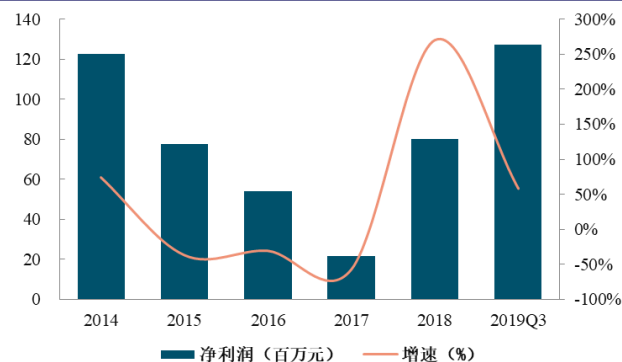
资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 2014-2019Q3 振兴生化营业收入 (百万元)



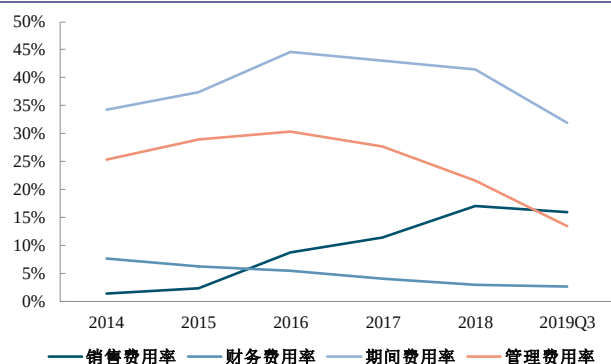
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 2: 2014-2019Q3 振兴生化净利润 (百万元)



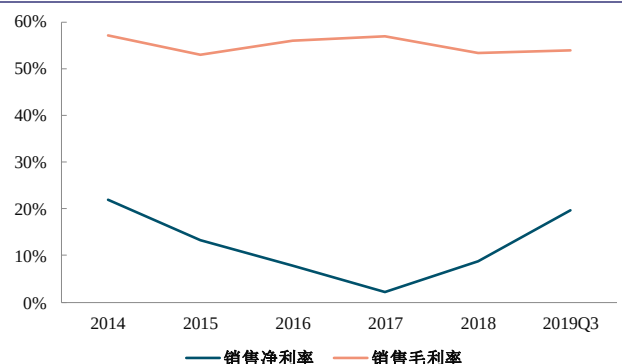
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 2014-2019Q3 振兴生化期间费用情况



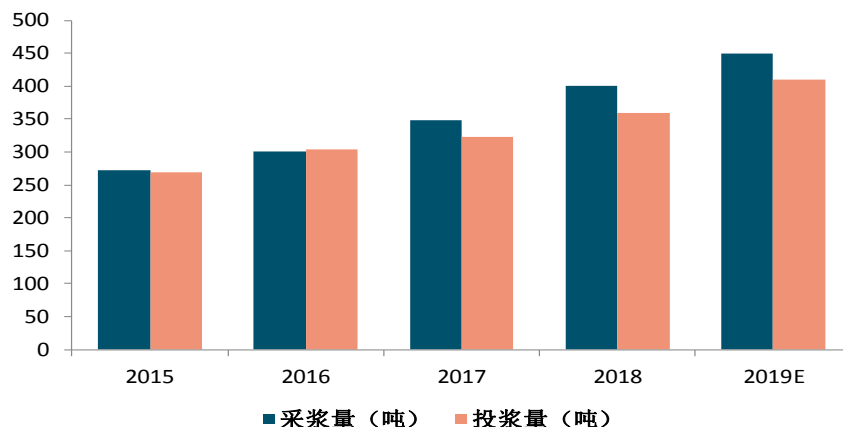
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 2014-2019Q3 振兴生化毛利率和净利率变化



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 5: 2011-2018 年振兴生化采/投浆量变化 (吨)



资料来源: 公司年报, 太平洋证券研究院

盈利预测及估值说明

假设 1—采浆量&投浆量：预计 19-21 年采浆量增速 13%、12%、11%，不考虑新建浆站和外延并购影响，未来五年采浆量复合增速 11.1%，23 年采浆量有望突破 650 吨；投浆量 19-21 年分别为 410 吨、470 吨、530 吨，同比增速 14%、15%、12%；

假设 2—新品种上市：人凝血因子 VIII 已提交临床补充资料，预计 20 年获批；纤维蛋白原年中已经完成临床总结，预计 19 年底提交上市申请，预计 20-21 年获批；凝血酶原复合物已经完成临床入组，预计年底完成临床研究进入数据总结阶段，20 年初报产，21 年有望获批

吨浆收入&利润：预计未来三年吨浆收入和利润将持续提升，19-21 年吨浆收入分别为 238 万元、240 万元、250 万元，吨浆净利润分别为 48 万元、57 万元、65 万元；随着新品获批上市，未来吨浆利润有望突破 75 万元；我们预计未来三年收入端复合增速超过 15%，利润端复合增速 60%左右，19-21 年净利润分别为 1.8 亿/2.5 亿/3.3 亿。考虑到血制品行业空间和公司未来发展前景，给予 19-21 年 60/48/45 倍 PE。

合理估值： 19-21 年合理估值 108 亿元，120 亿元，147 亿元，相比目前市值，1 年 20% 以上空间。

图表：振兴生化盈利预测与业绩拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一、血制品								
收入	566	681	847	976	1132	1320	1495	1676
增速 (%)		20.2%	24.5%	15.1%	16.0%	16.7%	13.2%	12.2%
净利润	114	117	115	197	269	343	410	484
贡献母公司净利润	114	117	115	197	269	343	410	484
增速 (%)		3%	-2%	72%	37%	28%	20%	18%
采浆量 (吨)	302	349	400	450	504	559	615	677
				13%	12%	11%		
投浆量 (吨)	304	323	360	410	472	528	586	645
增速 (%)		6%	12%	14%	15%	12%	11%	10%
吨浆收入 (万元/吨)	186	211	235	238	240	250	255	260
吨浆利润 (万元/吨)	37	36	32	48	57	65	70	75
二、其他								
收入	1	5	12	10	10	10	10	10
净利润	-69	-101	-40	-20	-20	-20	-20	-20
贡献母公司净利润	-60	-95	-35	-17	-17	-17	-17	-17
三、合计：								
收入	567	685	860	986	1142	1330	1505	1686
增速		20.8%	25.5%	14.6%	15.8%	16.5%	13.1%	12.1%
净利润	44	15	75	177	249	323	390	464
归母净利润	54	22	80	180	252	326	393	467
增速		-59.9%	270.3%	124.8%	40.0%	29.6%	20.6%	18.6%
少数股东权益	-10	-6	-5	-3	-3	-3	-3	-3
EPS	0.20	0.08	0.29	0.66	0.92	1.20	1.44	1.71
目前市值对应当前 PE	181	452	122	54	39	30	25	21
合理估值				108	121	147	157	177
PE				60	48	45	40	38

资料来源：wind，太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。