

# 双林生物 (000403): 收购派斯菲科, 浆源和品种拓展迎发展新阶段

2020年05月18日

推荐/维持

双林生物 公司报告

**事件:** 1) 公司发布 2019 年年报, 报告期内实现收入 9.16 亿元 (+6.49%)、归母净利润 1.60 亿元 (+100.60%)、扣非后归母净利润 1.42 亿元 (+104.84%)。2) 公司发布 2020 年一季报, 报告期内实现收入 2.10 亿元 (+18.80%)、归母净利润 2499 万元 (+2.64%)、扣非后归母净利润 2693 万元 (+71.59%)。3) 公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》, 拟以发行股份及支付现金购买的方式实现直接和间接持有哈尔滨派斯菲科 100% 股权。4) 公司与新疆德源生物工程有限公司签署了《关于浆站开拓的合作框架协议》, 约定新疆德源将其下属部分浆站临时设置给广东双林。5) 公司发布《2020 年股票期权与限制性股票激励计划》, 拟向 41 名激励对象授予限制性股票与股票期权总计 410 万份。

**收入业绩好转, 经营改善确立。1) 2019 年报:** 此前公司经营况受治理管理等因素影响, 19 年 Q1 以来专注精简组织架构、减少跑冒滴漏、解决历史遗留问题以提高盈利能力、改善公司经营的逻辑, 在年报中得到验证。①**收入端增速逐季好转**, 2019Q1-4 单季度同比增速分别为-18.9%、7.9%、15.3%、21.6%; ②**利润端增速提振明显**, 2019Q1-3 归母净利润单季度同比增速分别为-13.8%、38.3%、263.9%, 2019Q4 同比实现扭亏为盈; 扣非后归母净利润单季度增速分别为-43.9%、39.8%、269.7%, 2019Q4 同比扭亏为盈, 2019Q3 单季扣非归母净利润 4834 万元再创近年单季最高; ③**费用端改善明显**, 2019 年管理费 12.22% 较 2018 年 18.21% 大幅降低, 盈利能力持续提高。2) **2020 一季报:** 本次新冠疫情中, 静注人免疫球蛋白被纳入多地诊疗方案, 国家《新型冠状病毒肺炎诊疗方案(试行第七版)》亦表明儿童重型及危重型病例可考虑使用静丙。受本次新冠疫情中静丙应用的推动, 2020Q1 公司营收+18.80%, 扣非归母净利+71.59%。在实现短期业绩拉动后, 新冠疫情影响有望持续: 中期分析, 受疫情影响, 由采浆暂停导致的投产原料缺口有望推动提价。长期分析, 本次疫情中的使用经验亦推动了医务人员和患者对血制品认知的提升, 促进我国和发达国家人均血液制品使用量的巨大差距逐步缩小。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	859.84	915.66	1,055.36	1,327.16	1,603.30
增长率(%)	25.46%	6.49%	15.26%	25.75%	20.81%
归母净利润(百万元)	79.98	160.45	234.22	356.94	480.15
增长率(%)	391.58%	110.62%	46.74%	52.98%	34.77%
净资产收益率(%)	12.54%	20.05%	22.64%	25.65%	25.66%
每股收益(元)	0.29	0.59	0.86	1.31	1.76
PE	147.82	73.68	50.47	33.12	24.62
PB	18.54	14.77	11.43	8.50	6.32

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

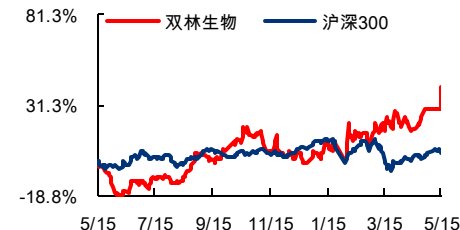
## 公司简介:

公司主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、人免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等血液制品。公司年采浆规模居行业中上水平。

## 交易数据

52 周股价区间(元)	43.37-24.88
总市值(亿元)	118.22
流通市值(亿元)	117.71
总股本/流通 A 股(万股)	27,258/27,140
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.67

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

## 研究助理: 王敏杰

010-66554041

wangmj\_yjs@dxzq.net.cn

**采浆：收购派斯菲科，浆源扩展打造新龙头。**1) 公司 2019 年采浆量超 400 吨，目前拥有 13 家单采血浆站，其中在采浆站 11 家，2 家浆站尚未开始采浆，在采浆站中 6 家为近三年新开浆站。公司亦积极推动浆站新设，未来数年公司本部采浆量提升可期；2) 本次收购标的派斯菲科 2019 年采浆量约 240 吨，于黑龙江六大城市和四川内江市拥有 10 家单采血浆站。此外，派斯菲科已获许在黑龙江省 10 个指定的县及县级市中开设新浆站，未来采浆量规模仍有广阔的增长空间。本次交易完成后，派斯菲科将成为公司的全资子公司，公司将拥有 23 家单采血浆站，采浆规模大幅提升，规模效应进一步凸显。同时考虑到两家公司均在积极拓展新的浆站浆源，中长期来看，公司浆站数量有望突破 30 家，采浆量有望突破 1000 吨，步入龙头梯队。3) 此外，公司与新疆德源签署了合作协议，双方约定将新疆德源下属 5 个浆站临时设置给广东双林，目前五个浆站已向广东双林供浆。双方进一步战略合作方案有望在新疆德源所涉诉讼事项更明朗后确立。

**品种：派斯菲科品种形成有力互补，在研产品亦逐步收获。**1) 派斯菲科品种有力互补：本次收购前，公司可生产人血白蛋白和人免疫球蛋白两大类产品共 6 个品种。本次收购标的派斯菲科是国内血液制品行业内产品种类较多的公司之一，可生产人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子三大类产品共 9 个品种。派斯菲科人纤维蛋白原生产技术行业领先，收率在行业内位居前列。通过本次交易，公司的产品种类将进一步拓宽，公司在人纤维蛋白原等凝血因子类产品的竞争力和市场份额亦将得到有力增强。2) 在研产品逐步收获：公司在研产品逐步进入收获期，其中人凝血因子 VIII 已处于生产现场核查阶段，人纤维蛋白原也已完成临床试验。此外，人凝血酶原复合物处于临床试验阶段，人纤维蛋白粘合剂亦已获得临床试验批件。本次收购标的派斯菲科亦有丰富的凝血因子类和免疫球蛋白类产品在研，其中人凝血酶原复合物已处于报产阶段，人凝血因子 VIII 正进行临床申报。此外派斯菲科亦有  $\alpha$ 1-抗胰蛋白酶、高纯静注人免疫球蛋白（PH4）、巨细胞免疫球蛋白、合胞病毒免疫球蛋白、手足口病毒免疫球蛋白等品种处于临床前研发阶段。在研品种逐步收获，将有利于提升公司整体血浆综合利用率，摊薄公司的生产成本，提升吨浆利润。

表1：公司和派斯菲科在研品种

公司在研品种		派斯菲科在研品种	
人凝血因子VIII	生产现场核查	人凝血酶原复合物	申报生产
人纤维蛋白原	完成临床试验	人凝血因子 VIII	申报临床
人凝血酶原复合物	临床试验阶段	$\alpha$ 1-抗胰蛋白酶	临床前研究
人纤维蛋白粘合剂	获得临床试验批件	高纯静注人免疫球蛋白（PH4）	临床前研究
		巨细胞免疫球蛋白	临床前研究
		合胞病毒免疫球蛋白	临床前研究
		手足口病毒免疫球蛋白	临床前研究

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**股权激励计划激发核心团队积极性，提升经营管理水平：**公司公布 2020 年股权激励计划，激励对象包括董事、高级管理人员、核心管理/技术人员 41 人。其中限制性股票激励计划拟向激励对象授予 205 万股股票（总股本 0.75%），首次授予价格 19.61 元/股；股票期权激励计划拟向激励对象授予 205 万份股票期权（总股本 0.75%），首次行权价格 39.22 元/份。2020-2022 年业绩考核条件为归母净利（不包含并购重组标的）分别达 1.62-2.00/3.00-3.70/4.00-5.00 亿元。本次股权激励计划将公司利益、股东利益、核心人员利益长期结合起来，有利于激发管理团队的积极性，提高经营管理水平。

表2：公司股权激励计划解除限售和行权安排

**业绩考核要求（亿元）**

考核年度	触发值（A）	目标值（B）
2020	1.62	2
2021	3	3.7
2022	4	5

**可解除限售/行权比例**

实际完成净利润（X）	可解除限售/行权比例（M）
当 $X < A$ 时	$M = 0\%$
当 $A \leq X < B$ 时	$M = (X \div B) \times 100\%$
当 $X \geq B$ 时	$M = 100\%$

**可解除限售/行权时间**

第一期	第二期	第三期
第12-24个月	第24-36个月	第36-48个月
30%	30%	40%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**盈利预测及投资评级：**公司本部采浆量有望逐年提升，在研品种亦进入收获期。本次收购派斯菲科后，公司采浆量浆大幅提升，品种亦形成有力互补。中长期看，公司有望借本次收购进入龙头梯队，步入发展新阶段。**预测假设：**1) 暂不考虑派斯菲科收购和新疆德源合作；2) 伴随 6 家次新浆站采浆量逐步爬升和 2 家待采浆站投入使用，假设 2020-2022 年投浆量分别为 430/500/580 吨；3) 假设凝血因子 VIII 于 2020 年下半年获批，纤维蛋白原于 2021 年获批，叠加公司经营管理改善，假设 2020-2021 年吨浆收入分别为 245/265/275 万元/吨；4) 伴随着血浆综合利用率提升，假设毛利率逐年提高，同时销售费用/管理费用率逐年下降。据此我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 10.55 亿、13.27 亿、16.03 亿；归母净利润分别为 2.34 亿、3.57 亿和 4.80 亿；EPS 分别为 0.86 元、1.31 元和 1.76 元，对应 PE 分别为 50.47、33.12 和 24.62。维持“推荐”评级。

**风险提示：**收购整合进展不达预期，产品研发进度不及预期，行业竞争加剧。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产合计</b>	753	779	865	1199	1717	<b>营业收入</b>	860	916	1055	1327	1603	
货币资金	155	111	128	322	699	<b>营业成本</b>	401	436	477	560	644	
应收账款	130	205	236	297	359	营业税金及附加	7	7	8	10	12	
其他应收款	28	16	19	24	29	营业费用	146	145	156	183	205	
预付款项	5	4	2	1	-1	管理费用	157	112	118	136	160	
存货	390	405	442	519	597	财务费用	26	21	4	0	-5	
其他流动资产	3	2	-2	-9	-16	研发费用	29	15	15	15	15	
<b>非流动资产合计</b>	565	493	442	412	382	资产减值损失	7.06	-2.41	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	413	380	349	319	289	投资净收益	1.86	6.65	0.00	0.00	0.00	
无形资产	70	54	51	48	45	加:其他收益	4.54	3.64	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	3	3	0	0	0	<b>营业利润</b>	93	180	277	424	572	
<b>资产总计</b>	1318	1272	1307	1611	2099	营业外收入	7.06	10.90	0.00	0.00	0.00	
<b>流动负债合计</b>	668	440	253	203	214	营业外支出	2.94	1.94	0.00	0.00	0.00	
短期借款	180	110	60	0	0	<b>利润总额</b>	98	189	277	424	572	
应付账款	43	32	34	40	46	所得税	23	31	46	70	94	
预收款项	5	7	10	14	19	<b>净利润</b>	75	158	232	354	478	
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	-5	-3	-3	-3	-3	
<b>非流动负债合计</b>	30	30	20	20	20	归属母公司净利润	80	160	234	357	480	
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>						
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>负债合计</b>	698	470	274	223	234	<b>成长能力</b>						
少数股东权益	-18	1	-1	-4	-6	营业收入增长	25.46%	6.49%	15.26%	25.75%	20.81%	
实收资本(或股本)	273	273	273	273	273	营业利润增长	11.75%	92.63%	54.05%	52.98%	34.77%	
资本公积	116	116	116	116	116	归属于母公司净利润	45.98%	52.39%	45.98%	52.39%	34.52%	
未分配利润	188	330	534	845	1264	<b>获利能力</b>						
归属母公司股东权益	638	800	1034	1391	1872	毛利率(%)	53.33%	52.34%	54.84%	57.84%	59.84%	
<b>负债和所有者权益</b>	1318	1272	1307	1611	2099	净利率(%)	8.72%	17.24%	21.95%	26.70%	29.78%	
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)		总资产净	6.07%	12.62%	17.92%	22.16%
	单位:百万元					ROE(%)		12.54%	20.05%	22.64%	25.65%	25.66%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>						
<b>经营活动现金流</b>	117	191	194	261	379	资产负债率(%)	53%	37%	21%	14%	11%	
净利润	75	158	232	354	478	流动比率	1	2	3	6	8	
折旧摊销	116.57	98.78	0.00	30.37	30.37	速动比率	1	1	2	3	5	
财务费用	26	21	4	0	-5	<b>营运能力</b>						
应收账款减少	0	0	-31	-61	-62	总资产周转率	0.65	0.71	0.82	0.91	0.86	
预收账款增加	0	0	3	4	5	应收账款周转率	7	5	5	5	5	
<b>投资活动现金流</b>	-10	-30	14	-7	-7	应付账款周转率	20.90	24.37	31.99	35.68	37.11	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>						
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.59	0.86	1.31	1.76	
投资收益	2	7	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.14	-0.16	0.06	0.71	1.38	
<b>筹资活动现金流</b>	-67	-205	-191	-59	5	每股净资产(最新摊)	2.34	2.94	3.80	5.10	6.87	
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>						
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	147.82	73.68	50.47	33.12	24.62	
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	18.54	14.77	11.43	8.50	6.32	
资本公积增加	3	0	0	0	0	EV/EBITDA	50.28	39.46	37.33	25.15	18.54	
<b>现金净增加额</b>	39	-44	17	195	377							

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 胡博新

胡博新，药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

### 王敏杰

中央财经大学金融硕士，中山大学医学学士。2019 年 7 月加入东兴证券，从事医药行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526