

# 双林生物 (000403): 上半年业绩符合预期, 浆源和品种拓展可期

## ——公司半年度财报点评

2020年08月31日

推荐/维持

双林生物

公司报告

### 报告摘要:

**事件:** 公司发布 2020 年半年报, 2020H1 公司实现营业收入 4.27 亿元, 同比增长 6.30%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.63 亿元, 同比减少 18.85%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.58 亿元, 同比减少 7.86%; 经营活动产生的现金流量净额为-1.01 亿元, 同比减少 337.18%。

### 点评:

**收入端平稳增长, 产品结构调整和固定费用分摊致利润下降, H1 业绩符合预期。** 1) 公司 2020Q2 营业收入同比减少 3.55%; 扣非归母净利润同比减少 34.54%。2020Q1 营业收入同比增长 18.80%; 扣非归母净利润同比增长 71.59%。因 Q1 疫情拉动静丙、白蛋白等产品贡献增量, 但 Q2 疫情仍有滞后负向影响, 2020Q2 同比增速环比 2020Q1 下降。2) 2020H1 扣非归母净利增速低于收入增速, 主要由毛利率下降所致。由于①产品结构有所调整: H1 毛利率相对较低的静丙销售增长, 而毛利率较高的特免类产品销售下降; ②受疫情以及技改停产影响, H1 投浆同比下降, 单位收入的固定费用分摊增加, 2020H1 血制品毛利率同比下降约 5.08pct。3) 公司 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 2020 中报得到持续验证。2020H1 在疫情因素扰动的背景下, 公司费用端仍持续改善, 其中管理费用率较去年同期下降 1.69pct。在内部和浆站精细化管理推动下, 费用端仍具改善空间。4) 2020H1 公司经营性净现金流同比下降 337.18%, 主要由新疆德源合作押金 1.8 亿现金流出所致, 公司期末现金和现金等价物约 2.27 亿元, 同比+37%, 整体现金流情况良好。

### 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	859.84	915.66	1,091.40	1,497.60	1,878.85
增长率 (%)	25.46%	6.49%	19.19%	37.22%	25.46%
归母净利润 (百万元)	79.98	160.45	236.06	373.89	531.33
增长率 (%)	391.58%	110.62%	47.90%	59.04%	42.40%
净资产收益率 (%)	12.54%	20.05%	18.79%	22.94%	24.58%
每股收益 (元)	0.29	0.59	0.48	0.76	1.08
PE	129.48	64.54	79.25	50.03	35.21
PB	16.24	12.94	14.89	11.48	8.66

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

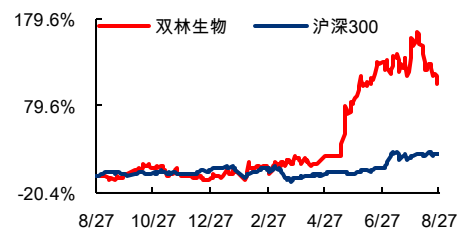
### 公司简介:

公司主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白 (pH4)、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)	16.70-50.31
总市值 (亿元)	185.7
流通市值 (亿元)	183.69
总股本/流通 A 股 (万股)	49,243/48,711
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.03

### 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

执业证书编号:

S1480119070047

**采浆量有望大幅提升，跻身行业千吨梯队。**1) **公司本部：**2019年采浆量超400吨，2020年采浆量预计持平2019年或略有下降。公司目前拥有13家单采血浆站，其中在采浆站11家，另有2家建设完成等待验收，在采浆站中6家为近三年新开浆站，未来三年内预计还将建设不少于3个新浆站。基于次新浆站采浆量的爬升以及浆站的新设，2022年公司本部采浆量有望达600吨。2) **派斯菲科：**公司并购派斯菲科申请已获证监会受理，项目落地后派斯菲科将成为公司的全资子公司。派斯菲科拥有10家原有浆站以及9家未来新增浆站，2019年采浆240吨。结合未来浆站建设计划，后续采浆量有望突破500吨。3) **新疆德源：**公司与新疆德源签署了合作协议，疆德源在未来五年内每年为公司供浆180吨以上。2022年，取公司本部采浆量600吨，新疆德源调浆180吨，派斯菲科2019年采浆量240吨计算，公司浆量即达千吨，步入龙头梯队。同时考虑到公司本部和派斯菲科均在积极拓展新的浆站浆源，中长期来看浆量有望获得更高突破，采浆规模大幅提升将带来显著规模效益。

**派斯菲科品种形成有力互补，在研产品亦逐步收获，吨浆利润有望达75万元。**1) **派斯菲科品种有力互补：**收购派斯菲科前，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。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。通过收购，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：**人凝血因子VIII已于2020年6月获生产批件；人纤维蛋白原和人凝血酶原复合物已完成临床总结工作，正在进行上市申报工作；人纤维蛋白粘合剂2019年11月获得临床试验批文，即将开展临床试验；近期公司亦重点推进新一代静注人免疫球蛋白和人凝血因子IX项目。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。预计人凝血因子VIII可提高吨浆利润8-10万元，若人纤维蛋白原市占率达10%，也有望增加8-10万的吨浆利润。伴随着在研品种的逐步上市，公司未来吨浆利润有望达75万元。

**盈利预测及投资评级：**本部采浆提升+并购+调浆推动步入龙头梯队，产品线拓展进一步提升吨浆利润。暂不考虑并购派斯菲科带来的业绩增量，结合新疆德源供浆，我们预计公司于2020-2022年实现营业收入10.91、14.98和18.79亿元，归母净利润有望分别达到2.36、3.74和5.31亿元，EPS为0.48、0.76和1.08元，当前股价对应估值为79.25、50.03和35.21倍。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	1028	1447	2022	<b>营业收入</b>	860	916	1091	1498	1879
货币资金	155	111	258	414	766	<b>营业成本</b>	401	436	503	685	832
应收账款	130	205	244	335	420	营业税金及附加	7	7	8	12	15
其他应收款	28	16	19	27	33	营业费用	146	145	161	192	240
预付款项	5	4	2	0	-2	管理费用	157	112	122	153	150
存货	390	405	467	635	771	财务费用	26	21	1	-3	-6
其他流动资产	3	2	-3	-13	-23	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	280	445	633
<b>资产总计</b>	1318	1272	1470	1859	2404	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	196	213	229	营业外支出	2.94	1.94	0.00	0.00	0.00
短期借款	180	110	0	0	0	<b>利润总额</b>	98	189	280	445	633
应付账款	43	32	36	49	60	所得税	23	31	46	73	104
预收款项	5	7	11	15	20	<b>净利润</b>	75	158	233	371	529
一年内到期的非流动负债	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	236	374	531
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	216	233	249	<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%	19.19%	37.22%	25.46%
实收资本(或股本)	273	273	492	492	492	营业利润增长	11.75%	92.63%	55.27%	59.04%	42.40%
资本公积	116	116	116	116	116	归属于母公司净利润增长	47.12%	58.39%	47.12%	58.39%	42.11%
未分配利润	188	330	536	862	1325	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	638	800	1256	1630	2161	毛利率(%)	53.33%	52.34%	53.89%	54.24%	55.74%
<b>负债和所有者权益</b>	1318	1272	1470	1859	2404	净利率(%)	8.72%	17.24%	21.39%	24.79%	28.14%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						总资产净利润(%)	6.07%	12.62%	16.05%	20.11%	22.11%
						ROE(%)	12.54%	20.05%	18.79%	22.94%	24.58%
<b>经营活动现金流</b>	117	191	162	160	353	<b>营运能力</b>					
净利润	75	158	233	371	529	总资产周转率	0.65	0.71	0.80	0.90	0.88
折旧摊销	116.57	98.78	0.00	30.37	30.37	应收账款周转率	7	5	5	5	5
财务费用	26	21	1	-3	-6	应付账款周转率	20.90	24.37	32.15	35.10	34.50
应收帐款减少	0	0	-39	-91	-85	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款增加	0	0	3	4	5	每股收益(最新摊薄)	0.29	0.59	0.48	0.76	1.08
<b>投资活动现金流</b>	-10	-30	14	-7	-7	每股净现金流(最新摊薄)	0.14	-0.16	0.30	0.32	0.71
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.94	2.55	3.31	4.39
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	2	7	0	0	0	P/E	129.48	64.54	79.25	50.03	35.21
<b>筹资活动现金流</b>	-67	-205	-29	3	6	P/B	16.24	12.94	14.89	11.48	8.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	44.05	34.56	58.64	38.54	27.16
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	220	0	0						
资本公积增加	3	0	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	39	-44	148	156	352						

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