

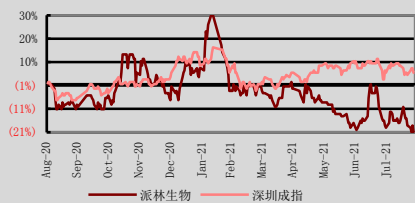
**000403.SZ**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 29.18

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.7)	11.1	(21.9)	(15.4)
相对深证成指	(18.1)	10.5	(16.9)	(22.7)

发行股数(百万)	733
流通股(%)	67
总市值(人民币 百万)	21,382
3个月日均交易额(人民币 百万)	122
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
杭州浙民投天弘投资合伙企业(有限合伙)	18

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以2021年10月21日收市价为标准

**相关研究报告**

《派林生物: 利益方向趋同, 内生外延初显成效》20210830

《派林生物: 业绩持续向好, 公司展现扩张决心与执行力》20210505

《派林生物: 采浆扩张+产品协同, 公司更名进入新阶段》20210421

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 生物制品

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号:

S1300517050001

## 派林生物

### 治理水平不断优化, 多重机遇助推稳定增长

公司公告 2021 年三季度报告, 公司业绩持续向好, 内部管理优化, 外部扩张均取得成效, 公司下半年业绩有望继续平稳增长。

**支撑评级的要点**

- **公司三季度业绩平稳向好。**2021 年 10 月 20 日, 公司披露 2021 年前三季度财务表现, 报告期内公司实现营业收入 13.42 亿元 (+102.71%); 归母净利润 3.04 亿元 (+192.88%); 扣非归母净利润 2.60 亿元 (+166.54%)。其中三季度业绩强势恢复, 2021Q3 营业收入 5.52 亿元 (+134.72%), 贡献了前三季度总营收中的 41.13%。2021Q3 公司实现归母净利润 1.28 亿元 (+213.42%); 扣非归母净利润 1.12 亿元 (+180.15%)。公司业绩的同比大幅增长主要系: 1. 销售增长; 2. 派斯菲科合并报表的影响。
- **管理水平不断提升, 费用率得到优化。**21Q3 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变化-4.96% / +0.31% / -3.86%。销售费用率减少主要系并表后派斯菲科业务模式导致, 财务费用率减少主要系本期新疆德源利息收入、募集资金现金管理带来的收入增加、以及借款利息支出减少。
- **疫情影响持续, 海外静丙需求提升。**受海外疫情的持续影响, 部分国家的血液制品供给出现短缺。公司抓住机遇向东南亚国家提供静丙产品, 为公司业绩再添新柴。海外血液制品价格普遍高于国内市场, 因此海外销售在增加公司营收的同时, 有助于改善利润率。海外疫情可能将缓慢随着疫苗接种逐渐稳定, 在此之前国内厂商有望借此机会为未来正式进军海外市场打下基础。同时海外销售有望在短期为公司业绩提供支持。
- **公司内生外延并举, 采浆量和吨浆利润同时提升。**公司资产重组完成后在采浆站增加至 21 家, 建成待验收浆站 2 家, 获批待建浆站 9 家。同时, 新疆德源将下属 5 家浆站委托设置给公司, 每年将向派林生物供浆 180 吨以上, 有望使公司年采浆量快速提升至千吨水平。同时, 资产重组后, 公司合计拥有 10 个品种的血液制品, 有望继续提升吨浆利润。

**估值**

- 我们维持此前的盈利预测, 预测公司 2021-2023 年净利润分别为 5.02 亿元、7.00 亿元、8.36 亿元, 维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 采浆不及预期, 政策收紧风险, 产品质量异常风险。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	916	1,050	1,856	2,411	2,933
变动(%)	6	15	77	30	22
净利润(人民币 百万)	160	186	502	700	836
全面摊薄每股收益(人民币)	0.219	0.254	0.686	0.956	1.142
变动(%)	100.6	15.9	169.9	39.5	19.4
全面摊薄市盈率(倍)	133.1	114.9	42.6	30.5	25.6
价格/每股现金流量(倍)	111.9	109.6	104.6	23.6	86.1
每股现金流量(人民币)	0.26	0.27	0.28	1.24	0.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	80.9	76.8	46.7	32.7	25.0
每股股息(人民币)	0.045	0.000	0.047	0.087	0.061
股息率(%)	0.2	n.a.	0.2	0.3	0.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	916	1,050	1,856	2,411	2,933
销售成本	(444)	(545)	(840)	(1,031)	(1,209)
经营费用	(208)	(224)	(561)	(755)	(913)
息税折旧前利润	264	282	455	626	811
折旧及摊销	(46)	(47)	(51)	(53)	(55)
经营利润(息税前利润)	218	234	404	573	756
净利息收入/(费用)	(21)	(1)	(20)	(20)	(20)
其他收益/(损失)	16	(3)	(3)	(3)	(3)
税前利润	213	230	381	550	733
所得税	(31)	(35)	(61)	(88)	(117)
少数股东权益	(3)	(3)	0	0	0
净利润	160	186	502	700	836
核心净利润	180	199	319	462	615
每股收益(人民币)	0.219	0.254	0.686	0.956	1.142
核心每股收益(人民币)	0.246	0.271	0.436	0.631	0.840
每股股息(人民币)	0.045	0.000	0.047	0.087	0.061
收入增长(%)	6	15	77	30	22
息税前利润增长(%)	54	8	72	42	32
息税折旧前利润增长(%)	39	7	61	38	30
每股收益增长(%)	101	16	170	40	19
核心每股收益增长(%)	90	10	61	45	33

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	213	230	381	550	733
折旧与摊销	46	47	51	53	55
净利息费用	21	1	20	20	20
运营资本变动	(29)	(31)	(111)	(100)	(57)
税金	(58)	(51)	121	150	103
其他经营现金流	(2)	(2)	(258)	232	(606)
经营活动产生的现金流	191	195	204	905	248
购买固定资产净值	3	18	26	30	28
投资减少/增加	7	0	0	0	0
其他投资现金流	(40)	(321)	(52)	(59)	(55)
投资活动产生的现金流	(30)	(303)	(26)	(30)	(28)
净增权益	(33)	0	(34)	(64)	(45)
净增债务	(70)	242	(223)	(70)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(102)	(173)	202	(123)	(241)
融资活动产生的现金流	(205)	97	(3)	(153)	(65)
现金变动	(44)	(11)	176	722	156
期初现金	155	111	103	278	1,001
公司自由现金流	161	(108)	178	876	220
权益自由现金流	112	136	(25)	826	240

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	111	103	278	1,001	1,157
应收帐款	239	305	556	619	818
库存	405	442	1,021	723	1,284
其他流动资产	24	24	27	25	34
流动资产总计	779	874	1,883	2,368	3,292
固定资产	388	383	349	314	277
无形资产	73	91	99	111	120
其他长期资产	13	295	107	138	180
长期资产总计	474	769	556	564	578
总资产	1,272	1,653	2,440	2,921	3,852
应付帐款	32	46	98	68	123
短期债务	110	332	112	50	50
其他流动负债	298	262	476	420	506
流动负债总计	440	641	686	538	679
长期借款	0	20	17	10	10
其他长期负债	30	25	28	28	27
股本	732	732	732	732	732
储备	528	508	975	1,611	2,403
股东权益	1,260	2,905	1,707	2,343	3,135
少数股东权益	1	2	2	2	2
总负债及权益	1,272	1,653	2,440	2,921	3,852
每股帐面价值(人民币)	1.72	3.97	2.33	3.20	4.28
每股有形资产(人民币)	1.62	3.84	2.20	3.05	4.12
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	0.34	(0.20)	(1.29)	(1.50)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.9	26.8	24.5	26.0	27.7
息税前利润率(%)	23.8	22.3	21.7	23.8	25.8
税前利润率(%)	23.2	21.9	20.5	22.8	25.0
净利率(%)	17.5	17.7	27.0	29.0	28.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.4	2.7	4.4	4.9
利息覆盖率(倍)	10.5	219.3	20.2	28.6	37.8
净权益负债率(%)	净现金	8.6	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.7	1.3	3.1	3.0
估值					
市盈率(倍)	133.1	114.9	42.6	30.5	25.6
核心业务市盈率(倍)	118.4	107.5	66.9	46.3	34.7
市净率(倍)	17.0	7.4	12.5	9.1	6.8
价格/现金流(倍)	111.9	109.6	104.6	23.6	86.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	80.9	76.8	46.7	32.7	25.0
周转率					
存货周转天数	326.9	283.7	317.8	308.9	302.9
应收帐款周转天数	87.6	94.6	84.7	89.0	89.4
应付帐款周转天数	15.0	13.5	14.1	12.5	11.9
回报率					
股息支付率(%)	20.6	0.0	6.9	9.1	5.3
净资产收益率(%)	13.6	8.9	21.8	34.6	30.5
资产收益率(%)	14.4	13.6	16.6	18.0	18.8
已运用资本收益率(%)	3.1	2.0	4.9	8.2	7.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371