

分析师: 李琳琳
 登记编码: S0730511010010
 lill@ccnew.com 021-50586983

乘行业东风, 夯实内生增长

——派林生物(000403)调研分析报告

证券研究报告-调研分析报告

买入(首次)

市场数据(2022-08-05)

收盘价(元)	19.45
一年内最高/最低(元)	34.45/16.76
沪深 300 指数	4,156.91
市净率(倍)	2.22
流通市值(亿元)	117.24

基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	8.78
每股经营现金流(元)	0.11
毛利率(%)	45.61
净资产收益率_摊薄(%)	1.64
资产负债率(%)	11.02
总股本/流通股(万股)	73,297.03/60,275.49
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 马焱琦
 电话: 021-50586973
 地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
 邮编: 200122

发布日期: 2022 年 08 月 08 日

投资要点:

- 公司为血制品生产企业, 目前共拥有 3 大类 10 个品种的生产能力, 包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白, 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, 人凝血 VIII 因子等。其中, 派斯菲科拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类, 合计 9 个品种, 29 个规格的产品。
- 血制品行业具备较强的资源属性, 上游的采浆量多少决定了血制品公司的利润规模。从我国的血制品采浆量来看, 上一轮采浆高峰在 2015 年-2016 年附近, 近年来由于浆站审批趋严, 采浆增速放缓, 2020 年由于受到新冠疫情的影响, 采浆量首次呈现负增长态势, 较 2019 年下滑 8.79%, 2021 年随着国内疫情的良好管控, 采浆量有回升。“十四五”我国采浆量有望提升。
- 2022 年公司采浆量有望突破千吨, 新产品的投产有望提升公司的吨浆净利润, 静丙海外销售市场有望打开。
- 预计公司 2022 年、2023 年、2024 年每股收益分别为 0.70 元, 0.95 元和 1.20 元, 对应 8 月 5 日收盘价 19.45 元, 动态 PE 分别为 27.79 倍, 20.47 倍和 16.21 倍。公司的估值水平低于行业平均水平, 给予公司“买入”的投资评级。

风险提示: 新冠疫情发展超乎预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1050	1972	2464	2957	3489
增长比率(%)	14.67%	87.80%	24.95%	20.00%	18.00%
净利润(百万元)	186	391	512	694	877
增长比率(%)	15.90%	110.29%	30.84%	35.55%	26.42%
每股收益(元)	0.25	0.53	0.70	0.95	1.20
市盈率(倍)	77.80	36.70	27.79	20.47	16.21

资料来源: 聚源数据, 中原证券

内容目录

1. 公司简介.....	3
2. 血制品行业“十四五”景气度有望提升.....	3
3. 公司经营现状分析.....	4
4. 2022 年公司采浆量有望突破千吨.....	4
5. 新产品的投产有助公司吨浆净利润提升.....	4
6. 静丙国内市场稳步增长，海外销售空间有望打开.....	5
7. 盈利预测.....	5
8. 风险提示.....	5

图表目录

图 1：我国近年来采浆量以及同比增速.....	6
图 2：公司营业收入，归母净利润及同比增速.....	7
图 3：公司销售毛利率和净利率.....	7
图 4：公司期间费用率一览.....	7
表 1：上市公司采浆量以及吨浆净利润一览.....	6
表 2：血制品上市公司估值一览.....	6

1. 公司简介

公司为血制品生产企业，目前共拥 3 大类 10 个品种的生产能力，包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白，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，人凝血 VIII 因子等。其中，子公司派斯菲科拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类，合计 9 个品种，29 个规格的产品。

从股权结构看，公司第一大股东为杭州浙民投天弘投资合伙企业，截至 2022 年 7 月 14 日，持股比例为 18.35%。

2. 血制品行业“十四五”景气度有望提升

血液制品是指各种人血浆蛋白制品，包括四大类：白蛋白类、免疫球蛋白类、凝血因子类、微量蛋白类。血液制品的原料是血浆。人血浆中有 92% - 93% 是水，仅有 7% - 8% 是蛋白质，血液制品就是从这部分蛋白质分离提纯制成的。血液制品具有医疗产品和药品的双重特性，适用范围没有其他药物那么普遍，但某些情况下它具有不可比拟性和无法替代性。

血制品行业具备较强的资源属性，上游的采浆量多少决定了血制品公司的利润规模。从我国的血制品采浆量来看，上一轮采浆高峰在 2015 年-2016 年附近，近年来由于浆站审批趋严，采浆增速放缓，2020 年由于受到新冠疫情的影响，采浆量首次呈现负增长态势，较 2019 年下滑 8.79%，2021 年随着国内疫情的良好管控，采浆量有回升。

“十四五”我国采浆量有望提升，云南省卫健委已经公布《云南省单采血浆站设置规划(2020—2023)(征求意见稿)》，拟在全省新增设置 20 个单采血浆站，“十四五”期间全省拟新建 24 个单采血浆站；

内蒙古自治区卫健康委起草的《内蒙古自治区单采血浆站设置规划(2022—2025 年)(征求意见稿)》显示，拟于 2022—2025 年在全区规划设置 10 个单采血浆站；辽宁省拟于十四五期间在全区域规划 1 个单采血浆站，后续不排除有其他省份公布新的浆站设置计划。

受制于上游血浆资源供应不足，我国人均血液制品用量远低于发达国家水平，国家对血液制品进口采取严格的管制措施，目前法规只允许进口人血白蛋白和基因重组凝血因子 VIII 以缓解国内供需矛盾。我国血液制品市场需求与欧美市场仍存在一定的差异，目前，我国人均白蛋白使用量为美国的 1/3；人均免疫球蛋白使用量为美国的 1/15；人均凝血因子类产品使用量仅为欧美发达国家的 1/40；未来增长空间大。欧美发达国家免疫球蛋白和凝血因子类产品的平均消费量远远高于我国，未来随着我国医疗水平和人均可支配收入的提高，免疫球蛋白和凝血因子类产品有望成为行业未来增长的驱动力。血制品行业将保持持续稳定增长。目前我国的血制品需求为 14000 吨左右，供需缺口在未来一段时期内将持续存在。

随着“十四五”采浆量的提升预期，血制品行业的景气度有望提升。2020 年我国的血液制品行业市场规模为 410 亿元。随着采浆量的提升，未来血制品市场容量有望突破千亿。

从细分产品看，人血白蛋白产品工艺成熟，随着投浆量逐年增加，产品价格趋于稳定；而增长空间更大的免疫球蛋白产品，以及具备更高工艺要求和良好增长潜力的凝血因子类产品、特免产品等是血液制品行业企业未来盈利、发展的关键要素。

3. 公司经营现状分析

2021 年公司实现营业收入 19.72 亿元，同比增长 87.8%；实现归母净利润 3.91 亿元，同比增长 110.29%；扣非后的归母净利润为 2.60 亿元，同比增长 61.43%。基本每股收益 0.55 元。

2022 年一季度，公司实现营业收入 5 亿元，同比增长 75.67%。归母净利润 1.06 亿元，同比增长 87.24%，扣非后归母净利润 9001.87 万元，同比增长 103.83%。每股收益 0.14 元。整体经营态势较好。

从三项费用率看，公司近年来治理结构改善，销售费用率、管理费用率以及财务费用率较前些年有所下降。

4. 2022 年公司采浆量有望突破千吨

目前公司拥有在采浆站 27 个，其中广东双林的在采浆站有 11 个，待审批的浆站有 2 个，新疆德源拥有在采浆站 6 个，2021 年并表的派斯菲科拥有 10 个在采浆站。2023 年底，派斯菲科有 9 个在建浆站以及 2 个迁建浆站建设完成。2021 年公司采浆量接近 900 吨，2022 年采浆量将超过 1000 吨。目前国内公司仅有天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物的采浆量超过千吨，“十四五”期间，公司还将进一步加大浆站的拓展力度，未来公司有望跻身血制品一线龙头。采浆量的提升有助于公司在血制品行业市场占有率的提升。

5. 新产品的投产有助公司吨浆净利润提升

目前广东双林已获批上市的血制品产品有 7 个品种，包括人血白蛋白、静丙、肌丙、乙免、破免、狂免、凝血因子 VIII。

派斯菲科拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类，合计 9 个，29 个规格的产品。与国内血制品行业第一梯队企业（如天坛生物、华兰生物、泰邦生物、上海莱士等）血液制品的产品数量接近，其中，白蛋白、纤原、静丙是公司主要的收入来源。

考虑到派斯菲科并表后，其高毛利产品在 2021 年四季度才放量销售，因此目前公司的吨浆利润相对较低；后期将通过以下几个方面贡献吨浆利润。1) 特免浆已经于 21 年开始布局生产和销售，目前的收率已经优化；2) 高附加值的纤原产品 22 年有望放量；3) 特殊品规产品的挖掘有助于中长期吨浆利润的提升。4) 收率和精细化管理能力的提升也将带来公司盈利的提升。此外新产品的上市也将有助于公司吨浆净利润的提升。子公司广东双林人凝血酶原复合物(PCC)，预计今年年底会拿到上市批文，人纤维蛋白原未来两年也将加速推进上市工作；

公司八因子和纤原销售规模有望快速提升，高毛利特免产品比重将进一步提高，这些均有助于公司吨浆净利润的提升。

6. 静丙国内市场稳步增长，海外销售空间有望打开

静注人免疫球蛋白（简称“静丙”）主要通过抗体补充和免疫调节对多种疾病起到治疗作用，临床适应症广泛，常用于治疗川崎病、难治性皮炎、原发性血小板减少性紫癜、抗体缺陷为主的原发性免疫缺陷病等多种疾病。

一般情况下，一吨血浆可以生产人血白蛋白（10g）2600-2800支，静丙 2.5g1300-1700支，凝血因子 800支，公司产品收率高于行业平均水平。

新冠疫情之后，国内静丙的市场需求呈现增长的态势。一方面，新冠疫情发生后，静丙被写入卫健委发布的新冠肺炎诊疗指南中，批签发量得到了快速的提升；另一方面，部分沿海经济发达的城市已经开始了静丙的超适应症使用。

一直以来，我国静丙市场获批适应症与国际市场存在差异。目前，FDA 批准静丙 9 大类适应症，包括免疫类、抗感染和神经性自身免疫疾病等，其中处于 II 期临床及 III 期临床的适应症种类超过 17 个；相比之下，我国的静丙适应症获批则仅有 6 个，主要集中在免疫疾病和抗感染类领域。由于之前国内静丙治疗费用高，自付比例高，临床认知和使用水平远不及白蛋白，此次新冠疫情后，很多企业重视在静丙产品学术营销方面的投入，逐渐把静丙使用量提高到了一个新的高度。

公司在疫情之后也开启了静丙的出海，目前公司与南美洲等国通过签署框架协议的方式来满足海外的静丙需求，同时公司也在积极推进巴西的海外注册工作，一旦注册获批，公司将拥有稳定的出口收入来源。由于海外静丙的使用量远超白蛋白，公司海外出口的静丙利润率也高于国内市场，随着海外市场的增长，公司静丙的销售规模也有望快速增长。

7. 盈利预测

预计公司 2022 年、2023 年、2024 年每股收益分别为 0.70 元，0.95 元和 1.20 元，对应 8 月 5 日收盘价 19.45 元，动态 PE 分别为 27.79 倍，20.47 倍和 16.21 倍。公司的估值水平低于行业平均水平，给予公司“买入”的投资评级。

8. 风险提示

新冠疫情超出预期。

表 1：上市公司采浆量以及吨浆净利润一览

公司名称	公司代码	2021 年采浆量 吨	2021 年归母净利润 百万元	吨浆净利润 万元/吨
天坛生物	600161	1809	760.01	42
上海莱士	002252	1280	1294.51	101
华兰生物	002007	1100	1298.90	118
派林生物	000403	900	391.06	43
博雅生物	300294	430	344.53	80
卫光生物	002880	450	205.44	46

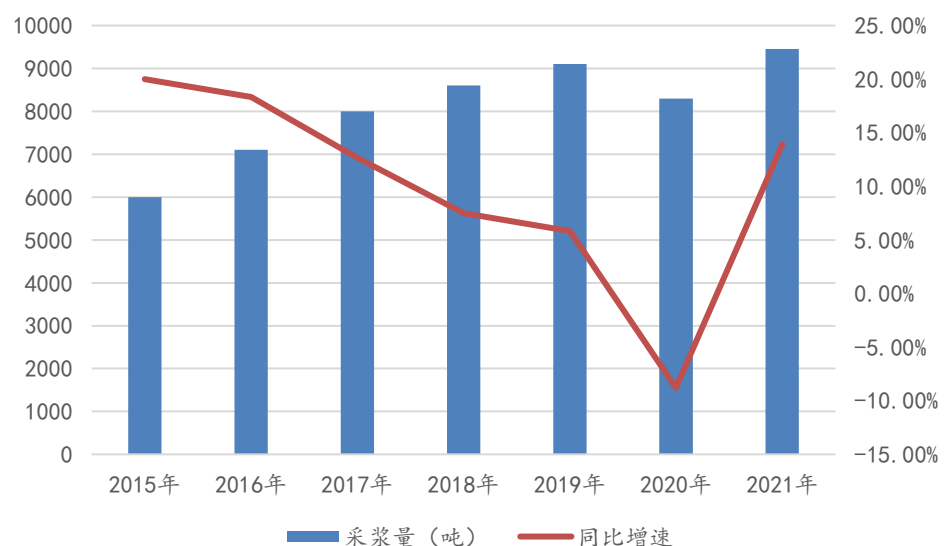
资料来源：公司公告，中原证券

表 2：血制品上市公司估值一览

公司名称	2022 年 EPS 元/股	2023 年 EPS 元/股	2024 年 EPS 元/股	收盘价 元/股	2022 年 PE 倍	2023 年 PE 倍	2024 年 PE 倍
天坛生物	0.52	0.62	0.74	20.75	39.90	33.47	28.04
上海莱士	/	/	/	5.61	/	/	/
华兰生物	0.89	1.06	1.24	20.28	22.79	19.13	16.35
派林生物	0.70	0.95	1.20	19.45	27.79	20.47	16.21
博雅生物	0.95	1.14	1.39	34.63	36.45	30.38	24.91
卫光生物	/	/	/	25.40	/	/	/
平均	/	/	/	/	33.05	27.66	23.10

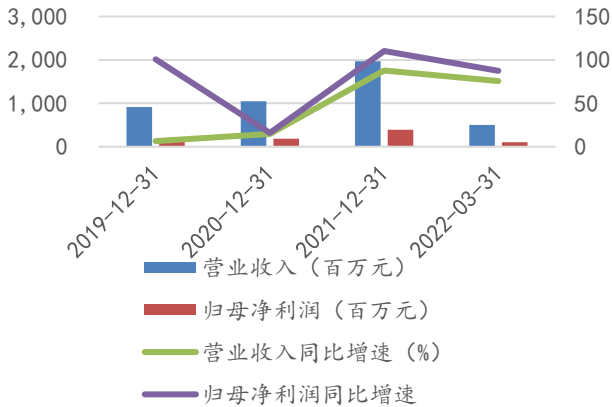
资料来源：wind，中原证券

图 1：我国近年来采浆量以及同比增速



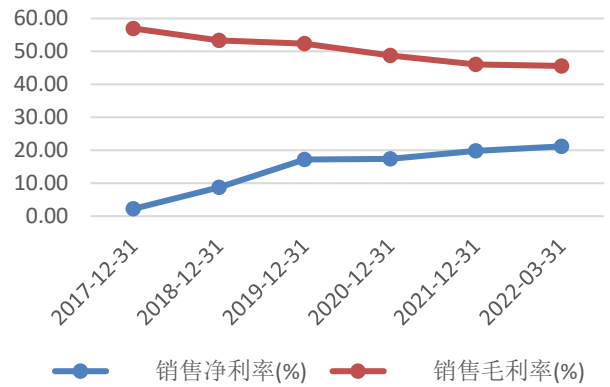
资料来源：中商情报网，中原证券

图 2：公司营业收入，归母净利润及同比增速



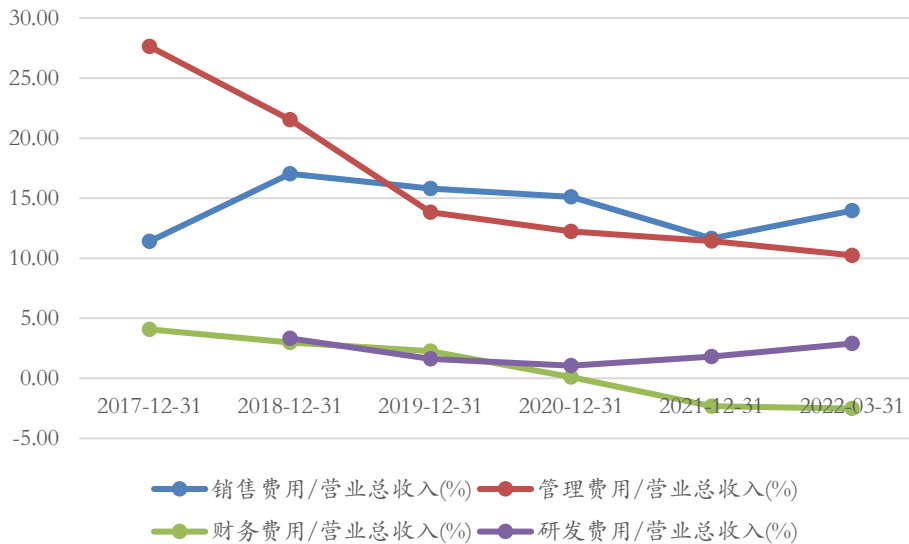
资料来源：wind，中原证券

图 3：公司销售毛利率和净利率



资料来源：wind，中原证券

图 4：公司期间费用率一览



资料来源：wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	873	2469	2953	3929	4823
现金	103	886	1526	1997	3010
应收票据及应收账款	299	562	450	732	605
其他应收款	6	13	8	17	12
预付账款	5	15	13	15	17
存货	442	739	697	904	910
其他流动资产	18	254	259	264	269
非流动资产	807	4618	4545	4472	4399
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	740	666	593	520
无形资产	65	200	200	200	200
其他非流动资产	391	3679	3679	3679	3679
资产总计	1680	7088	7498	8401	9221
流动负债	646	642	581	791	734
短期借款	332	114	114	114	114
应付票据及应付账款	45	171	47	200	80
其他流动负债	268	358	421	477	541
非流动负债	67	118	118	118	118
长期借款	20	0	0	0	0
其他非流动负债	47	118	118	118	118
负债合计	713	760	699	908	852
少数股东权益	2	2	3	3	3
股本	492	733	733	733	733
资本公积	53	4779	4779	4779	4779
留存收益	455	846	1317	2010	2887
归属母公司股东权益	965	6326	6796	7490	8367
负债和股东权益	1680	7088	7498	8401	9221

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	195	408	682	472	1013
净利润	183	392	512	694	877
折旧摊销	56	123	73	73	73
财务费用	2	-35	0	0	0
投资损失	0	-4	-1	0	0
营运资金变动	-46	-103	95	-295	63
其他经营现金流	0	35	2	0	0
投资活动现金流	-303	-678	-1	0	0
资本支出	-40	-325	-2	0	0
长期投资	0	-160	0	0	0
其他投资现金流	-263	-193	1	0	0
筹资活动现金流	97	1056	-41	0	0
短期借款	222	-219	0	0	0
长期借款	20	-20	0	0	0
普通股增加	220	240	0	0	0
资本公积增加	-64	4726	0	0	0
其他筹资现金流	-302	-3672	-41	0	0
现金净增加额	-11	786	640	472	1013

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1050	1972	2464	2957	3489
营业成本	537	1063	1306	1478	1675
营业税金及附加	7	15	19	21	24
营业费用	159	229	271	325	384
管理费用	118	190	222	263	310
研发费用	11	36	44	53	64
财务费用	1	-46	0	0	0
资产减值损失	-5	-104	0	0	0
其他收益	5	11	2	0	0
公允价值变动收益	0	74	0	0	0
投资净收益	0	4	1	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	220	460	605	816	1032
营业外收入	1	1	1	0	0
营业外支出	4	3	3	0	0
利润总额	217	458	603	816	1032
所得税	35	66	90	122	155
净利润	183	392	512	694	877
少数股东损益	-3	0	1	0	0
归属母公司净利润	186	391	512	694	877
EBITDA	282	563	677	889	1105
EPS (元)	0.38	0.55	0.70	0.95	1.20

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	14.67%	87.80%	24.95%	20.00%	18.00%
营业利润 (%)	22.36%	109.00%	31.40%	34.88%	26.42%
归属母公司净利润 (%)	15.90%	110.29%	30.84%	35.55%	26.42%
获利能力					
毛利率 (%)	48.82%	46.07%	47.00%	50.00%	52.00%
净利率 (%)	17.71%	19.83%	20.77%	23.46%	25.13%
ROE (%)	19.26%	6.18%	7.53%	9.26%	10.48%
ROIC	14.15%	5.81%	7.40%	9.09%	10.30%
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.44%	10.72%	9.33%	10.81%	9.24%
净负债比率 (%)	73.72%	12.01%	10.28%	12.12%	10.18%
流动比率	1.35	3.84	5.08	4.97	6.57
速动比率	0.65	2.67	3.85	3.81	5.30
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.45	0.34	0.37	0.40
应收账款周转率	4.35	4.85	5.14	5.29	5.54
应付账款周转率	13.91	9.83	12.00	12.00	12.00
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.53	0.70	0.95	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.56	0.93	0.64	1.38
每股净资产 (最新摊薄)	1.32	8.63	9.27	10.22	11.41
估值比率					
P/E	73.90	35.14	26.86	19.81	15.67
P/B	14.24	2.17	2.02	1.83	1.64
EV/EBITDA	67.26	35.18	18.25	13.37	9.84

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。