

医药行业

双林生物 (000403)

推荐(首次)

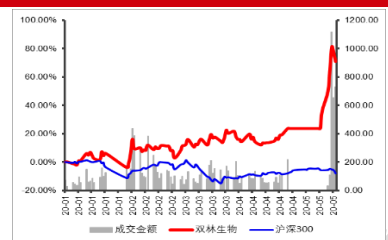
市场数据 (2020-05-25)

收盘价 (元)	55.35
52 周最高/最低 (元)	57.73/23.49

基础数据

总股本 (百万股)	272.58
流通 A 股 (百万股)	271.41
流通 A 股市值 (亿元)	150.23
每股净资产 (元)	3.03

股价走势图



数据来源: Wind, 研究与战略发展部

研究员

龚琴容
 执业证书编号: S0070520040001
 电话: 010-83991540
 邮箱: gongqr@grzq.com

相关报告

《关注疫情带来的血制品配置价值》
 2020-04-16

内生+并购齐发力，有望成为血制品新龙头

——双林生物深度报告

盈利预测

单位: 百万元; 每股单位: 元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	859.84	915.66	1,076.40	1,349.99	1,710.99
增速 (%)	25.46%	6.49%	17.55%	25.42%	26.74%
归母净利润	79.98	160.45	255.25	340.97	466.91
增速 (%)	270.34%	100.60%	59.09%	33.58%	36.94%
每股收益	0.29	0.59	0.94	1.25	1.71
市盈率	188.63	94.03	59.11	44.25	32.31

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

投资要点

- 历史问题基本解决，公司开启新征程。**剥离非核心资产后，公司主营聚焦血液制品业务，旗下核心资产为广东双林。2017 年 12 月，公司控股股东变更为浙民投；2019 年 2 月，兆佳业收购振兴集团 18.57% 股权，成为公司第二大股东。随后，两大股东积极解决振兴集团遗留下来的债务问题，目前已基本解决；公司资产负债率、期间费用率逐年下滑，基本面持续改善。
- 广东双林即将迈入快速成长期。**广东双林近几年经营情况未受到母公司债务拖累，业绩实现持续增长。我们判断广东双林即将迈入快速成长期：1) 公司正在加强浆站管理，存量浆站采浆量预计快速提升，有望三年内提高到 600 吨左右；2) 凝血 VIII 因子和人纤维蛋白原获批上市在即，公司血浆综合利用率即将提升。
- 收购派斯菲科，打造千吨级血制品新龙头。**公司拟收购哈尔滨派斯菲科 100% 股权，收购完成后，公司浆站数量上升至 24 个、采浆量达 640 吨。考虑到公司已经在北方地区有 5 个浆站通过县级审批、派斯菲科有望在黑龙江再新设 10 个浆站，公司未来浆站数量有望拓展到 39 个，按照平均单个浆站 40 吨采浆量测算，未来采浆量有望达 1560 吨，成为千吨级血制品新龙头。此外，收购派斯菲科进一步补充了公司产品线，有利于提高血浆综合利用率。

- **拟与新疆德源合作，扩充血浆资源。**2020年5月，新疆德源旗下泽普、疏勒、新和、策勒、昆玉5个浆站已经临时设置给广东双林，进一步扩充了血浆资源。
- **股权激励方案彰显公司管理层信心。**本次股权激励采用限制性股票+期权方式，主要激励对象为41名核心骨干。2020-2022年解除限售的下限归母净利润分别为1.62亿元、3.00亿元、4亿元；100%解除限售的目标归母净利润分别为2.00亿元、3.70亿元、5.00亿元。按照股权激励解锁触发条件计算，公司三年业绩增长250%、三年复合年增长率为35.7%；并且业绩不包含并购带来的并表收益，体现了管理层对公司未来发展的信心。
- **盈利预测与投资建议：**仅考虑广东双林在采的11个浆站贡献，我们预测公司2020-2022年的营业收入分别为10.76、13.50、17.11亿元；归母净利润分别为2.55、3.41、4.7亿元；每股收益分别为0.94、1.25、1.71元。考虑到公司发展进入新时期，内生和并购齐发力，未来在血制品领域的竞争力将大幅提高，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险因素：**后疫情时代，下游需求恢复不达预期；短期内血制品供给不足风险；行业事件风险；与新疆德源的合作有一定失败风险；因子类产品上市进度及放量慢于预期；本次重大资产重组完成后，公司股权结构变得复杂。

与市场不同的认识

1) 公司内生式增长有可能被市场低估。

市场大多只看到了公司收购哈尔滨派斯菲科带来的外延并购增量，忽略了内生增长。我们拆分了广东双林旗下在采 11 个浆站的采浆量，发现广西以外的 7 个浆站 2019 年采浆量合计才 100 吨，平均才 14 吨，远低于行业平均水平。公司目前已经在加强浆站管理、提高存量浆站采浆能力，即使不考虑新设浆站的贡献，我们预测广东双林 2022 年采浆量也能达到 600 吨左右，较 2019 年还有 50%提升空间。

2) 公司成长空间可能超市场预期。

哈尔滨派斯菲科资产注入后，公司存量浆站达到 24 个，2019 年合计采浆量为 640 吨；加上新疆德源设置给广东双林的 5 个浆站，公司存量浆站达 29 个，按照每个浆站 40 吨采浆量计算，公司存量浆站采浆量可达 1160 吨，与华兰生物、上海莱士同级别。根据公司公告，派斯菲科未来有可能在黑龙江再新设 10 个浆站；广东双林在北方地区有 5 个浆站已经通过县级审批，如果考虑到这部分浆站贡献，公司浆站有可能达到 44 个、采浆量有望超 1500 吨，向天坛生物靠近。

目 录

1. 历史问题基本解决，公司开启新征程	6
1.1 经历多次资产重组后，主营聚焦血液制品业务	6
1.2 控股股东变更为浙民投	6
1.3 历史遗留问题基本已解决，基本面持续改善	7
2. 广东双林即将迈入快速成长期	7
2.1 业绩持续增长，未受到母公司债务拖累	7
2.2 正在加强浆站管理，采浆量预计快速提升	8
2.3 因子类产品获批在即，血浆综合利用率即将提升	10
3. 收购派斯菲科，打造千吨级血制品新龙头	12
3.1 收购派斯菲科后，采浆规模有望突破千吨	13
3.2 进一步补充公司产品线，提高血浆综合利用率	13
3.3 血浆综合利用率低，对赌业绩较高	14
4. 拟与新疆德源合作，扩充血浆资源	16
5. 股权激励方案彰显公司管理层信心	16
6. 投资建议与估值	18
6.1 盈利预测	18
6.2 估值与投资建议	19
7. 风险因素	20
7.1 后疫情时代，下游需求恢复不达预期	20
7.2 短期内血制品供给不足风险	20
7.3 行业事件风险	20
7.4 与新疆德源合作有失败风险	20
7.5 因子类产品上市进度及放量慢于预期	20
7.6 本次重大资产重组完成后，公司股权结构变得复杂	20

插图目录

图 1: 经过多次资产重组后, 公司主营聚焦血液制品业务	6
图 2: 公司控股股东最终花落浙民投	6
图 3: 双林生物股权结构 (截止 2020 年 4 月 27 日)	7
图 4: 公司资产负债率不断下滑 (%)	7
图 5: 公司期间费用率不断下滑 (%)	7
图 6: 广东双林生物营业收入、净利润 (亿) 及增速 (%)	8
图 7: 2016 年全国各地年采浆量 (吨)	9
图 8: 2015-2019 年广东双林生物年采浆量 (吨)	10
图 9: 哈尔滨派斯菲科股权结构 (付绍兰控制 81.4% 股权)	13
图 10: 派斯菲科人血白蛋白批签发量 (万瓶, 按季度)	15
图 11: 派斯菲科静丙批签发量 (万瓶, 按季度)	15
图 12: 派斯菲科人纤维蛋白原批签发量 (万瓶, 按季度)	15
图 13: 派斯菲科净利润 (万元) (预测值参照对赌协议)	15
图 14: 新疆德源股权结构	16
图 15: 新疆德源人血白蛋白批签发量 (万瓶, 按季度)	16

表格目录

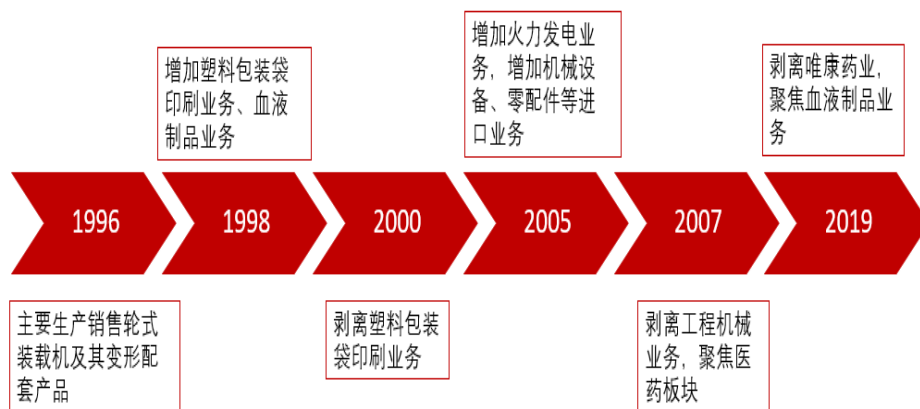
表 1: 广东双林生物旗下单采血浆站情况	8
表 2: 广东双林 2020-2022 年采浆量测算 (不考虑坦洲/鹤山浆站贡献, 以及未来新设浆站)	9
表 3: 广东双林血制品种类及规格	10
表 4: 人纤维蛋白粘合剂生产情况	11
表 5: 因子类产品获批在即, 公司吨浆收入即将提高	12
表 6: 收购派斯菲科后, 公司采浆量可突破千吨	13
表 7: 双林生物、哈尔滨派斯菲科血制品批文情况	14
表 8: 双林生物 2020 年股权激励方案	17
表 9: 双林生物 2020 年股权激励分配情况	17
表 10: 广东双林 2020-2022 年采浆量测算 (不考虑坦洲和鹤山浆站贡献、疫情对采浆的影响)	18
表 11: 公司主要财务指标预测 (单位: 百万元)	19
表 12: 同行业可比公司估值对比分析 (数据截止到 2020 年 5 月 22 日)	19
表 13: 盈利预测表	22
表 14: 主要财务指标	23

1. 历史问题基本解决，公司开启新征程

1.1 经历多次资产重组后，主营聚焦血液制品业务

公司于 1996 年上市，上市时以生产销售轮式装载机为主营业务；随后经历了多次资产重组，从 2007 年起，主营聚焦医药行业。2019 年 5 月，公司进一步剥离唯康药业，将主营业务聚焦血液制品板块。2019 年 11 月，公司正式更名为南方双林生物，改头换面、重新出发、开启新征程。

图 1：经过多次资产重组后，公司主营聚焦血液制品业务



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

1.2 控股股东变更为浙民投

公司上市以来，由于不断进行资产重组，控股股东发生了多次改变。2017 年 11 月，浙民投发起要约收购，并于当年 12 月获得公司 27.49% 股份，成为公司控股股东。2019 年 2 月 14 日，兆佳业（航运健康母公司）收购原大股东振兴集团持有的 18.57% 股权，成为公司第二大股东。

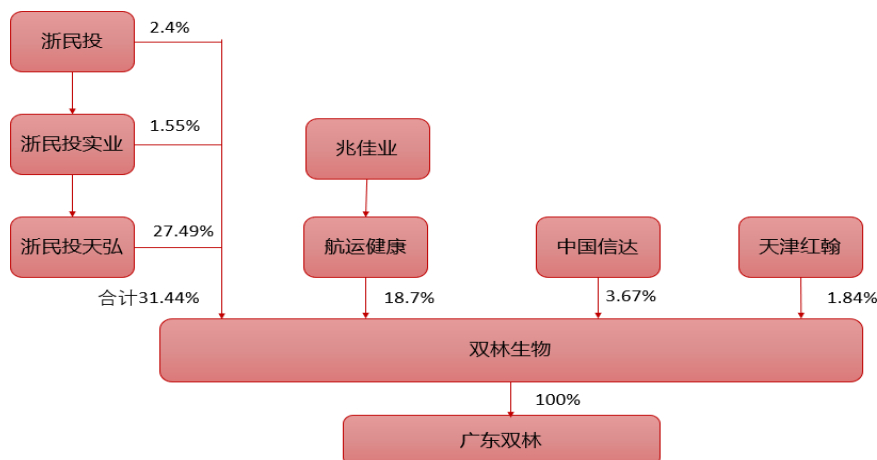
图 2：公司控股股东最终花落浙民投



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

截止 2020 年 4 月 27 日，浙民投合计控制公司 31.44% 股权（浙民投天弘、浙民投、浙民投实业为一致行动人）；兆佳业控制公司 18.7% 股权；中国信达控制公司 3.67% 股权。2019 年中报后，公司前三大股东持股比例未发生改变，股权结构目前较为稳定。

图 3：双林生物股权结构（截止 2020 年 4 月 27 日）



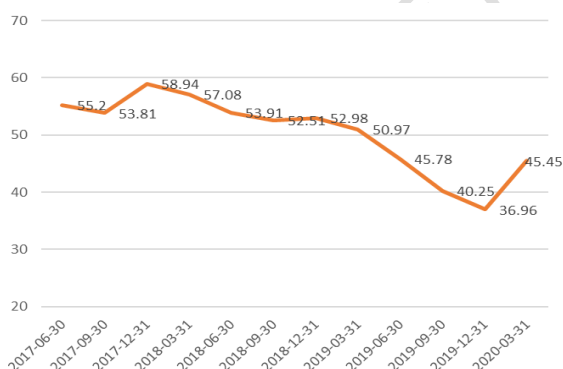
数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

1.3 历史遗留问题基本已解决，基本面持续改善

2019 年 2 月，兆佳业对原大股东振兴集团 18.57%股权收购完毕后，新的两大股东浙民投和兆佳业达成一致，未来共同致力于公司经营发展，积极解决原大股东振兴集团遗留下来的债务问题。

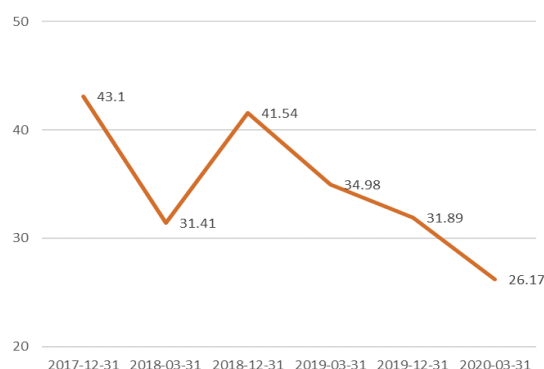
目前，公司历史遗留问题基本已经全部清理，只剩下中国信达的债务，金额约 1.1 亿。随着原控股股东留下来的债务问题逐步解决，公司资产负债率逐年下降；期间费用率也逐步下滑，公司盈利能力逐步恢复。

图 4：公司资产负债率不断下滑（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5：公司期间费用率不断下滑（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2. 广东双林即将迈入快速成长期

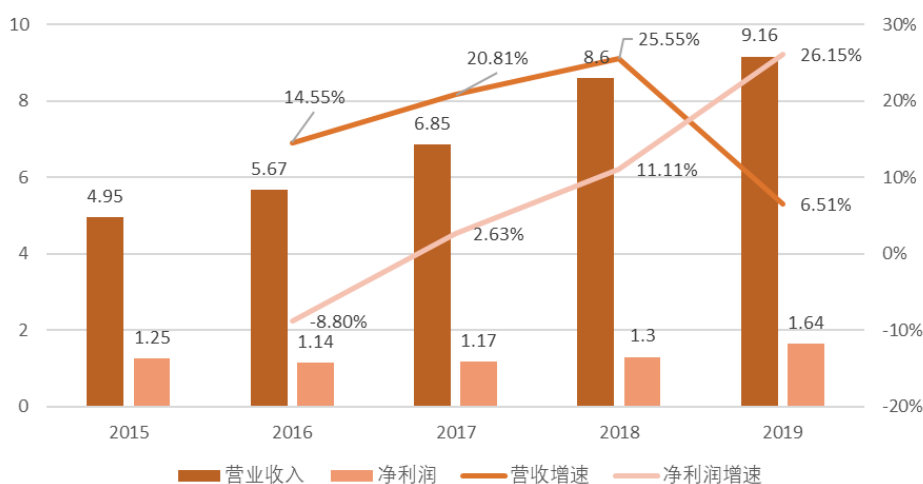
2.1 业绩持续增长，未受到母公司债务拖累

公司旗下核心资产是广东双林生物制药有限公司，其前身是海军海耀生物制品研究所；1998 年并入三九集团、隶属“三九生化”；1998 年 6 月更名为三

九集团湛江开发区双林药业；2004 年，三九集团重组，将双林药业转让给山西振兴集团，振兴集团成为双林药业直接控股股东；2008 年 6 月，双林药业完成改制，更名为广东双林生物。

从业绩看，广东双林生物未受到母公司债务拖累。2015 年到 2018 年，营业收入一直保持两位数增长；2019 年营业收入为 9.16 亿，同比增长 6.51%，增速较前三年有所下滑。净利润方面，2016 年出现小幅下滑；2017 年到 2019 年，净利润增速不断提高。2019 年，广东双林生物净利润为 1.64 亿，同比增长 26.15%；由于 2019 年渠道补库存、受上海新兴事件影响进口人血白蛋白供给一度收紧，部分血制品价格有所上涨，利润增速高于收入增速。

图 6：广东双林生物营业收入、净利润（亿）及增速（%）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

2.2 正在加强浆站管理，采浆量预计快速提升

广东双林生物目前拥有 13 个浆站，其中广东 5 个，广西 4 个，山西 4 个。目前有 11 个浆站在采，其中 6 个系近三年新设浆站；坦洲和鹤山两个浆站尚未获得采浆许可。2019 年采浆量首次突破 400 吨，血浆规模目前处于行业中上游。

表 1：广东双林生物旗下单采血浆站情况

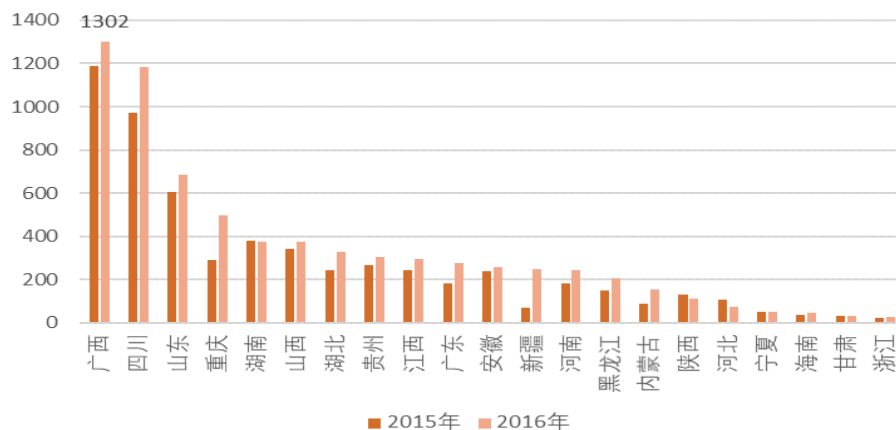
浆站	省份	采浆区域	年采浆量 (吨)	备注
坦洲	广东			尚未开始采浆
鹤山	广东			尚未开始采浆
廉江	广东	廉江市、吴川市、湛江市坡头区		2016 年 2 月开始采浆
遂溪	广东			成立于 2016 年 6 月
东源	广东			成立于 2016 年 7 月
宜州	广西	宜州区、柳江区、金城江区东江镇	70+	
武宣	广西	武宣县、象州县、来宾市南泗乡、石牙乡、寺山乡	100+	

罗城	广西	罗城县、柳城县	80+	
扶绥	广西	崇左市扶绥县、宁明县及南宁市江南区(不含城区)江西镇、吴圩镇、苏圩镇、延安镇		1996 年成立
临县	山西	临县、岚县、兴县、方山县、交城县		成立于 2009 年, 新站于 2018 年底建成
石楼	山西	石楼县、柳林县、中阳县、交口县、汾阳市、文水县、孝义市		2017 年 7 月开始采浆
和顺	山西	和顺县、昔阳县、左权县		2017 年 3 月开始采浆
隰县	山西	隰县、大宁县、永和县、吉县		2017 年 8 月开始采浆

数据来源: 广东双林生物官网, 公司公告, 国融证券研究与战略发展部

公司在广西地区的 4 个浆站, 均为采浆多年的老浆站, 其中武宣浆站 2018 年采浆量超 100 吨, 是广西第二个、全国第五个迈入“百吨浆站”行列的单采血浆站; 罗城浆站年采浆量超 80 吨; 宜州浆站年采浆量超 70 吨。公司官网并未公布扶绥浆站的采浆规模, 假设其采浆规模为广西单个浆站平均年采浆量 (2016 年广西有 26 个浆站、采浆量为 1300 吨、单个浆站采浆规模为 50 吨), 广西地区的四个浆站年采浆量合计为 300 吨。按此计算, 剩余 7 个浆站 2019 年采浆量仅 100 吨, 平均每个浆站采浆量只有 14 吨左右, 远低于行业平均水平; 主要是由于过去几年, 公司一直受债务拖累疏于管理。

图 7: 2016 年全国各地年采浆量 (吨)



数据来源: 国融证券研究与战略发展部

由于坦洲和鹤山位于广东地区, 受广东丹霞事件影响, 其开采时间具有较大不确定性。随着公司债务问题已经基本解决, 正在不断加强浆站管理, 存量浆站采浆能力即将大幅提升, 尤其是公司近三年新设的 6 个浆站。按照行业采浆规律进行预测, 广东双林生物 2020-2022 年采浆量分别为 460、530、595 吨, 较目前的 400 吨采浆量尚有 48.75% 提升空间。

表 2: 广东双林 2020-2022 年采浆量测算 (不考虑坦洲/鹤山浆站贡献, 以及未来新设浆站)

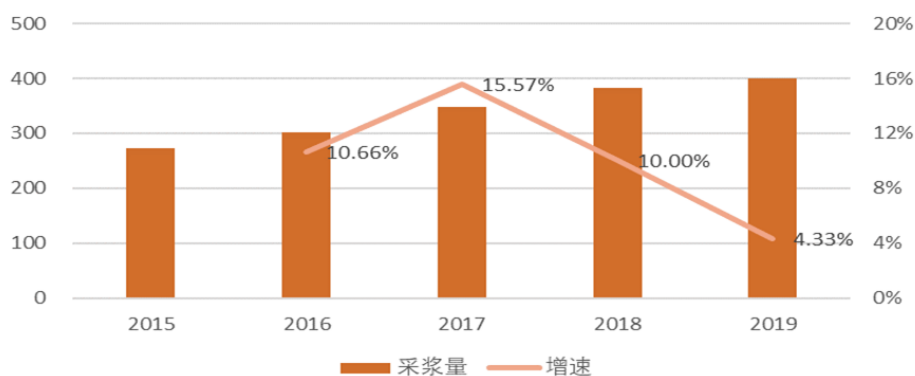
浆站	2019	2020	2021	2022	备注
武宣、罗城、宜	300	300	300	300	老浆站, 采浆量稳定

州、扶绥					
临县	30	40	50	55	假设其采浆量达到行业平均水平，未来加强浆站管理，还有一定提升空间
石楼、和顺、隰县、廉江、遂溪、东源	70	120	180	240	按照行业采浆规律进行假设
合计	400	460	530	595	

数据来源：国融证券研究与战略发展部

除了提高存量浆站采浆能力外，公司还在积极洽谈，增设新的浆站。曾在2018年年报中表示，公司在北方省份已经有5个建站取得县级批复、1个取得市级批复。

图8：2015-2019年广东双林生物年采浆量（吨）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

2.3 因子类产品获批在即，血浆综合利用率即将提升

广东双林目前拥有6个品种、16个规格血液制品，仅包括人血白蛋白、免疫球蛋白两大类产品，尚无凝血因子类产品。假设2019年投浆量为2018年和2019年采浆量平均值（采浆需要经过3个月检疫期才可投浆），公司吨浆收入仅234万元，处于行业第二梯队。

表3：广东双林血制品种类及规格

产品	规格
人血白蛋白	5% 40ml 2g/瓶；5% 100ml 5g/瓶；5% 250ml 12.5g/瓶
	20% 10ml 2g/瓶；20% 25ml 5g/瓶
	20% 50ml 10g/瓶；25% 50ml 12.5g/瓶
人免疫球蛋白	10% 1.5ml 150mg/瓶
	10% 3ml 300mg/瓶

静注人免疫球蛋白 (PH4)	5% 25ml 1.25g/瓶
	5% 50ml 2.5g/瓶
	5% 100ml 5g/瓶
乙型肝炎人免疫球蛋白	1ml 100IU/瓶
	2ml 200IU/瓶
破伤风人免疫球蛋白	2.5ml 250IU/瓶
狂犬病免疫球蛋白	200IU/瓶

数据来源：国融证券研究与战略发展部

公司目前在研项目共计超 10 项，其中研发进度较快的有凝血 VIII 因子、纤维蛋白原，随着因子类产品陆续获批，公司血浆综合利用率将进一步提升。

- 凝血 VIII 因子：已通过生产现场检查，预计 2020 年下半年获批上市。2019 年，国内有 5 家企业有凝血 VIII 因子生产批文。
- 人纤维蛋白原：已完成临床试验，正在积极生产注册申报中，预计 2021 年上半年获批上市。2019 年，国内有 7 家企业有批签发人纤维蛋白原，是因子类产品中竞争最激烈的品种。
- 人凝血酶原复合物：2018 年 6 月获批开展临床试验，目前处于临床试验中，预计还需要 3-4 年时间才能获批上市。目前国内获得人凝血酶原复合物生产批文的厂家有 6 个，但 2019 年仅华兰生物和泰邦生物有批签发。
- 人纤维蛋白粘合剂 (Fs)：2019 年 11 月获得临床试验批件，该产品按医疗器械管理，主要用于局部止血，辅助用于处理烧伤创面、普通外科腹部切口、肝脏手术及血管外科手术创面的渗血，是一种天然的新型生物止血材料，广泛使用在各类外科手术中，市场发展前景较好。目前，国内仅有 3 家企业拥有生产批文，但实际只有上海莱士一家在产。

表 4：人纤维蛋白粘合剂生产情况

品种名称	公司名称	商品名	规格	首次批准日期	适应症
人纤维蛋白粘合剂 (人纤维蛋白胶)	上海新兴	赛纶	0.5ml、1ml、 2ml、5ml、10ml	2003-1-1	
	华兰生物	康普欣	1ml、2ml、5ml	2002-1-1	用于烧伤及普通外科手术中局部止血的辅助处理

外用冻干人纤维蛋白粘合剂	上海莱士	护固莱士	2ml	2003-1-1	局部止血药。辅助用于处理烧伤创面、普通外科腹部切口、肝脏手术创面和血管外科手术创面的渗血。
--------------	------	------	-----	----------	---

资料来源：Insight，国融证券研究与战略发展部

由于人凝血酶原复合物和纤维蛋白粘合剂尚处于早期临床试验，预计三年内很难获批上市，我们仅考虑凝血 VIII 因子、人纤维蛋白原获批上市带来的增量业绩贡献。广东双林目前吨浆收入为 234 万元，预计凝血 VIII 因子会在今年三季度或四季度获批上市，上市后吨浆收入有望提高至 254 万元；人纤维蛋白原预计将在 2021 年上半年上市，公司吨浆收入有望提高至 344 万元。

表 5：因子类产品获批在即，公司吨浆收入即将提高

产品项目	人凝血 VIII 因子	人纤维蛋白原
研发进展	已通过生产现场检查	已完成临床试验
预计获批时间	2020 年 Q3 或 Q4	2021 年上半年
行业吨浆收率	500 瓶（200IU/瓶）	1500 瓶（0.5g/瓶）
出厂价（元）	400	600
吨浆贡献收入（万）	20	90

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

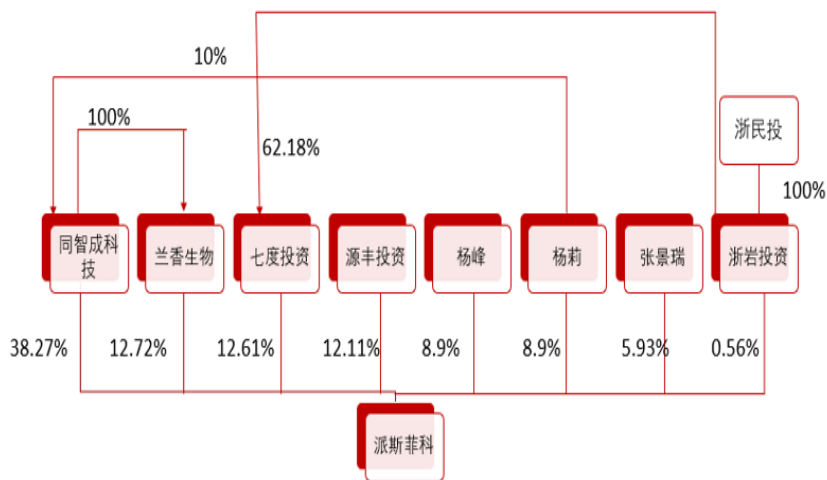
3. 收购派斯菲科，打造千吨级血制品新龙头

2020 年 5 月，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》公告，拟收购哈尔滨派斯菲科 87.39% 股权和七度投资 100% 财产份额，发行价格为 31.47 元/股，其中七度投资系浙民投及关联人专为收购派斯菲科而设立的有限合伙企业，核心资产为派斯菲科 12.61% 股权；本次交易完成后，双林生物将控制派斯菲科 100% 股权。此外，向公司前两大股东和派斯菲科实控人（付绍兰）募集配套资金不超过 16 亿，其中付绍兰、航运健康分别认购不超过 3.5 亿和 9 亿、浙民投旗下公司认购不超过 3.5 亿，发行价格为 29.86 元/股。

本次重组已经通过上市公司董事会，尚需履行：1) 本次交易涉及的审计、评估工作完成后，需再次召开董事会审议；2) 股东大会审议；3) 证监会审议；4) 其他可能涉及到的有权管理部门核准、批准或备案。目前，本次交易相关的审计、评估工作尚未完成，标的资产定价、股份发行数量等均未确定，因此本次交易前后的股权变动情况尚无法准确计算。

本次配套募集资金发行后，公司董事会将调整为 13 人，监事会调整为 5 人。浙民投及其一致行动人、航运健康及其一致行动人、付绍兰及其一致行动人分别提名 7 名、3 名、3 名董事，分别提名 1 名监事。

图 9：哈尔滨派斯菲科股权结构（付绍兰控制 81.4%股权）



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

3.1 收购派斯菲科后，采浆规模有望突破千吨

派斯菲科是黑龙江省唯一一家血液制品企业，目前拥有 11 家浆站，其中 10 家在采，遍布在黑龙江六大城市和四川内江市（1 个）。2019 年采浆量约 240 吨，平均每个浆站采浆量仅 24 吨，低于行业平均水平，未来提升空间较大。

根据黑龙江卫生部门签发的《关于单采血浆站设置备选地点的通知》，派斯菲科未来可在 10 个指定的县及县城市中设置浆站；考虑到各省市新设浆站向省内企业倾斜，我们判断派斯菲科未来在黑龙江新增 10 个浆站的概率较大。收购派斯菲科 100% 股权后，公司将拥有 24 个浆站，其中 21 个正常运营；2019 年合计采浆量为 640 吨。

根据公司公告，广东双林生物在北方地区有 5 个浆站已经通过县级审批，假设未来广东双林新增 5 个浆站，派斯菲科新增 10 个浆站，上市公司未来浆站数量可拓展到 39 个。按照行业平均每个浆站 40 吨采浆量测算，公司未来采浆规模可达 1560 吨，有望跃升为千吨级血制品企业，成为国内血制品行业新龙头。

表 6：收购派斯菲科后，公司采浆量可突破千吨

企业名称	现有浆站数量	2019 年采浆量 (吨)	未来浆站数量	未来采浆量 (吨)
双林生物	13 (11 个在采)	400	18	720
派斯菲科	11 (10 个在采)	240	21	840
合计	24 (21 个在采)	640	39	1560

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部，备注：按照平均每个浆站 40 吨采浆量测算

3.2 进一步补充公司产品线，提高血浆综合利用率

派斯菲科共拥有 9 个品种、29 个规格批文，可生产人血白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类产品，其中人纤维蛋白原生产技术行业领先，收率在业内位居前列。整体来看，本次交易完成后，公司血制品产品种类将进一步拓宽，新增冻干静注人免疫球蛋白、静注乙型肝炎免疫球蛋白、人纤维蛋白原批文，血浆综合利用率将进一步提升。

表 7：双林生物、哈尔滨派斯菲科血制品批文情况

类别	名称	双林生物	派斯菲科	本次交易后
白蛋白	人血白蛋白	√	√	√
免疫球蛋白类	人免疫球蛋白	√	√	√
	静注人免疫球蛋白	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白		√	√
	组织胺人免疫球蛋白			
	乙肝人免疫球蛋白	√	√	√
	破伤风人免疫球蛋白	√	√	√
	冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白		√	√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√
凝血因子类	人凝血酶原复合物			
	人凝血因子 VIII			
	人凝血酶			
	人纤维蛋白原		√	√
	人纤维蛋白粘合剂			
品种合计		6	9	9

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

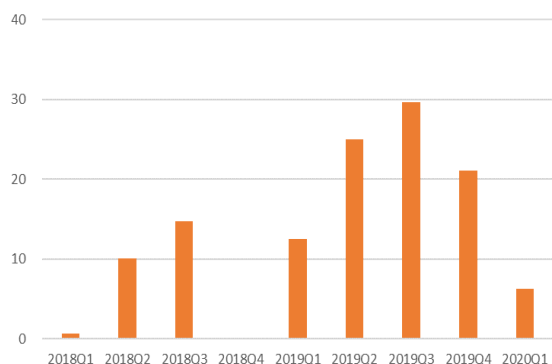
派斯菲科研发管线与广东双林生物有较大差别，包括人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、a1-抗胰蛋白酶、高纯净注人免疫球蛋白（PH4）、巨细胞免疫球蛋白、合胞病毒免疫球蛋白、手足口病毒免疫球蛋白等新型血制品品种，其中 a1-抗胰蛋白酶、巨细胞免疫球蛋白、合胞病毒免疫球蛋白、手足口病毒免疫球蛋白等品种目前国内尚无产品上市，属于空白市场。研发管线中，人凝血酶原复合物已经完成临床试验，正在申报生产，进度与广东双林生物相近；VIII 因子正在申报临床试验，进度低于广东双林；其余产品均在临床前试验中。

3.3 血浆综合利用率低，对赌业绩较高

派斯菲科虽然拥有 9 个血制品品种生产批文，但在产品种较少。2019 年，派斯菲科仅人血白蛋白、静丙、纤维蛋白原有批签发数据，批签发量分别为 88.34 万瓶、42.69 万瓶、3.85 万瓶；占国内同品种批签发比例分别为 1.82%、3.85%、5.08%，占比均较小。2020 年一季度，人免疫球蛋白批签发量为 10.99 万瓶；人血白蛋白为 6.33 万瓶；静丙为 14.48 万瓶；人纤维蛋白原为 1.47 万瓶。

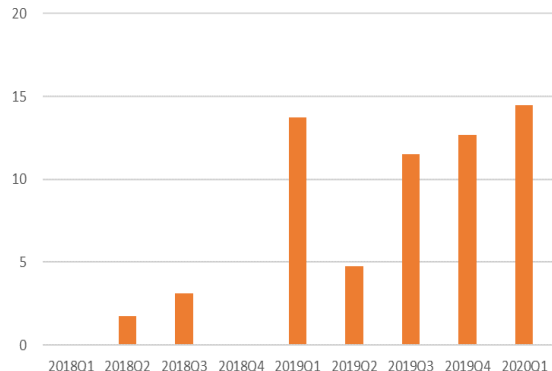
2019 年，派斯菲科营业收入为 3.51 亿，按 2019 年采浆量计算，吨浆收入仅为 145 万元；净利润为 1417 万元，吨浆净利润仅 5.9 万元，主要是在产产品种类少，血浆综合利用率低。

图 10：派斯菲科人血白蛋白批签发量（万瓶，按季度）



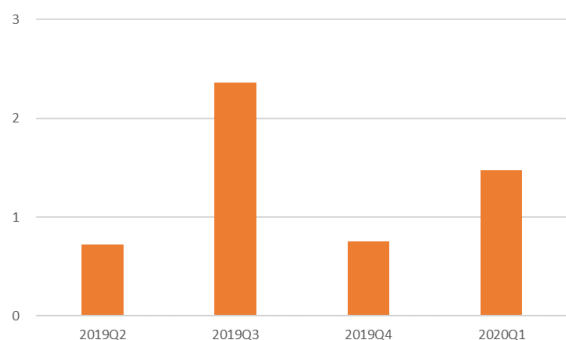
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 11：派斯菲科静丙批签发量（万瓶，按季度）



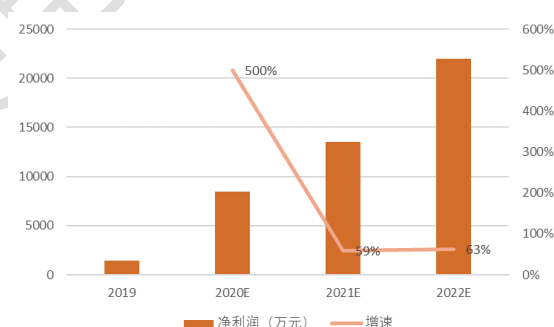
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12：派斯菲科人纤维蛋白原批签发量（万瓶，按季度）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 13：派斯菲科净利润（万元）（预测值参照对赌协议）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

交易对方承诺派斯菲科 2020 年、2021 年、2022 年净利润分别不得低于 8,500 万元、13,500 万元、22,000 万元，增速分别为 499%、59%、62.96%。若派斯菲科在业绩承诺补偿期第一年或第二年实现的净利润未达当年度承诺净利润的 85%，或业绩承诺补偿期累计实现净利润未达到累计承诺净利润的 100%，承诺方应向上市公司进行股份或现金补偿；若派斯菲科业绩承诺补偿期内累计实现的净利润高于累计承诺净利润的，则上市公司应将超出部分的 50%作为奖励金支付给业绩承诺方及派斯菲科高级管理人员团队；同时，奖励金额不得超过当年派斯菲科净利润的 20%，且不得超过标的资产交易价格的 20%。

4. 拟与新疆德源合作，扩充血浆资源

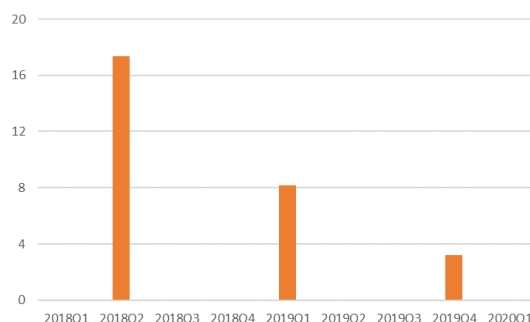
2020 年 5 月 15 日，公司发布公告，下属全资子公司广东双林与新疆德源签署了《关于浆站开拓的合作框架协议书》，约定新疆德源将其下属部分浆站临时设置给广东双林，公司向新疆德源支付 4000 万元合作诚意金。

图 14：新疆德源股权结构



数据来源：企查查，国融证券研究与战略发展部

图 15：新疆德源人血白蛋白批签发量（万瓶，按季度）



数据来源：Insight，国融证券研究与战略发展部

截止公告日，合作请示已经获得新疆维吾尔自治区卫生健康委员会的批复，新疆德源下属泽普、疏勒、新和、策勒、昆玉五个浆站已临时设置给广东双林，进一步补充了公司血浆资源。

公司表示，正在与新疆德源洽谈进一步战略合作方案，以实现更全面长期涨合作。但由于新疆德源实控人吕献忠持有的 58.01% 股权被贵州泰邦诉讼而司法冻结，决议待新疆德源诉讼事项更明确后再确定战略合作方案，在此期间，公司拟与新疆德源将保持供浆关系。

新疆德源是新疆唯一一家血液制品企业，成立于 1994 年 5 月。目前，新疆德源旗下共有 9 家浆站，全部位于新疆地区；仅拥有人血白蛋白和人免疫球蛋白（150mg、300mg）生产批文，其中人免疫球蛋白 2020 年 2 月才首次批签发。在研产品方面，静注人免疫球蛋白目前处于生产现场核查阶段，即将申报上市；乙免、破免、狂免进入样品生产和资料准备阶段。

5. 股权激励方案彰显公司管理层信心

浙民投获得公司控制权后，开始聘用职业经理人管理公司。当前针对公司核心骨干开展股权激励，可绑定管理层与股东利益，有助于公司中长期发展。本次股权激励对象为公司 41 名核心骨干，采用限制性股票+股票期权方式，其中限制性股票 205 万股、股票期权 205 万份；限制性股票首次授予的价格为 19.61 元/股，股票期权首次行权价格为 39.22 元/份。

2020-2022 年解除限售的下限归母净利润分别为 1.62 亿元、3.00 亿元、4 亿元；100%解除限售的目标归母净利润分别为 2.00 亿元、3.70 亿元、5.00 亿元。2019 年公司归母净利润为 1.6 亿，按照股权激励解锁触发条件计算，公司三年业绩增长 250%、三年复合年增长率为 35.7%。本次限制性股票解除限售条

件的业绩并不包含重组并购带来的并表收益，完全来自内生增长，体现了公司管理层对未来长期发展的信心。

表 8：双林生物 2020 年股权激励方案

方案项目	内容
股权激励对象	董事、高管及其他核心管理/技术人员，共 41 人
限制性股票数量及价格	205 万份，预留 11.5%，价格为 19.61 元/股
股票期权数量及价格	205 万份，预留 11.5%，行权价格为 39.22 元/股
解除限售比例	授予后 1-3 年分别解锁 30%、30%、40%
解除限售的业绩触发值	2020-2022 年归母净利润（不含并购重组带来的并表收益）分别为 1.62 亿元、3.00 亿元、4 亿元
解除限售的业绩目标值	2020-2022 年归母净利润（不含并购重组带来的并表收益）分别为 2.00 亿元、3.70 亿元、5.00 亿元

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

表 9：双林生物 2020 年股权激励分配情况

姓名	职务	履历	年薪（万）	授予限制性股票数量（万股）	授予股票期权数量（万份）	占限制性股票/股票期权比例
黄灵谋	董事长	曾任浙江象山粮食局会计主管、建行台州分行信托办事处业务主管、国泰君安总裁助理/营运总监	287.1	19.5	19.5	9.51%
袁华刚	董事	历任国泰君安投行部副总经理，现任浙民投资管理合伙人		19.5	19.5	9.51%
罗军	董事	曾就职于世联地产、英联国际不动产，现任佳兆业联席副主席、执行董事和行政总裁	22.07	10	10	4.88%
张华纲	董事			10	10	4.88%
朱光祖	总经理	从 1992 年起，一直在广东双林工作，现任广东双林总经理	285.46	10	10	4.88%
王志波	副总经理、财务总监	曾任国泰君安投行部业务董事	205.81	7	7	3.41%
刘仁金	副总经理	1995 年至今，任职于广东双林，现任广东双林付总经理	82.58	7	7	3.41%
杨彬	副总经理	曾任普华永道高级审	120.77	7	7	3.41%

		计师、浙民投投资部 执行董事				
赵玉林	董秘	曾任美的证券事务专 员、资产重组经理， 小天鹅证券事务代表	101.06	7	7	3.41%
核心业务骨干 32 人				84.5	84.5	41.22%
合计				181.5	181.5	88.54%
预留				23.5	23.5	11.46%

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

6. 投资建议与估值

6.1 盈利预测

核心假设：

1. 由于公司收购哈尔滨派斯菲科尚未完成，暂不考虑派斯菲科合并报表贡献。
2. 公司位于广州尚未开采的两个浆站（坦洲和鹤山），受广东丹霞事件影响，正式运营时间具有较大不确定性，故而暂不考虑。
3. 虽然公司公告新疆德源旗下五个浆站已经临时划拨给广东双林，但之前新疆德源与贵州泰邦签订了供浆协议，约定 2018 年 8 月-2021 年 8 月三年期间，新疆德源下属 6 个浆站设置给贵州泰邦。目前，贵州泰邦已经起诉新疆德源，在诉讼没有解决前，双方合作具有一定不确定性，故而暂不考虑德源 5 个浆站的贡献。

仅考虑广东双林在采 11 个浆站的贡献，我们按照行业浆站采浆量爬坡规律进行预测：

- 采浆量：我们预测 2020-2022 年公司采浆量分别为 460 吨、530 吨、595 吨；考虑到今年疫情对浆站采浆工作的影响，我们假设 2020 年采浆量仅为正常情况下的 90%，即 414 吨。
- 吨浆收入：按照公司产品研发进度，凝血 VIII 因子预计今年下半年获批上市、人纤维蛋白原预计明年上半年获批上市，吨浆收入即将有所提高。2019 年，公司吨浆收入约为 234 万元；我们假设 2020-2022 年吨浆收入分别为 260、270、280 万元。
- 毛利率：因子类产品即将陆续获批上市，毛利率也将随之逐步提升。

表 10：广东双林 2020-2022 年采浆量测算（不考虑坦洲和鹤山浆站贡献、疫情对采浆的影响）

浆站	2019	2020E	2021E	2022E	核心假设
武宣、罗城、宜州、 扶绥四个浆站	300	300	300	300	老浆站，每年采浆量保持稳定
临县	30	40	50	55	成熟老浆站，假设年采浆量为 30

					吨，加强浆站管理后，采浆量逐步提升
石楼、和顺、隰县、廉江、遂溪、东源六个浆站	70	120	180	240	按照行业采浆规律进行假设
合计	400	460	530	595	

数据来源：国融证券研究与战略发展部

盈利预测：根据以上核心假设，我们预测公司 2020-2022 年的营业收入分别为 10.76、13.50、17.11 亿元，分别同比增长 17.55%、25.42%、26.74%；归母净利润分别为 2.55、3.41、4.70 亿元，分别同比增长 59.09%、33.58%、36.94%；每股收益分别为 0.94、1.25、1.71 元。

表 11：公司主要财务指标预测（单位：百万元）

主要财务指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	685.38	859.84	915.66	1,076.40	1,349.99	1,710.99
同比(%)	22.12%	25.46%	6.49%	17.55%	25.42%	26.74%
归属母公司净利润	21.60	79.98	160.45	255.25	340.97	466.91
同比(%)	-56.18%	270.34%	100.60%	59.09%	33.58%	36.94%
毛利率(%)	56.98%	53.33%	52.34%	53.00%	55.00%	57.00%
ROE(%)	3.89%	13.41%	22.32%	27.51%	27.81%	28.65%
EPS（摊薄）（元）	0.08	0.29	0.59	0.94	1.25	1.71

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

6.2 估值与投资建议

估值建议：根据以上核心假设，我们预测公司 2020-2022 年 PE 分别为 59.11、44.25、32.31 倍。双林生物当前 PE(TTM) 为 93.66 倍，高于行业平均值，但由于公司发展进入新时期，内生和并购齐发力，未来在血制品领域的竞争力将大幅提高，应当给与一定的估值溢价，首次覆盖，给与“推荐”评级。

表 12：同行业可比公司估值对比分析（数据截止到 2020 年 5 月 25 日）

证券代码	证券简称	股价（元）	PE(TTM)	20EPS	21EPS	22EPS	20PE	21PE	22PE
002007	华兰生物	41.18	59.10	0.91	1.07	1.25	45.15	38.50	33.06
002252	上海莱士	8.09	77.93	0.16	0.22	0.23	52.03	37.28	34.89
002880	卫光生物	50.30	46.29	1.37	1.65	1.98	36.68	30.40	25.36
300294	博雅生物	31.69	31.73	1.34	1.66	1.80	23.59	19.12	17.64
600161	天坛生物	36.16	61.82	0.70	0.84	1.02	51.56	43.11	35.28
	平均值		55.37				41.80	33.68	29.24
000403	双林生物	55.35	93.66	0.94	1.25	1.71	59.11	44.25	32.31

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部，注：除双林生物为国融预测外，其余为 wind 一致预期值

7. 风险因素

7.1 后疫情时代，下游需求恢复不达预期

后疫情时代，我国疫情防控将进入常态化，血制品院内使用随就诊恢复而逐步恢复。但海外疫情仍不明朗，部分国家仍在发酵。如果国内疫情出现二次爆发，将对血制品院内使用再次产生重大影响，下游需求恢复存在不达预期风险。

7.2 短期内血制品供给不足风险

受全球疫情影响，国内海外上游血浆采集受到较大程度影响，全球血制品供给缩紧。由于全球疫情持续时间、国内采浆恢复程度都具有不确定性，原材料血浆有可能受到严重影响，导致血制品供给不足。

7.3 行业事件风险

2019年2月5日，上海新兴静丙检测显示艾滋病抗体阳性；导致上海所批签发暂停，对其他血制品企业批签发也产生负面影响。同时，上海新兴被要求整改，时至今日，时隔一年也尚未恢复批签发。

7.4 与新疆德源合作有失败风险

早在2018年8月，新疆德源就与贵州泰邦签订了供浆协议，约定2018年8月-2021年8月三年期间，新疆德源下属6个浆站设置给贵州泰邦，供应总计不少于500吨血浆，其中就包括了泽普、疏勒、新和、策勒、昆玉五个浆站。将浆站设置给广东双林后，新疆德源将无法继续向贵州泰邦提供血浆，截止目前，尚需向贵州泰邦提供192吨血浆。此外，贵州泰邦向新疆德源提供3亿借款，目前，尚有约2.48亿本金和1000万利息尚未归还。2020年3月17日，，贵州泰邦分别在北京市第三中级人民法院和北京市朝阳区人民法院对新疆德源提起两起诉讼，诉讼请求包括要求新疆德源归还该等借款本息等。受新疆德源和贵州泰邦的诉讼纠纷影响，与新疆德源的合作有一定失败风险。

7.5 因子类产品上市进度及放量慢于预期

根据产品研发进度，我们预计凝血VIII因子、人纤维蛋白原分别在2020年下半年、2021年上半年获批上市，如果产品获批时间晚于预期、后产品上市后放量不达预期，将对公司业绩增长速度造成一定影响。

7.6 本次重大资产重组完成后，公司股权结构变得复杂

由于此次重大资产重组交易标的估值、最终方案尚未确定，交易完成后公司股权结构尚不确定。按照当前方案，交易完成后前两大股东持股比例差将变

小；此外，派斯菲科现实控人付绍兰有可能成为公司前十大股东，公司股权结构有可能变得复杂。

仅供签约客户使用，请勿转发

表 13：盈利预测表

报表预测						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	685.38	859.84	915.66	1,076.40	1,349.99	1,710.99
减:营业成本	294.84	401.33	436.41	505.91	607.50	735.73
营业税金及附加	6.42	6.92	7.10	8.34	10.46	13.26
销售费用	78.15	146.42	144.64	129.17	175.50	222.43
管理费用	189.37	156.58	111.90	107.64	135.00	171.10
研发费用	0.00	28.59	14.73	17.32	21.72	27.53
财务费用	27.88	25.59	20.75	14.00	12.65	11.19
资产减值损失	10.50	7.06	-10.00	-9.52	-8.82	-14.80
加:投资收益	0.00	1.86	6.65	0.00	0.00	0.00
其他	5.42	4.25	3.28	4.09	3.86	3.98
营业利润	83.64	93.46	200.04	307.63	399.85	548.54
加:营业外收支	-39.21	4.13	8.97	-8.71	-0.53	-1.73
利润总额	44.42	97.59	209.01	298.93	399.32	546.81
减:所得税	29.18	22.65	31.17	47.83	63.89	87.49
净利润	15.24	74.94	177.84	251.10	335.43	459.32
减:少数股东损益	-6.35	-5.04	-2.61	-4.15	-5.55	-7.60
归属母公司股东净利润	21.60	79.98	160.45	255.25	340.97	466.92
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	145.87	154.77	110.94	274.30	445.42	670.04
应收和预付款项	127.21	177.29	226.76	266.51	334.02	423.04
存货	379.48	389.85	404.65	469.09	563.29	682.19
其他流动资产	36.69	30.89	36.57	17.85	17.85	17.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	448.00	413.04	379.62	391.22	424.60	470.80
无形资产和开发支出	69.81	69.52	54.22	41.09	29.91	20.57
其他非流动资产	113.53	82.20	58.88	72.03	67.12	75.98
资产总计	1,320.58	1,317.56	1,271.64	1,532.09	1,882.21	2,360.49
短期借款	200.00	180.00	110.00	110.00	110.00	110.00
应付和预收款项	38.89	43.38	31.77	36.83	44.22	53.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	539.51	474.70	328.27	332.56	339.85	349.48
负债合计	778.41	698.08	470.04	479.38	494.08	513.04
归属母公司股东权益	555.24	637.73	800.22	1,055.47	1,396.44	1,863.36
少数股东权益	-13.07	-18.25	1.38	-2.77	-8.32	-15.91
股东权益合计	555.24	637.73	800.22	1,055.47	1,396.45	1,863.37
负债和股东权益合计	1,320.58	1,317.56	1,271.64	1,532.09	1,882.21	2,360.49
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	-35.91	116.63	183.25	232.66	266.19	367.02
投资性现金净流量	-36.22	-10.49	-29.80	-64.30	-72.81	-114.99
筹资性现金净流量	-14.79	-67.35	-204.77	-14.80	-14.80	-14.80

现金流量净额	-86.92	38.79	-43.72	153.56	178.58	237.23
--------	--------	-------	--------	--------	--------	--------

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 14：主要财务指标

主要财务指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	685.38	859.84	915.66	1,076.40	1,349.99	1,710.99
同比(%)	22.12%	25.46%	6.49%	17.55%	25.42%	26.74%
归属母公司净利润	21.60	79.98	160.45	255.25	340.97	466.92
同比(%)	-56.18%	270.34%	100.60%	59.09%	33.58%	36.94%
毛利率(%)	56.98%	53.33%	52.34%	53.00%	55.00%	57.00%
ROE(%)	3.89%	13.41%	22.32%	27.51%	27.81%	28.65%
EPS（摊薄）（元）	0.08	0.29	0.59	0.94	1.25	1.71
P/E	699	188.63	94.03	59.11	44.25	32.31
P/B	27.17	23.66	18.85	14.29	10.80	8.10
EV/EBITDA	118.14	83.77	53.22	41.53	32.40	24.11

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；
推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。