



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.60
总股本/流通股本(亿股)	7.33 / 6.88
总市值/流通市值(亿元)	202 / 190
52周内最高/最低价	30.00 / 17.51
资产负债率(%)	14.0%
市盈率	34.35
第一大股东	共青城胜帮英豪投资合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师:蔡明子  
SAC 登记编号:S1340523110001  
Email:caimingzi@cnpsec.com  
分析师:陈成  
SAC 登记编号:S1340524020001  
Email:chencheng@cnpsec.com

派林生物(000403)

德源供浆合作再进一步，公司业绩兑现度持续提升

● 事件：

3月11日，派林生物发布关于签订《战略合作协议之补充协议二》公告。为进一步深化与新疆德源战略合作，公司与新疆德源友好协商，双方对原协议、原补充协议的相关条款作出调整及补充，拟与新疆德源签订《战略合作协议之补充协议二》。

协议主要内容：

1) 合作期限在各方现有合作年度基础上再予以延长两个合作年度（具体时间为：自2026年6月22日起至2028年6月21日止）；借款截止期限由原协议五个合作年度届满之日止修改为八个合作年度届满之日止。

2) 德源同意不按照原协议的约定或其他原因来要求双林调减或调换所有合作浆站。

3) 德源在第三个合作年度的供浆量未达到180吨/年，根据原补充协议的相关约定，德源同意在第三个合作年度后的年度，每年向双林供浆量提高到200吨作为补偿。

4) 各方同意自第五个合作年度起，若德源的供浆量超过200吨/年，则每年超过200吨的血浆部分（含普通原料血浆及特免原料血浆），双林在原协议约定的血浆采购价款基础上增加7万元/吨支付给相应浆站；若德源的供浆量超过500吨/年，则双林专项奖励500万元款项给相应浆站；若德源的供浆量超过600吨/年，则双林再予以专项奖励500万元款项给相应浆站。

● 阶梯式奖励机制下供浆量有望更上一台阶，公司业绩具备较大弹性

此补充协议一方面增强了双林和德源合作的稳定性，再次延长了两年的供浆周期；另一方面，对于德源供浆量从不低于180吨/年调整为200吨、500吨和600吨的阶梯式奖励机制，有望提升德源德采浆积极性。公司采浆量增长的确性得到进一步提高，血浆供应能力稳步提升，跻身国内血制品行业第一梯队。原料端的稳定增长为产品端的良好增长奠定坚实基础，公司业绩有望更加稳健。

目前静丙、白蛋白依旧处于紧平衡状态，疫情后血制品的临床价值认知得到大幅提升，行业高景气度持续。派林生物业绩兑现度持续提升，业绩弹性大。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.0/7.7/9.4亿元，对应EPS分别为0.82/1.05/1.28元，当前股价对应PE分别为33.62/26.21/21.55倍，持续推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示：

采浆量不及预期风险；产品销售不及预期风险；新品上市不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2405	2453	2949	3391
增长率(%)	21.98	2.00	20.20	15.00
EBITDA(百万元)	730.52	800.83	974.95	1139.53
归属母公司净利润(百万元)	587.13	601.60	771.70	938.53
增长率(%)	50.14	2.46	28.27	21.62
EPS(元/股)	0.80	0.82	1.05	1.28
市盈率(P/E)	34.44	33.62	26.21	21.55
市净率(P/B)	2.94	2.71	2.45	2.20
EV/EBITDA	21.96	23.68	18.74	15.29

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2405	2453	2949	3391	营业收入	22.0%	2.0%	20.2%	15.0%
营业成本	1151	1202	1430	1628	营业利润	44.1%	4.9%	27.8%	20.8%
税金及附加	17	18	21	25	归属于母公司净利润	50.1%	2.5%	28.3%	21.6%
销售费用	400	368	398	441	<b>获利能力</b>				
管理费用	165	159	186	207	毛利率	52.1%	51.0%	51.5%	52.0%
研发费用	75	44	83	109	净利率	24.4%	24.5%	26.2%	27.7%
财务费用	-55	-8	-27	-48	ROE	8.5%	8.0%	9.4%	10.2%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	7.4%	7.5%	8.7%	9.4%
<b>营业利润</b>	<b>663</b>	<b>696</b>	<b>890</b>	<b>1075</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	3	1	1	2	资产负债率	14.0%	12.8%	12.8%	12.8%
营业外支出	6	3	4	4	流动比率	3.18	3.95	4.47	4.98
<b>利润总额</b>	<b>660</b>	<b>694</b>	<b>887</b>	<b>1072</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	73	96	116	136	应收账款周转率	3.51	3.15	3.64	3.45
<b>净利润</b>	<b>588</b>	<b>598</b>	<b>771</b>	<b>937</b>	存货周转率	3.53	3.39	3.39	3.51
<b>归母净利润</b>	<b>587</b>	<b>602</b>	<b>772</b>	<b>939</b>	总资产周转率	0.32	0.30	0.33	0.34
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.80</b>	<b>0.82</b>	<b>1.05</b>	<b>1.28</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.80	0.82	1.05	1.28
货币资金	1001	1629	2318	3170	每股净资产	9.37	10.20	11.25	12.53
交易性金融资产	422	432	442	462	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	873	763	943	1124	PE	34.44	33.62	26.21	21.55
预付款项	58	30	42	57	PB	2.94	2.71	2.45	2.20
存货	624	825	917	1014	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>3047</b>	<b>3733</b>	<b>4729</b>	<b>5909</b>	净利润	588	598	771	937
固定资产	874	759	644	529	折旧和摊销	131	115	115	115
在建工程	386	386	386	386	营运资本变动	-132	-57	-183	-179
无形资产	193	193	193	193	其他	-62	12	9	-1
<b>非流动资产合计</b>	<b>4935</b>	<b>4833</b>	<b>4719</b>	<b>4604</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>524</b>	<b>668</b>	<b>712</b>	<b>872</b>
<b>资产总计</b>	<b>7982</b>	<b>8566</b>	<b>9448</b>	<b>10513</b>	资本开支	-378	10	-2	-2
短期借款	275	275	275	275	其他	-178	-28	4	4
应付票据及应付账款	158	153	203	221	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-556</b>	<b>-18</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
其他流动负债	526	516	580	691	股权融资	3	7	-3	0
<b>流动负债合计</b>	<b>959</b>	<b>944</b>	<b>1058</b>	<b>1187</b>	债务融资	226	-5	0	0
其他	162	155	155	155	其他	-81	-24	-22	-22
<b>非流动负债合计</b>	<b>162</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>148</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>
<b>负债合计</b>	<b>1121</b>	<b>1099</b>	<b>1213</b>	<b>1342</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>115</b>	<b>628</b>	<b>690</b>	<b>852</b>
股本	732	733	733	733					
资本公积金	4779	4786	4786	4786					
未分配利润	1287	1798	2454	3252					
少数股东权益	-6	-10	-10	-12					
其他	69	160	272	413					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6861</b>	<b>7467</b>	<b>8235</b>	<b>9172</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>7982</b>	<b>8566</b>	<b>9448</b>	<b>10513</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048