

2024年03月14日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

与新疆德源深化战略合作，助力提升公司经营业绩

—派林生物（000403.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：胡博新 S1050522120002

✉ hubx@cfsc.com.cn

分析师：吴景欢 S1050523070004

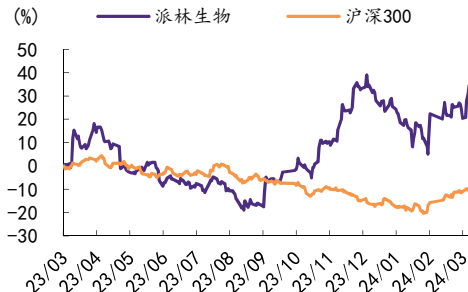
✉ wujh2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-03-14

当前股价（元）	28.62
总市值（亿元）	210
总股本（百万股）	733
流通股本（百万股）	688
52周价格范围（元）	17.51-30
日均成交额（百万元）	146.52

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

派斯双林生物制药股份发布公告：为进一步深化与新疆德源战略合作，公司拟与新疆德源签订《战略合作协议之补充协议二》，主要内容包括以下3点：（1）协议各方同意，合作期限在现有基础上再延长两年（2026年6月22日-2028年6月21日）；（2）新疆德源在第三个合作年度后的供浆量每年提高到200吨；（3）阶梯式激励，新疆德源每年供浆量超过200吨/年，则超过200吨的部分，双林生物在原协议采购价款基础上增加7万元/吨；若每年供应超过500吨，双林生物予以专项奖励500万元；每年供应超过600吨，则再予以500万元款项给相应浆站。

投资要点

■ 血制品属于高壁垒准入行业，公司目前位居行业第一梯队

我国血液制品行业具有极高的行业准入壁垒，截至目前我国仅有28家具有生产资质的血液制品企业。采浆站和采浆量是血制品公司长期发展的关键因素。根据公司2023年半年报，通过战略重组派斯菲科和与新疆德源进行战略合作，公司产品数量合计达到11个，国内血制品企业最多为14个品种，公司浆站数量合计达到38个，目前位居行业前三。通过内生与外延并举，公司实现了跨越式发展，2023年采浆量预计将超过1000吨，进入千吨级血液制品第一梯队。

■ 与德源深化战略合作，助力提升公司经营业绩

此次公司与新疆德源签订补充协议的主要内容，一是将双方合作时间延长2年，延至2028年6月21日，增加了双方合作的长期稳定性，巩固了公司血浆的规模优势；二是此次协议采用阶梯式激励，有助于激发新疆德源合作浆站采浆的积极性，为公司原料血浆的供应量增加弹性。综合来看，此次补充协议的签订及实施，更有利于双方战略合作的持续开展，有效提升公司原料血浆供应能力和公司经营业绩。

■ 盈利预测

血制品行业准入壁垒高，血液制品长期供不应求，未来仍将持续景气。浆站数量和血浆量是驱动公司发展的关键因素，公司目前位于国内第一梯队。2023年10月，公司股东更换为陕西省国资委，有望从浆站建设等多个方面赋能公司发展。此次和新疆德源的深化合作，巩固了公司的血浆规模优势，为公司未来几年血浆量的增长提供弹性，助力公司业绩提升。

我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 24.53、29.42、33.82 亿元，EPS 分别为 0.82、1.06、1.25 元，当前股价对应 PE 分别为 34.7、27.1、22.8 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

浆站采浆、获批和建设不及预期；血制品销售不及预期；行业政策风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	2,405	2,453	2,942	3,382
增长率（%）	22.0%	2.0%	19.9%	15.0%
归母净利润（百万元）	587	605	776	920
增长率（%）	50.1%	3.0%	28.4%	18.6%
摊薄每股收益（元）	0.80	0.82	1.06	1.25
ROE（%）	8.6%	8.5%	10.3%	11.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,001	1,425	1,492	1,667
应收款	906	672	806	927
存货	624	655	785	903
其他流动资产	517	521	540	558
流动资产合计	3,047	3,273	3,624	4,054
非流动资产:				
金融类资产	422	422	422	422
固定资产	874	1,047	1,160	1,245
在建工程	386	304	272	259
无形资产	193	172	151	131
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	3,483	3,483	3,483	3,483
非流动资产合计	4,935	5,006	5,066	5,119
资产总计	7,982	8,279	8,689	9,173
流动负债:				
短期借款	275	275	275	275
应付账款、票据	158	164	196	226
其他流动负债	500	500	500	500
流动负债合计	959	966	996	1,028
非流动负债:				
长期借款	53	53	53	53
其他非流动负债	109	109	109	109
非流动负债合计	162	162	162	162
负债合计	1,121	1,127	1,157	1,190
所有者权益				
股本	732	733	733	733
股东权益	6,861	7,152	7,532	7,983
负债和所有者权益	7,982	8,279	8,689	9,173

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	588	593	768	911
少数股东权益	1	-12	-8	-9
折旧摊销	118	71	81	87
公允价值变动	5	0	0	0
营运资金变动	-187	205	-254	-223
经营活动现金净流量	524	857	588	767
投资活动现金净流量	-556	-92	-80	-73
筹资活动现金净流量	457	-302	-388	-460
现金流量净额	424	463	120	234

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,405	2,453	2,942	3,382
营业成本	1,151	1,178	1,412	1,624
营业税金及附加	17	17	21	24
销售费用	400	393	397	440
管理费用	165	159	177	169
财务费用	-55	-32	-34	-39
研发费用	75	49	74	101
费用合计	585	569	613	671
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	5	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	663	699	906	1,074
加:营业外收入	3	0	0	0
减:营业外支出	6	2	2	2
利润总额	660	697	904	1,072
所得税费用	73	105	136	161
净利润	588	593	768	911
少数股东损益	1	-12	-8	-9
归母净利润	587	605	776	920

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	22.0%	2.0%	19.9%	15.0%
归母净利润增长率	50.1%	3.0%	28.4%	18.6%
盈利能力				
毛利率	52.1%	52.0%	52.0%	52.0%
四项费用/营收	24.3%	23.2%	20.8%	19.8%
净利率	24.4%	24.2%	26.1%	26.9%
ROE	8.6%	8.5%	10.3%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	14.0%	13.6%	13.3%	13.0%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.7	3.6	3.6	3.6
存货周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
每股数据(元/股)				
EPS	0.80	0.82	1.06	1.25
P/E	35.7	34.7	27.1	22.8
P/S	8.7	8.6	7.1	6.2
P/B	3.1	2.9	2.8	2.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，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。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会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公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。