

2024年04月22日

## 派林生物 (000403.SZ)

买入 (首次覆盖)

——血制品头部企业，大股东陕煤赋能空间大

## 证券分析师

李强  
S1350524040001  
liqiang01@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

李强  
S1350524040001  
liqiang01@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- 公司是国内血制品头部企业之一，长期成长确定性强。公司采浆站主要由“广东双林+哈尔滨派斯菲科+新疆德源”三部分组成，目前合计在手浆站数量达到38家，2023上半年采浆量接近550吨，预计2023年采浆量将超过1000吨，从采浆站数量或采浆量来看，派林生物均处于行业头部水平。2023年初，陕煤集团成为公司第一大股东，我们判断2023-25年，派林生物将进入内生加速增长期（即派斯菲科+新疆德源进入采浆爬坡期），2025年之后陕煤集团赋能将会得到体现，公司长期成长性较为明确。
- 血制品行业资源属性强，近年来资产重组明显，预计行业集中度将持续提升。近年来国内血制品行业资产重组或股权转让较为频繁，除派林生物实控人变为陕煤集团外，上海莱士于2023年11月收购血制品公司广西冠峰生物，并于当年底公告海尔集团将成为公司实控人；卫光生物于2023年公告控股股东变为国药集团，我们判断未来几年血制品行业重组收购行为依然较为频繁，行业集中度提升确定性较强。
- 公司采浆站数量较多，派斯菲科多个新浆站投产后有望进入采浆量快速增长期，带动公司整体采浆量持续上行。1) 公司目前拥有38个浆站，分别是广东双林13个（其中11个在采，2个建设完成等待验收），派斯菲科19个（其中15个在采，4个建设完成等待验收），新疆德源6个浆站全部在采，在国内上市公司里面采浆站数量仅次于天坛生物和上海莱士；采浆量方面，公司2023上半年采浆量近550吨，预计2023年有望突破1000吨，将进入千吨级血液制品第一梯队。此外，考虑派斯菲科有多个建浆站有望在近几年陆续投产，未来采浆量弹性显著。2) 陕煤集团入主有望赋能：陕煤集团作为陕西省最大国资企业之一，实力雄厚，我们期待后续陕煤赋能给公司带来的边际变化。
- 与新疆德源签订战略合作协议，未来弹性较大。2024年3月，公司与新疆德源签订战略合作补充协议：1) 合作期限延长2年，从自2026年6月22日起至2028年6月21日止；2) 自第五个合作年度起，若新疆德源供浆量超过200吨/年，则每年超过200吨血浆部分（含普通原料血浆及特免原料血浆），派林生物在血浆采购价款基础上增加7万元/吨支付给相应浆站，若供浆量超过500吨/年，则专项奖励500万元款项给相应浆站；若供浆量超过600吨/年，则再专项奖励500万元款项给相应浆站。我们认为新疆地区采浆潜力大，本次合作期限的延长，以及对采浆量的激励机制，新疆德源6个采浆站未来采浆量空间值得期待。
- 盈利预测与估值：我们预计公司2023-2025年分别实现营业收入23.3、29.2、33.7亿元，同比增长率分别为-3.2%、25.4%、15.2%，实现归母净利润分别为6.1、7.7、9.2亿元，同比增长率分别为3.2%、27.1%、19.6%。当前股价对应的PE分别为36、29、24倍。我们用天坛生物、博雅生物、华兰生物和卫光生物作为可比公司，公司估值水平与可比公司相当，但考虑公司实控人变为陕西省国资委（陕煤），未来赋能空间较大，且目前处于业绩快速增长期，成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

- 风险提示：市场竞争加剧的风险；采浆量增长不及预期的风险。

## 股价数据：2024年4月19日

收盘价(元) 30.00  
年内最高/最低(元) 31.25/17.49  
总市值(亿元) 220

## 基础数据：2023年9月30日

总股本(亿股) 7.33  
总资产(亿元) 82.45  
净资产(亿元) 71.29  
每股净资产(元) 9.74  
市净率PB 2.24

## 盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元人民币)	1,972	2,405	2,329	2,920	3,366
同比增长率(%)	87.8%	22.0%	-3.2%	25.4%	15.2%
毛利率(%)	46.1%	52.1%	52.5%	52.7%	52.8%
归母净利润(百万元人民币)	391	587	606	771	922
同比增长率(%)	110.3%	50.1%	3.2%	27.1%	19.6%
每股收益(元人民币/股)	0.53	0.80	0.83	1.05	1.26
ROE(%)	6.2%	8.5%	8.1%	9.3%	10.1%
市盈率	52.94	28.33	36.27	28.52	23.85

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 23.3、29.2、33.7 亿元，同比增长率分别为-3.2%、25.4%、15.2%，实现归母净利润分别为 6.1、7.7、9.2 亿元，同比增长率分别为 3.2%、27.1%、19.6%。当前股价对应的 PE 分别为 36、29、24 倍。我们选取天坛生物、博雅生物、华兰生物和卫光生物作为可比公司，公司估值水平与可比公司相当，但考虑公司实控人变为陕西省国资委（陕煤），未来赋能空间较大，且目前处于业绩快速增长期，成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

考虑到考虑公司采浆量未来几年有望持续高增长，且吨浆利润还有较大改善空间，我们对公司未来盈利预测如下：2023-2025 年公司业务营收同比 -3.2%/+25.4%/+15.2%，毛利率分别为 52.5%/52.7%/52.8%。

### 投资逻辑要点

公司采浆站主要由“广东双林+哈尔滨派斯菲科+新疆德源”三部分组成，目前合计在手浆站数量达到 39 家，2023 上半年采浆量接近 550 吨，预计 2023 年采浆量将超过 1000 吨，从采浆站数量或采浆量来看，派林生物均处于行业头部水平。2023 年初，陕煤集团成为公司第一大股东，我们判断 2023-25 年，派林生物将进入内生加速增长期（即派斯菲科+新疆德源进入采浆爬坡期），2025 年之后陕煤集团赋能将会得到体现，公司长期成长性将十分明确。

### 核心风险提示

市场竞争加剧的风险；采浆量增长不及预期的风险。

## 目录

---

1. 陕煤集团为公司实控人，赋能空间大.....	5
2. 盈利预测与估值 .....	5

## 图表目录

---

图 1：2014–2023 年公司营收及增速情况.....	5
图 2：2014–2023 年公司归母净利润及增速情况 .....	5
表 1：派林生物盈利预测 .....	5
表 2：可比公司估值表.....	6
表 3：合并损益表.....	6
表 4：合并现金流量表.....	7
表 5：合并资产负债表.....	7

---

## 1. 陕煤集团为公司实控人，赋能空间大

2017年之前，公司实控人为振兴集团，公司名为“振兴生化”，2017年浙民投成为公司第一大股东，改名“双林生物”，2020年双林生物以换股形式成功收购派斯菲科，改名“派林生物”。2023年初，浙民投将股权转让给共青城胜帮英豪投资合伙企业，从而陕煤集团成为公司实际控制人，未来对上市公司赋能空间大。

公司2023年实现营业收入23.3亿元，同比下滑3.2%，实现归母净利润6.1亿元，同比增长4.2%，在2022年采浆量受疫情影响较大，导致2023年投浆量受影响背景下，公司2023年业绩符合预期。2024年一季度，公司实现归母净利润1.1~1.3亿元，同比增长100%-130%，主要系血液制品市场销售需求景气，以及2023Q1业绩基数较低所致。

图 1：2014-2023 年公司营收及增速情况

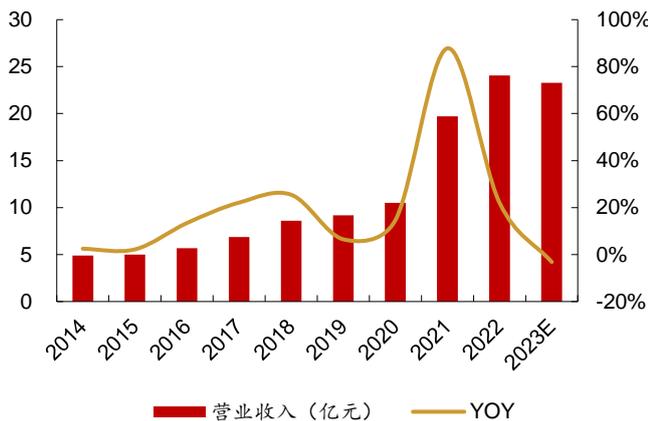
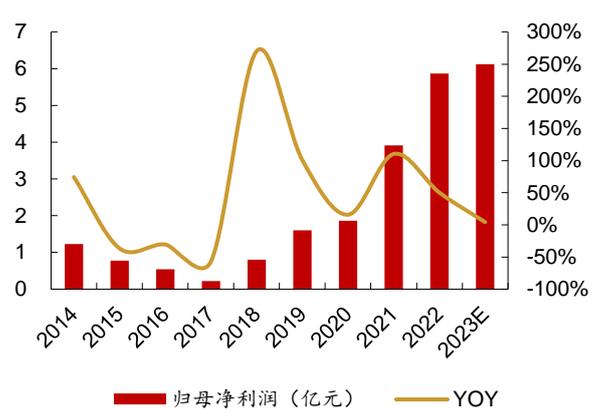


图 2：2014-2023 年公司归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华源证券研究

资料来源：Wind，华源证券研究

## 2. 盈利预测及估值

考虑到公司采浆量未来几年有望持续高增长，且吨浆利润还有较大改善空间，我们对公司未来盈利预测如下：2023-2025 年公司业务营收同比-3.2%/+25.4%/+15.2%，毛利率分别为 52.5%/52.7%/52.8%。

表 1：派林生物盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1049.94	1971.73	2405.19	2329.00	2920.45	3365.81
yoy	14.67%	87.80%	22.00%	-3.17%	25.40%	15.25%
毛利率	48.82%	46.07%	52.10%	52.50%	52.70%	52.80%

毛利 (百万元)	512.58	908.38	1253.83	1222.69	1539.02	1777.08
血液制品收入 (百万元)	1042.5	1966.47	2395.59	2319.41	2910.86	3356.22
yoy	14.80%	88.60%	21.80%	-3.18%	25.50%	15.30%
毛利率	48.45%	46.04%	52.13%	52.50%	52.70%	52.80%
毛利 (百万元)	505.14	905.33	1248.82	1217.69	1534.02	1772.08
其他业务收入 (百万元)	7.44	5.27	9.59	9.59	9.59	9.59
毛利 (百万元)	7.44	3.05	5	5	5	5

资料来源: Wind, 华源证券研究

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 23.3、29.2、33.7 亿元, 同比增长率分别为-3.2%、25.4%、15.2%, 实现归母净利润分别为 6.1、7.7、9.2 亿元, 同比增长率分别为 3.2%、27.1%、19.6%。当前股价对应的 PE 分别为 36、29、24 倍。我们选取天坛生物、博雅生物、华兰生物和卫光生物作为可比公司, 公司估值水平与可比公司相当, 但考虑公司实控人变为陕西省国资委 (陕煤), 未来赋能空间较大, 且目前处于业绩快速增长期, 成长性较强, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024/4/19	2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E
600161.SH	天坛生物	472.8	11.1	13.5	16.4	42.6	35.0	28.9
300294.SZ	博雅生物	159.5	2.4	5.6	6.3	67.3	28.3	25.3
002007.SZ	华兰生物	348.0	14.8	17.0	19.8	23.5	20.4	17.6
002880.SZ	卫光生物	63.3	2.3	2.7	3.1	28.1	23.8	20.3
	<b>平均值</b>					<b>40.4</b>	<b>26.9</b>	<b>23.0</b>
000403.SZ	派林生物	219.8	6.1	7.7	9.2	36.3	28.5	23.8

资料来源: Wind, 华源证券研究, 可比公司盈利预测均为 wind 一致预期。

#### 风险提示:

- 1) 采浆量增长不及预期的风险。采浆量受众多因素影响, 若公司对采浆站管理不佳, 未来可能存在采浆量不及预期的风险。
- 2) 市场竞争加剧的风险。行业龙头天坛生物近几年采浆量增长明显, 未来或存在市场竞争加剧的风险。

**表 3：合并损益表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2,405	2,329	2,920	3,366
营业成本	1,151	1,106	1,381	1,589
毛利率%	52.1%	52.5%	52.7%	52.8%
营业税金及附加	17	16	20	24
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	400	349	423	471
营业费用率%	16.6%	15.0%	14.5%	14.0%
管理费用	165	140	184	202
管理费用率%	6.9%	6.0%	6.3%	6.0%
研发费用	75	65	79	84
研发费用率%	3.1%	2.8%	2.7%	2.5%
EBIT	600	666	847	1,013
财务费用	-55	0	0	0
财务费用率%	-2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	663	666	847	1,013
营业外收支	-3	0	0	0
<b>利润总额</b>	660	666	847	1,013
EBITDA	731	832	1,031	1,215
所得税	73	60	76	91
有效所得税率%	11.0%	9.0%	9.0%	9.0%
少数股东损益	1	0	0	0
<b>归属母公司所有者净利润</b>	587	606	771	922

资料来源：wind，华源证券研究

**表 4：合并现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	587	606	771	922
少数股东损益	1	0	0	0
非现金支出	143	166	184	202
非经营收益	-74	1	0	0
营运资金变动	-132	20	-199	-172
<b>经营活动现金流</b>	<b>524</b>	<b>793</b>	<b>756</b>	<b>952</b>
资产	-378	-223	-225	-225
投资	-250	-190	-166	-201
其他	72	-30	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-556</b>	<b>-443</b>	<b>-391</b>	<b>-426</b>
债权募资	226	-5	0	0
股权募资	3	7	-3	0
其他	-81	-3	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>148</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>115</b>	<b>349</b>	<b>361</b>	<b>526</b>

资料来源：wind，华源证券研究

**表 5：合并资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,001	1,350	1,711	2,238
应收账款及应收票据	873	569	673	729
存货	624	615	767	883
其它流动资产	549	687	872	1,086
流动资产合计	3,047	3,221	4,024	4,936
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	874	1,009	1,112	1,186
在建工程	386	325	268	222
无形资产	193	183	173	163
非流动资产合计	4,935	5,017	5,058	5,082
<b>资产总计</b>	<b>7,982</b>	<b>8,238</b>	<b>9,082</b>	<b>10,017</b>
短期借款	275	275	275	275
应付票据及应付账款	158	92	115	88
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	526	241	295	335
流动负债合计	959	609	685	699
长期借款	53	53	53	53
其它长期负债	109	102	102	102
非流动负债合计	162	155	155	155
<b>负债总计</b>	<b>1,121</b>	<b>764</b>	<b>840</b>	<b>854</b>
实收资本	732	733	733	733
普通股股东权益	6,868	7,481	8,248	9,170
少数股东权益	-6	-6	-6	-6
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7,982</b>	<b>8,238</b>	<b>9,082</b>	<b>10,017</b>

资料来源：wind，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (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；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数       ： 沪深 300 指数