


2024 年 08 月 30 日
派林生物 (000403.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

买入-A**维持评级**

6 个月目标价

30.00 元

股价 (2024-08-29)

24.84 元

交易数据

总市值(百万元) 18,208.80

流通市值(百万元) 16,931.32

总股本(百万股) 733.04

流通股本(百万股) 681.62

12 个月价格区间 17.83/30.34 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.7	2.6	48.0
绝对收益	0.3	-6.7	34.5

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

胡雨晴

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524080002

huyq4@essence.com.cn

相关报告

23Q3 业绩环比改善明显, 浆站建设持续推进 2023-11-03

23Q1 业绩短期承压, 期待陕西国资委入主后赋能公司长期发展 2023-05-03

业绩与采浆双升, 期间费用率优化

■ **事件: 公司发布 2024 年半年报。**2024 年上半年, 公司实现营业收入 11.36 亿元, 同比增长 60.23%; 归母净利润 3.27 亿元, 同比增长 128.44%; 扣非归母净利润 2.97 亿元, 同比增长 184.61%。Q2 单季度, 公司实现营业收入 7.01 亿元, 同比增长 56.30%; 归母净利润 2.05 亿元, 同比增长 136.32%; 扣非归母净利润 1.89 亿元, 同比增长 178.08%。公司 2024H1 经营业绩实现大幅增长主要系公司采浆量大幅提升, 静丙等品种市场需求保持高景气, 同时公司不断深化经营变革, 积极保障经营目标达成。

■ **毛利率同比小幅增长, 期间费用率有所优化。**2024H1, 公司毛利率为 50.20%, 同比增长 1.45pct; 期间费用率为 17.32%, 同比下降 11.21pct, 其中销售费用率为 9.06%, 同比下降 8.00pct, 主要系静丙和白蛋白由于销售渠道和使用习惯改变, 对于销售推广的需求较小故销售费用下降, 同时破免集采后销售费用也相应下降; 管理费用率为 7.49%, 同比下降 3.97pct, 主要系管理费用具有一定刚性, 营业收入快速增长摊薄了管理费用率; 研发费用率为 2.96%, 同比下降 1.18pct, 原因同管理费用; 财务费用率为 -2.20%, 同比增加 1.95pct; 受益于期间费用率的明显优化, 公司实现净利率 28.78%, 同比增长 8.61pct。

■ **内生与外延并举, 采浆规模持续提升。**2024 年上半年公司采浆量约 700 吨, 同比实现快速增长, 全年采浆量目标为 1400 吨。根据公司公告, 2024H1, 派斯菲科下属拜泉浆站、依安浆站、鸡西浆站分别于 3 月、4 月、5 月取得《单采血浆许可证》。截至目前, 公司共有单采血浆站 38 家, 其中广东双林的 17 家浆站已在采, 2 家浆站建设完成等待验收; 派斯菲科的 17 家浆站已在采, 2 家浆站建设完成等待验收, 预计 2024 年将全部完成验收开始采浆。同时, 公司于 2024 年 3 月与新疆德源各相关方签订补充协议, 双方约定将战略合作期限延至八个合作年度, 公司也对新疆德源的供浆设置了阶梯式的奖励机制以激励其不断提升供浆量。此外, 公司在投资者关系记录中表示会充分利用各方资源大力推动新浆站拓展, 已在全国多地开展新浆站申请工作。公司积极推进新设浆站、挖潜老浆站能力、深化新疆德源战略合作等措施将为公司血源规模的进一步扩大奠定基础。

■ **产品研发进展顺利, 血浆综合利用率有望持续增长。**目前广东双林拥有 3 大类 8 个品种 (PCC 于 2023 年 5 月获批), 派斯菲科拥有 3 大类 9 个品种, 双方产品互补, 合计产品品种达到 11 个。同时, 公司在研产品中进度较快的数量超过 10 个, 其中广东双林分别于 2023 年 11 月和 2024 年 5 月获得人凝血因子 IX 和静注人免疫球蛋白 (10%)

的临床试验批准通知书；派斯菲科重点加快第四代静丙研发和配套生产线建设，PCC 已获得临床试验批件拟提交上市许可申请。随着新产品的陆续上市，公司血浆综合利用率有望不断提升。

投资建议：我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 26.2%、18.1%、12.8%，净利润增速分别为 28.3%、17.9%、13.5%，对应 EPS 分别为 1.07 元、1.26 元、1.43 元，对应 PE 分别为 23.2 倍、19.7 倍、17.3 倍；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 30 元，对应 2024 年 28 倍的动态市盈率。

风险提示：浆源拓展不及预期、产品市场推广及销售不及预期、新产品研发进度不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,405.2	2,328.7	2,939.0	3,469.9	3,915.4
净利润	587.1	612.1	785.6	926.5	1,051.4
每股收益(元)	0.80	0.84	1.07	1.26	1.43
每股净资产(元)	9.37	10.13	11.01	11.97	13.06

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	31.0	29.7	23.2	19.7	17.3
市净率(倍)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
净利润率	24.4%	26.3%	26.7%	26.7%	26.9%
净资产收益率	8.5%	8.2%	9.7%	10.6%	11.0%
股息收益率	0.3%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%
ROIC	11.6%	11.3%	14.3%	15.0%	16.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,405.2	2,328.7	2,939.0	3,469.9	3,915.4	成长性					
减:营业成本	1,151.4	1,129.9	1,469.3	1,786.4	2,034.0	营业收入增长率	22.0%	-3.2%	26.2%	18.1%	12.8%
营业税费	16.8	21.7	23.6	28.1	33.2	营业利润增长率	44.1%	4.8%	30.8%	16.7%	13.6%
销售费用	399.6	285.6	324.4	353.9	391.5	净利润增长率	50.1%	4.3%	28.3%	17.9%	13.5%
管理费用	165.5	180.2	220.4	236.0	254.5	EBITDA 增长率	36.9%	7.0%	33.4%	17.9%	13.9%
研发费用	75.4	79.7	88.2	90.2	97.9	EBIT 增长率	47.0%	5.1%	35.2%	17.6%	13.3%
财务费用	-55.3	-57.6	-53.3	-55.8	-68.3	NOPLAT 增长率	52.7%	4.7%	33.0%	17.4%	13.1%
加:资产/信用减值损失	-11.7	3.2	3.5	3.4	3.2	投资资本增长率	7.2%	5.3%	12.0%	4.8%	7.2%
公允价值变动收益	4.9	-19.0	-	-	-	净资产增长率	8.4%	8.2%	8.6%	8.7%	9.1%
投资和汇兑收益	3.0	7.4	25.9	12.1	15.1						
营业利润	663.4	695.2	909.6	1,061.0	1,205.0	利润率					
加:营业外净收支	-3.0	-7.1	-17.8	-9.3	-11.4	毛利率	52.1%	51.5%	50.0%	48.5%	48.1%
利润总额	660.4	688.1	891.7	1,051.7	1,193.6	营业利润率	27.6%	29.9%	30.9%	30.6%	30.8%
减:所得税	72.7	76.6	107.0	126.2	143.2	净利润率	24.4%	26.3%	26.7%	26.7%	26.9%
净利润	587.1	612.1	785.6	926.5	1,051.4	EBITDA/营业收入	29.5%	32.6%	34.5%	34.5%	34.8%
						EBIT/营业收入	24.6%	26.8%	28.7%	28.6%	28.7%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	121	140	123	114	105
货币资金	1,000.8	1,429.3	1,469.5	1,735.0	1,957.7	流动营业资本周转天数	133	146	137	141	144
交易性金融资产	422.4	423.3	853.3	853.3	853.3	流动资产周转天数	413	500	475	470	460
应收帐款	885.6	599.2	674.4	675.0	738.8	应收帐款周转天数	107	115	78	70	65
应收票据	37.6	9.2	7.1	4.4	4.3	存货周转天数	102	118	134	140	142
预付帐款	57.6	26.7	23.9	22.8	23.6	总资产周转天数	1,128	1,284	1,136	1,054	990
存货	623.7	909.4	1,283.5	1,409.4	1,687.4	投资资本周转天数	722	792	683	626	588
其他流动资产	19.3	28.9	22.7	23.6	25.1						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	8.2%	9.7%	10.6%	11.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	7.4%	7.1%	7.9%	8.9%	9.4%
投资性房地产	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	ROIC	11.6%	11.3%	14.3%	15.0%	16.2%
固定资产	873.7	943.0	1,070.1	1,127.7	1,163.4	费用率					
在建工程	385.7	582.7	704.4	814.0	912.6	销售费用率	16.6%	12.3%	11.0%	10.2%	10.0%
无形资产	272.5	280.2	299.7	302.5	303.7	管理费用率	6.9%	7.7%	7.5%	6.8%	6.5%
其他非流动资产	3,403.0	3,398.1	3,513.3	3,437.7	3,448.3	研发费用率	3.1%	3.4%	3.0%	2.6%	2.5%
资产总额	7,982.3	8,630.5	9,922.2	10,405.8	11,118.4	财务费用率	-2.3%	-2.5%	-1.8%	-1.6%	-1.7%
短期债务	275.1	250.6	602.4	767.8	691.8	四费/营业收入	24.3%	21.0%	19.7%	18.0%	17.3%
应付帐款	485.2	465.7	523.5	531.3	568.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	14.0%	14.0%	18.7%	15.8%	14.0%
其他流动负债	199.0	205.9	195.7	202.0	195.2	负债权益比	16.3%	16.3%	23.1%	18.7%	16.2%
长期借款	52.9	196.1	438.7	43.2	-	流动比率	3.18	3.72	3.28	3.15	3.64
其他非流动负债	109.0	90.3	99.7	95.0	97.3	速动比率	2.53	2.73	2.31	2.21	2.48
负债总额	1,121.2	1,208.6	1,860.0	1,639.3	1,552.7	利息保障倍数	-10.72	-10.83	-15.82	-17.75	-16.45
少数股东权益	-6.4	-6.8	-7.6	-8.6	-9.7	分红指标					
股本	732.4	733.0	733.0	733.0	733.0	DPS(元)	0.08	0.20	0.26	0.30	0.34
留存收益	6,171.3	6,738.8	7,336.8	8,042.0	8,842.4	分红比率	10.0%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
股东权益	6,861.1	7,421.9	8,062.2	8,766.5	9,565.7	股息收益率	0.3%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	587.7	611.5	785.6	926.5	1,051.4	EPS(元)	0.80	0.84	1.07	1.26	1.43
加:折旧和摊销	122.0	137.6	171.8	204.9	239.6	BVPS(元)	9.37	10.13	11.01	11.97	13.06
资产减值准备	-0.1	-	-	-	-	PE(X)	31.0	29.7	23.2	19.7	17.3
公允价值变动损失	-4.9	19.0	-	-	-	PB(X)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9
财务费用	-41.2	-42.3	-53.3	-55.8	-68.3	P/FCF	38.5	38.3	24.9	44.2	37.5
投资收益	-3.0	-7.4	-25.9	-12.1	-15.1	P/S	7.6	7.8	6.2	5.2	4.7
少数股东损益	0.6	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	EV/EBITDA	20.8	23.4	15.8	13.1	11.2
营运资金的变动	-221.6	-97.8	-478.4	-38.6	-321.9	CAGR(%)	16.3%	19.8%	26.1%	16.3%	19.8%
经营活动产生现金流量	524.2	679.0	398.9	1,023.9	884.6	PEG	1.9	1.5	0.9	1.2	0.9
投资活动产生现金流量	-556.4	-289.2	-844.1	-362.9	-359.9	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.4	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	148.5	38.2	485.3	-395.5	-302.0	REP	2.6	3.0	1.9	1.7	1.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034