

## 派林生物 (000403.SZ)

增持 (维持)

## 派斯菲科扩产影响短期业绩, 预计 Q2 后逐步加速

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年实现收入 26.55 亿元、归母净利润 7.45 亿元、扣非归母净利润 6.83 亿元, 同比分别增长 14.00%、21.76%、21.01%。其中 2024Q4 实现收入 7.64 亿元、归母净利润 2.03 亿元, 同比分别下降 19.86%、29.14%。2025 年一季度实现收入 3.75 亿元、归母净利润 8908.92 万元, 同比分别下降 14.00%、26.95%。

□ **扩产导致短期业绩承压, 产能释放支撑未来增长。**近年随着公司采浆量持续增长, 公司产能已经无法满足经营发展需要, 广东双林和派斯菲科均在推动二期产能扩增。其中派斯菲科一季度为完成二期产能扩增出现了一段时间停产、导致产品供应量大幅下降, 影响一季度业绩。目前派斯菲科产能已提升至 1,600 吨并已顺利投产, 广东双林二期产能扩增也预计将于 2025 年中进行投产 (年产能将提升至 1,500 吨), 将有效保障公司 2025 年度经营业绩实现较好增长, 同时满足长期可持续发展需要。

□ **采浆量快速增长, 库存血浆充足供给待释放。**

- **库存血浆充足:** 2024 年年报公司原材料库存 6.2 亿元、同比增长 47.2%, 随着产能瓶颈问题的解决, 产品供给将大幅提升。
- **内生采浆增长迅速:** 截至 2024 年报, 公司共有浆站 38 个 (广东双林 19 个+派斯菲科 19 个), 2024 年采浆量超 1400 吨、同比实现快速增长。派斯菲科拜泉、依安、鸡西、桦南、肇东浆站均于 2024 年验收开采, 尚处爬坡期, 同时新疆德源战略合作协议升级有望激发合作浆站采浆潜力, 2025 年度原料血浆采集目标超 1,600 吨。
- **新浆站拓展:** 公司目前已获得超 10 个县级批文和超 5 个市级批文, 随着十五五浆站规划的陆续开启, 新浆站亦可期待。

□ **内销外销双重驱动, 把握集采及出海机遇。**公司在京津冀集采中实现特免、纤原等产品中标, 放量后市占率有望提升。海外市场方面, 广东双林完成巴基斯坦静丙销售, 公司坚定推进巴西等市场法规注册出口的长期贸易机会。

□ **盈利预测与投资建议:** 我们看好公司在新产能投产后快速释放供给、驱动业绩增长, 预计 2025-2027 年实现归母净利润 8.8/10.2/11.7 亿元, 对应 PE19/16/14x, 维持“增持”评级。

□ **风险提示:** 行业竞争加剧、价格波动、重组产品上市、浆站拓展不及预期等。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2329	2655	3053	3511	3967
同比增长	-3%	14%	15%	15%	13%
营业利润(百万元)	695	880	1032	1200	1368
同比增长	5%	27%	17%	16%	14%
归母净利润(百万元)	612	745	877	1024	1170
同比增长	4%	22%	18%	17%	14%
每股收益(元)	0.84	1.02	1.20	1.40	1.60
PE	26.6	21.8	18.5	15.9	13.9
PB	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值: NA

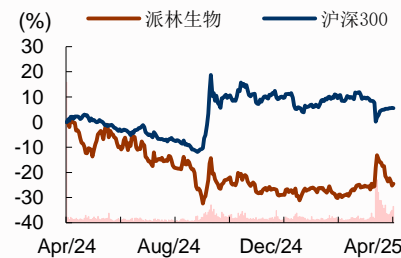
当前股价: 22.24 元

## 基础数据

总股本(百万股)	731
已上市流通股(百万股)	727
总市值(十亿元)	16.3
流通市值(十亿元)	16.2
每股净资产(MRQ)	11.0
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	12.9%
主要股东	共青城胜帮英豪投资合伙企业
主要股东持股比例	21.03%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-2	-23
相对表现	5	2	-31



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《派林生物 (000403) — 业绩增长亮眼, 派斯菲科浆站全部验收推动采浆高增》2024-11-04
- 《派林生物 (000403) — 业绩增长亮眼, 采浆量快速提升》2024-08-30
- 《派林生物 (000403) — 浆量快速释放, 驶入业绩快车道》2024-05-08

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

✉ fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3426	3579	3822	4528	5360
现金	1429	1321	1352	1733	2243
交易性投资	423	283	283	283	283
应收票据	9	38	43	50	56
应收款项	584	631	726	835	943
其它应收款	13	5	5	6	7
存货	909	1233	1335	1533	1728
其他	58	68	77	89	100
<b>非流动资产</b>	5204	5667	5823	5960	6081
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	943	1462	1920	2327	2690
无形资产商誉	2895	2925	2632	2369	2132
其他	1367	1280	1272	1265	1259
<b>资产总计</b>	<b>8630</b>	<b>9246</b>	<b>9645</b>	<b>10488</b>	<b>11441</b>
<b>流动负债</b>	922	957	845	884	922
短期借款	251	310	200	200	200
应付账款	154	224	243	279	314
预收账款	11	6	7	8	9
其他	507	416	395	397	399
<b>长期负债</b>	286	372	372	372	372
长期借款	196	303	303	303	303
其他	90	69	69	69	69
<b>负债合计</b>	<b>1209</b>	<b>1329</b>	<b>1216</b>	<b>1255</b>	<b>1294</b>
股本	733	731	731	731	731
资本公积金	4750	4758	4758	4758	4758
留存收益	1946	2435	2947	3751	4666
少数股东权益	(7)	(7)	(7)	(8)	(8)
归属于母公司所有者权益	7429	7925	8436	9241	10155
<b>负债及权益合计</b>	<b>8630</b>	<b>9246</b>	<b>9645</b>	<b>10488</b>	<b>11441</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	679	322	1139	1205	1366
净利润	611	745	877	1023	1170
折旧摊销	138	130	463	483	500
财务费用	(42)	(40)	23	18	14
投资收益	(7)	(18)	(38)	(38)	(38)
营运资金变动	(14)	(504)	(195)	(291)	(289)
其它	(7)	9	9	9	9
<b>投资活动现金流</b>	(289)	(336)	(586)	(586)	(586)
资本支出	(377)	(521)	(624)	(624)	(624)
其他投资	88	185	38	38	38
<b>筹资活动现金流</b>	38	(94)	(522)	(237)	(270)
借款变动	44	118	(133)	0	0
普通股增加	1	(2)	0	0	0
资本公积增加	7	8	0	0	0
股利分配	(59)	(256)	(366)	(219)	(256)
其他	45	38	(23)	(18)	(14)
<b>现金净增加额</b>	<b>428</b>	<b>(108)</b>	<b>31</b>	<b>381</b>	<b>510</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2329	2655	3053	3511	3967
营业成本	1130	1350	1462	1678	1892
营业税金及附加	22	22	25	29	33
营业费用	286	245	269	302	333
管理费用	180	193	222	255	288
研发费用	80	55	61	70	79
财务费用	(58)	(49)	23	18	14
资产减值损失	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	(19)	6	6	6	6
其他收益	15	14	14	14	14
投资收益	7	18	18	18	18
<b>营业利润</b>	695	880	1032	1200	1368
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	11	28	28	28	28
<b>利润总额</b>	688	853	1004	1172	1341
所得税	77	108	127	149	171
少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>612</b>	<b>745</b>	<b>877</b>	<b>1024</b>	<b>1170</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-3%	14%	15%	15%	13%
营业利润	5%	27%	17%	16%	14%
归母净利润	4%	22%	18%	17%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.5%	49.1%	52.1%	52.2%	52.3%
净利率	26.3%	28.1%	28.7%	29.2%	29.5%
ROE	8.6%	9.7%	10.7%	11.6%	12.1%
ROIC	7.5%	8.8%	10.5%	11.4%	11.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.0%	14.4%	12.6%	12.0%	11.3%
净负债比率	5.5%	6.9%	5.2%	4.8%	4.4%
流动比率	3.7	3.7	4.5	5.1	5.8
速动比率	2.7	2.5	2.9	3.4	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	1.5	1.3	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	3.2	4.2	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	7.2	7.1	6.3	6.4	6.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.84	1.02	1.20	1.40	1.60
每股经营净现金	0.93	0.44	1.56	1.65	1.87
每股净资产	10.16	10.84	11.54	12.64	13.89
每股股利	0.20	0.50	0.30	0.35	0.48
<b>估值比率</b>					
PE	26.6	21.8	18.5	15.9	13.9
PB	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	21.5	17.4	10.7	9.6	8.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。