东兴证券
DONGXING SECURITIES

血制品业务稳定增长，内生外延齐头并进

——上海莱士（002252）中报点评

2016 年 08 月 31 日

推荐/首次

上海莱士 | 财报点评

张金洋	联系人	执业证书编号：S1480516080001
	Email: Tel: zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	
陈 顺	联系人	
	Email: Tel: chenshun@dxzq.net.cn 010-66554087	

事件：

公司于 8 月 30 日晚发布中报：2016 年上半年实现营收 10.39 亿元、同比增长 27.19%；归母净利润 6.49 亿，同比下降 22.01%；扣非后归母净利润 4.25 亿元、同比增长 55.99%；上半年实现 EPS 为 0.235 元，同比下降 22.44%。

观点：

1、主营业务高增长，盈利能力进一步提升

1）受益于血制品行业高景气度，主营持续高增长。营收分产品来看，白蛋白实现营收3.86亿元，同比增长7.54%；静丙半年实现营收3.15亿元，同比增长18.45%，其他血制品（纤原、凝血因子VIII、酶原等）1-6月实现营收3.10亿元，同比增长83.65%。从产品毛利率来看，白蛋白、静丙毛利率略有下滑，相较去年同比分别下滑2.15、0.87个百分点，而纤原、酶原等小制品由于提价幅度较大，毛利率提高6.52个百分点至84.68%，小制品高速增长占总营收比例也逐步提升，两者叠加带动血制品业务毛利率提升3.71个百分点。从产品各区域销售看，华南、东北地区同比正增长，其中华南地区半年实现营收5.42亿，较去年同期大增83.32%，成为公司上半年销售的主要增长来源，主要原因是公司携手广药进一步拓展华南市场，今年年初公司再次与广药签订经销协议，协议主要内容为2016年广药销售公司共计10.11亿元产品，目前来看履约进度良好，广药有望达成协议约定的全年销售任务，未来有望持续与公司合作，进一步提高公司产品在华南地区的市场占有率。

2）管理效率逐年提升，期间费用率进一步下降。根据中报数据，公司销售费用率1.21%，同比下降0.46个百分点；管理费用12.88%，同比下降3.36个百分点；财务费用方面由于利息收入增加，财务费用率下降1.28个百分点。总体来看，期间费用率延续之前逐年下降的趋势，表明公司经营管理效率逐年提升。

3）交易性金融资产公允价值变动损益相较同期下降使归母净利润增速同比为负，扣非后净利高速增长。2016年1-6月公司交易性金融资产公允价值损益变动为2.57亿元（去年同期6.54亿元），同比下降约61%从而使归母净利润增速为负，但扣非后净利润4.25亿（去年同期2.71亿），同比增55.99%，表明在主营业务收入稳定增长以及血制品整体毛利率不断提升的驱动下，公司主营业务盈利能力仍不断增强。

2、浆站资源丰富，内生外延齐头并进

1）丰富浆站储备奠定内生增长坚实基础。公司作为国内血制品企业龙头之一，在14年成功整合同路生物和郑州莱士后，15年9月至今又获得新设5家单采血浆站批文，采浆范围涵盖广西、湖南、海南、陕西、安徽、

广东、内蒙、浙江、湖北、江西 10 个省（自治区），公司目前拥有33家浆站（含本公司已获批 3 家、在建 2 家；同路生物在建 1 家），15年全年采浆量约810吨，未来随着浆站陆续建成、取得单采血浆证后逐步开始采浆，公司未来采浆量突破1000吨指日可待。丰富的血浆资源将为公司内生稳定增长奠定坚实基础。

2）全球化并购助力公司未来发展。近日公司接到控股股东科瑞天诚及莱士中国函告，通过其控股的香港公司天诚国际投资与贝恩资本下属公司及英国卫生部签订了《股权转让协议》，以全现金方式收购其持有的 Naga UK Topco Limited100%股权， Naga UK Topco Limited 持有 Bio Products Laboratory Holdings Ltd（“BPL”） 100%股权。收购完成后，天诚国际投资间接持有 BPL 公司 100%股权。BPL 拥有血制品全产业链，为全球前十大血制品公司之一。其前身为英国卫生部旗下的国家级血液制品研究机构，2013 年贝恩资本将 BPL 私有化加速其发展，目前 BPL 在美国拥有 34 家浆站， 2015 年采浆量为 1,899 吨，居全球第五，是全球最大的第三方血浆供应商；且其研发实力强劲，产品种类丰富，其在英国伦敦拥有 1 家血液制品生产工厂，现有人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大类产品，共计 13 个品种、 22 个规格的血液制品。控股股东此次投资 10.59 亿欧元收购 BPL,利于推动 BPL 与上海莱士的深入合作，发挥双方在生产研发、销售网络和管理运营等方面的协同作用，控股股东未来将择机将 BPL 整体或部分业务、资产注入上市公司体内，助力上海莱士跻身全球血制品领先企业之列。

结论：

不考虑资产注入，我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 16.00 亿元、 19.24亿元、 22.65亿元，EPS 分别为 0.58、0.70、0.82元，对应 PE 分别为 71X、 59X、 50X。公司作为国内血制品龙头企业之一，浆站资源储备丰富为内生增长奠定坚实基础，外延方面公司在收购同路生物和郑州莱士后在并购整合领域积累了较为丰富的经验，此次控股股东开展全球化并购重金收购BPL，未来有望将其整理注入上市公司体内，助力公司跨越式发展。血液制品行业供不应求景气度高，参照国外血制品行业发展经验，未来行业集中度将进一步提升，强者恒强的趋势明显，公司作为国内血制品龙头之一，内生外延齐头并进，有望跻身全球血制品领先企业之列。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要财务数据指标

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,319.74	2,013.32	2,701.15	3,641.67	4,637.45
增长率（%）	165.88%	52.55%	34.16%	34.82%	27.34%
净利润（百万元）	510.85	1,442.41	1,599.76	1,924.21	2,265.29
增长率（%）	255.27%	182.35%	10.91%	20.28%	17.73%
净资产收益率（%）	5.93%	13.53%	13.38%	14.27%	14.83%
每股收益(元，摊薄)	0.19	0.52	0.58	0.70	0.82
PE	223.46	79.14	71.36	59.33	50.39
PB	6.56	10.71	9.55	8.47	7.47

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2667	4807	5927	7379	9149
货币资金	1450	1919	4279	5223	6434
应收账款	114	120	163	219	280
其他应收款	4	3	5	6	8
预付款项	14	13	11	9	7
存货	695	716	888	1149	1444
其他流动资产	2	0	28	28	28
非流动资产合计	6712	6749	6851	6884	6857
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1027	1004	1072	1132	1181
无形资产	163	162	146	130	114
其他非流动资产	51	64	64	64	64
资产总计	9379	11556	12778	14263	16006
流动负债合计	273	247	168	131	82
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	71	39	48	62	78
预收款项	32	4	-34	-86	-151
一年内到期的非流	0	0	0	0	0
非流动负债合计	482	597	597	597	597
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	358	360	360	360	360
负债合计	755	844	765	728	679
少数股东权益	15	54	54	54	54
实收资本(或股本)	1365	2759	2759	2759	2759
资本公积	6269	5650	5650	5650	5650
未分配利润	830	2038	3031	4225	5631
归属母公司股东权	8610	10658	11959	13481	15274
负债和所有者权	9379	11556	12778	14263	16006

现金流量表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	466	762	751	1140	1564
净利润	511	1480	1600	1924	2265
折旧摊销	217	256	0	117	127
财务费用	14	-13	-40	-45	-60
应付帐款的变化	0	0	-42	-57	-60
预收帐款的变化	0	0	-38	-51	-65
投资活动现金流	290	-819	1884	160	60
公允价值变动收益	0	865	450	300	150
长期股权投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	31	10	10	10	10
筹资活动现金流	365	524	-275	-357	-413
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	876	1394	0	0	0
资本公积增加	6197	-619	0	0	0
现金净增加额	1121	468	2360	943	1212

利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1320	2013	2701	3642	4637
营业成本	494	778	965	1248	1568
营业税金及附加	7	8	10	14	18
营业费用	22	33	31	42	53
管理费用	215	339	331	446	567
财务费用	14	-13	-40	-45	-60
资产减值损失	-0.78	15.27	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	865.22	450.00	300.00	150.00
投资净收益	31.46	9.71	10.00	10.00	10.00
营业利润	599	1729	1864	2248	2651
营业外收入	6.10	24.68	30.00	30.00	30.00
营业外支出	3.53	4.81	4.00	4.00	4.00
利润总额	602	1749	1890	2274	2677
所得税	91	269	290	349	411
净利润	511	1480	1600	1924	2265
少数股东损益	0	38	0	0	0
归属母公司净利润	511	1442	1600	1924	2265
EBITDA	830	1972	1922	2320	2717
EPS（元）	0.19	0.52	0.58	0.70	0.82

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长	165.88	52.55%	34.16%	34.82%	27.34%
营业利润增长	258.08	188.50	7.80%	20.56%	17.93%
归属于母公司净利润	10.91%	20.28%	10.91%	20.28%	17.73%
获利能力					
毛利率(%)	62.56%	61.38%	63.54%	65.04%	65.49%
净利率(%)	38.68%	73.53%	59.22%	52.84%	48.85%
总资产净利润（%）	5.45%	12.48%	12.52%	13.49%	14.15%
ROE(%)	5.93%	13.53%	13.38%	14.27%	14.83%
偿债能力					
资产负债率(%)	8%	7%	6%	5%	4%
流动比率	9.77	19.46	35.21	56.24	111.56
速动比率	7.22	16.56	29.93	47.49	93.96
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.19	0.22	0.27	0.31
应收账款周转率	11	17	19	19	19
应付账款周转率	21.25	36.53	61.72	65.94	65.98
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.52	0.58	0.70	0.82
每股净现金流(最新	0.82	0.17	0.86	0.34	0.44
每股净资产(最新摊	6.31	3.86	4.33	4.89	5.54
估值比率					
P/E	223.46	79.14	71.36	59.33	50.39
P/B	6.56	10.71	9.55	8.47	7.47
EV/EBITDA	66.75	57.10	57.36	47.12	39.78

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张金洋

医药生物行业小组组长， 3 年证券行业研究经验， 3 年医药行业实业工作经验。 2015 年新财富第七名团队核心成员， 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

联系人：**陈 顺**

西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1 年券商资管实习经验，1 年卖方研究所工作经验。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。