

## 经营持续稳健，看好公司治理改善及价值重估

### ——上海莱士(002252.SZ)年报及一季报点评

#### 核心观点:

- **事件:** 公司 2022 年实现营业总收入 65.67 亿元 (+53.16%)，归母净利润 18.80 亿元 (+45.24%)，扣非归母净利润 18.26 亿元 (+33.40%)。其中，2022Q4 实现营业总收入 16.16 亿元 (+30.17%)，归母净利润 2.76 亿元 (+371.76%)，扣非归母净利润 2.25 亿元 (+564.96%)。2023Q1 公司实现营业总收入 20.63 亿元 (+22.40%)，归母净利润 7.19 亿元 (+31.12%)，扣非归母净利润 7.08 亿元 (+20.77%)。
- **公司资产质量良好，营收利润稳步高增长。** 公司 2022 年及 2023Q1 保持高速稳健增长，一方面是公司采浆稳步增加，2022 年采浆突破 1400 吨，另一方面是 22 年底及 23 年 1 月新冠患者对静丙的巨大需求、静丙出现供应缺口。浆站建设方面，公司 2023 年 2 月新获批浆站 1 家，目前合计共有浆站 42 家，国内数量仅次于天坛。公司收入持续高增长主要是引进新业务，2020 年公司通过定增换股引进基立福成为大股东（持股 26.20%），取得 GDS（血筛核酸试剂全球龙头）45% 股权，基立福将国内白蛋白进口总代理业务交给上海莱士，同时 GDS 血筛试剂中国区也已由莱士开始代理销售。
- **关注公司治理变化预期。** 公司股价之前被压制，主要是原有两大股东莱士中国与科瑞天诚股权被动减持问题。根据公司 23 年一季报，莱士中国与科瑞天诚已分别被动减持至 5.39%、2.44%，合计持股 7.83%。公司近期公告新一届董事会换届选举，基立福作为大股东提名 5 位董事候选人，有通过控制董事会实际控制公司的可能，公司治理结构变化值得关注。
- **投资建议:** 公司资产质量优秀，股东及治理结构问题如能解决，估值有较大修复空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.35、25.85、29.87 亿元，同比增长 18.90%、15.63%、15.57%，对应 EPS 为 0.33/0.38/0.44 元，对应 PE 为 20/17/15 倍，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 股东及治理结构不合理对公司经营造成干扰的风险、新增浆站规划不及预期的风险、浆站管理及血制品质量事件风险等。

#### 主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6567.20	7849.27	9103.49	10539.69
收入增长率%	53.16	19.52	15.98	15.78
净利润（百万元）	1880.09	2235.44	2584.88	2987.41
利润增速%	45.24	18.90	15.63	15.57
毛利率%	44.16	43.11	42.48	41.81
摊薄 EPS(元)	0.28	0.33	0.38	0.44
PE	23.99	20.17	17.45	15.10
PB	1.56	1.44	1.32	1.21
PS	6.87	5.75	4.95	4.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 上海莱士(002252.SZ)

### 推荐 首次评级

合理估值区间：8.25-9.90 元

#### 分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

刘晖

☎：010-80927650

✉：liuhui\_yj@chinastock.com.cn

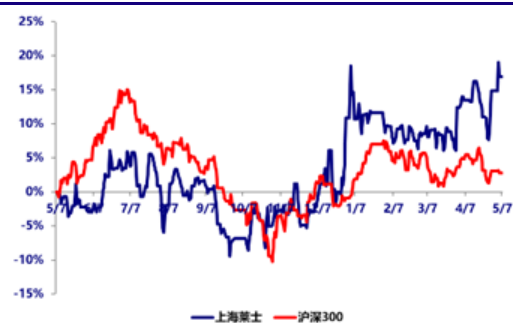
分析师登记编码：S0130520080003

#### 市场数据

2023-05-07

A 股收盘价(元)	6.69
A 股一年内最高价(元)	6.89
A 股一年内最低价(元)	5.17
沪深 300	4016.88
总股本（万股）	674078.79

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

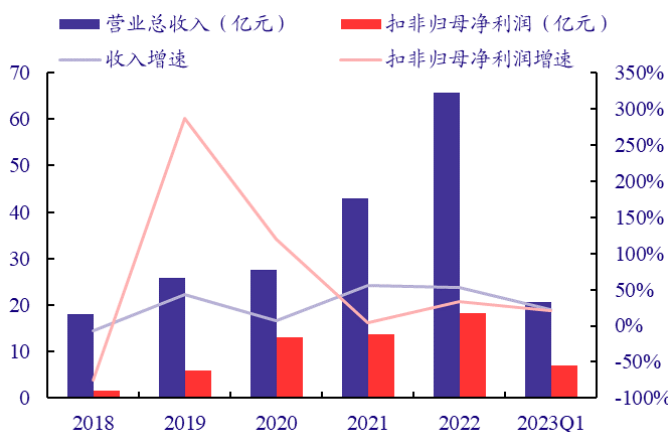
## 品类齐全的血制品领先企业，进口代理业务贡献增量

公司整体规模为国内血液制品行业领先，是国内同行业中结构合理、产品种类齐全、血浆利用率较高的领先血液制品生产企业。公司目前共有上海、郑州、合肥、温州 4 个血液制品生产基地，产品已经覆盖了白蛋白类、免疫球蛋白类及凝血因子三大类，是目前国内少数可从血浆中提取六种组分的血液制品生产企业之一，也是国内同行业中凝血因子类产品种类最为齐全的生产企业之一。截至目前，公司及下属子公司、孙公司拥有单采血浆站 42 家（含 2023 年 2 月新获批 1 家），分布于广西、湖南、海南、陕西、安徽、广东、内蒙、浙江、湖北、江西、山东 11 个省（自治区），浆站数量、分布区域及全年采浆量均位居行业前列。自 2020 年起，公司与第一大股东基立福在多领域持续推进合作，进一步提升了公司的市场份额及行业地位。

公司 2021-2022 年收入高速增长主要得益于进口白蛋白业务快速放量。公司 2021 年收入增长 55.26% 至 42.85 亿元，其中进口白蛋白业务收入 9.56 亿元；2022 年收入增长 53.16% 至 65.05 亿元，其中进口白蛋白业务收入 27.34 亿元。扣除进口白蛋白业务后，2022 年公司其他业务收入增长 15.04%，保持稳健增长。进口白蛋白业务快速放量提供了业绩增量，但由于进口白蛋白毛利率明显低于其他业务，公司毛利率整体下降。目前，国家政策禁止进口人血白蛋白以外的血制品，公司人血白蛋白进口大幅放量反映了国内白蛋白具有较大缺口。

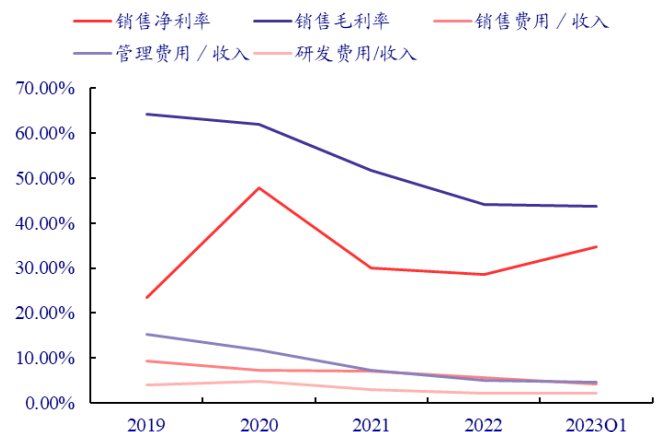
2022 年公司实现净利率 28.52%，同比下降 1.54pp；毛利率 44.16%，同比下降 7.67pp；销售费用率 5.68%，同比下降 1.46pp；管理费用率 5.08%，同比下降 2.16pp；研发费用率 2.22%，同比下降 0.79pp；财务费用率 -0.63%，同比提升 0.90pp。2023Q1 公司实现净利率 34.82%，同比提升 2.43pp；毛利率 43.73%，同比下降 1.96pp；销售费用率 4.10%，同比下降 1.07pp；管理费用率 4.68%，同比提升 0.59pp；研发费用率 2.23%，同比提升 0.19pp；财务费用率 -1.79%，同比下降 0.54pp。

图 1：公司近年来收入利润及增速变动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司近年来盈利指标变动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 报表预测

资产负债表 (百万元) 2022					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>8473.41</b>	<b>11448.85</b>	<b>14672.57</b>	<b>18537.27</b>	营业收入	6567.20	7849.27	9103.49	10539.69
现金	3977.43	5617.67	8582.51	10843.15	营业成本	3667.40	4465.31	5236.66	6133.34
应收账款	707.02	819.23	849.75	1023.98	营业税金及附加	32.81	39.21	45.48	52.65
其它应收款	6.81	8.46	9.25	11.25	营业费用	373.03	445.85	517.09	598.67
预付账款	40.96	66.98	78.55	92.00	管理费用	333.45	398.54	462.23	535.15
存货	3268.84	4421.41	4597.28	5965.70	财务费用	-41.26	-59.66	-84.27	-128.74
其他	472.35	515.10	555.24	601.20	资产减值损失	-207.72	-200.00	-200.00	-200.00
<b>非流动资产</b>	<b>21984.55</b>	<b>21824.37</b>	<b>21631.16</b>	<b>21415.21</b>	公允价值变动收益	18.38	0.00	0.00	0.00
长期投资	14930.43	14930.43	14930.43	14930.43	投资净收益	412.39	470.96	546.21	632.38
固定资产	1202.48	1226.56	1236.43	1230.03	营业利润	2278.99	2711.76	3134.25	3620.93
无形资产	175.49	180.49	183.49	184.49	营业外收入	0.30	1.00	1.00	1.00
其他	5676.16	5486.90	5280.82	5070.27	营业外支出	5.68	10.00	10.00	10.00
<b>资产总计</b>	<b>30457.96</b>	<b>33273.22</b>	<b>36303.73</b>	<b>39952.47</b>	利润总额	2273.61	2702.76	3125.25	3611.93
<b>流动负债</b>	<b>1624.66</b>	<b>2013.39</b>	<b>2269.32</b>	<b>2742.56</b>	所得税	400.61	476.23	550.67	636.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1873.00	2226.54	2574.58	2975.50
应付账款	1137.69	1423.76	1580.16	1938.13	少数股东损益	-7.09	-8.91	-10.30	-11.90
其他	486.97	589.63	689.16	804.43	归属母公司净利润	1880.09	2235.44	2584.88	2987.41
<b>非流动负债</b>	<b>19.95</b>	<b>19.95</b>	<b>19.95</b>	<b>19.95</b>	EBITDA	2220.07	2572.32	2907.99	3276.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.28	0.33	0.38	0.44
其他	19.95	19.95	19.95	19.95					
<b>负债合计</b>	<b>1644.62</b>	<b>2033.34</b>	<b>2289.27</b>	<b>2762.51</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	-5.37	-14.28	-24.58	-36.48	营业收入	53.16%	19.52%	15.98%	15.78%
归属母公司股东权益	28818.71	31254.15	34039.03	37226.44	营业利润	46.60%	18.99%	15.58%	15.53%
<b>负债和股东权益</b>	<b>30457.96</b>	<b>33273.22</b>	<b>36303.73</b>	<b>39952.47</b>	归属母公司净利润	45.24%	18.90%	15.63%	15.57%
					毛利率	44.16%	43.11%	42.48%	41.81%
					净利率	28.63%	28.48%	28.39%	28.34%
					ROE	6.52%	7.15%	7.59%	8.02%
					ROIC	5.79%	6.28%	6.55%	6.78%
					资产负债率	5.40%	6.11%	6.31%	6.91%
					净负债比率	5.71%	6.51%	6.73%	7.43%
					流动比率	5.22	5.69	6.47	6.76
					速动比率	3.16	3.44	4.39	4.54
					总资产周转率	0.22	0.24	0.25	0.26
					应收帐款周转率	9.29	9.58	10.71	10.29
					应付帐款周转率	5.77	5.51	5.76	5.44
					每股收益	0.28	0.33	0.38	0.44
					每股经营现金	0.26	0.18	0.36	0.24
					每股净资产	4.28	4.64	5.05	5.52
					P/E	23.99	20.17	17.45	15.10
					P/B	1.56	1.44	1.32	1.21
					EV/EBITDA	17.46	15.35	12.56	10.45
					P/S	6.87	5.75	4.95	4.28

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

**刘晖**，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)