

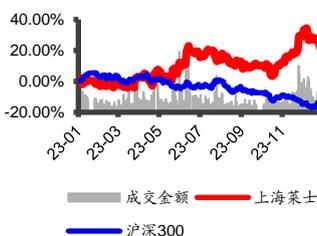
大股东变更，老牌血制品企业焕发新活力

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-01-22

收盘价（元）	6.63
近12个月最高/最低（元）	8.68/6.03
总股本（百万股）	6645
流通A股（百万股）	6643
流通股比例（%）	99.97
总市值（亿元）	441
流通市值（亿元）	440

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

主要观点：

● 股权变更落地持续赋能主业，叠加积极并购，公司扬帆起航

上海莱士是中国规模领先的血液制品生产企业，主要产品为人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、特异性免疫球蛋白、凝血因子类产品等，2022年全年采浆量突破1,400吨，位居行业第二。截至2023年中报，公司共有4个血液制品生产基地（广西莱士未计入），在11个省拥有单采血浆站42家（含下属公司同路生物23年2月新增获批1家，不含广西冠峰的2家）。2023年前三季度公司实现营收59.35亿元（+19.87%），实现归母净利润17.87亿元（+11.46%），主业稳定增长。

2023年12月29日公司发布公告，公司大股东基立福拟将其持有的20%股份（13.3亿股）转让给海尔集团，转让价款共计125亿元，转让价格9.4元/股（较23年12月29日收盘价8元/股溢价17.6%。交易完成后公司控股股东将变更为海尔集团，拥有26.58%股权，有望为公司在浆站、采浆产业链等方面做全方位赋能。

● 并购整合加速，叠加政策春风，行业迎来发展新机遇

供给端看，“十四五”（2021~2025）规划期间多地发布单采血浆站建设规划，进入规划的最后两年（24、25年），浆站获批有望加速。近年血制品行业并购重组频发，行业集中度持续提升。近期公司公告收购广西冠峰，获得2家浆站，年产能200吨，深度布局广西，进一步打开公司采浆天花板。公司在公告中介绍基立福拟将现有白蛋白代理协议的期限修改为十年，并授予公司对该协议再次续延十年的权利，公司作为境外公司基立福的国内唯一代理，进口人白将在未来二十年保持稳定，为公司业绩增长保驾护航。

● 需求持续复苏，公司产品结构良好，核心品种优势明显

人白：公司是基立福在中国大陆地区的独家经销商，占据较高市场份额，进口人白销售增长稳定；自产人白增速与采浆量增速匹配，为公司业绩增长提供稳定支撑。**静丙：**疫情放开初期感染及住院人数激增导致血制品需求阶段性爆发，近期传染性疾病新一轮爆发（甲乙流、支原体等呼吸道疾病），血制品的紧平衡供需状态或将再次被打破，叠加静丙院内的价格差异及产品自身迭代带来的盈利能力优化，有望为公司带来新的增长动力。**其他血液制品：**人纤维蛋白粘合剂市场增长迅速，公司批签发批次平稳增长；凝血八因子2023年批签发公司排名前三，后续具备提价空间。

● 投资建议

我们看好公司在行业内的领军地位，海尔入主后有望持续为其在浆站资源等方面进行赋能，采浆量有望进一步增加。我们预计2023~2025年公司将实现营业总收入76.85/83.95/92.51亿元（同比+17.02%/9.24%/10.19%）；将实现归母净利润23.59/24.66/26.43亿元（+25.5%/4.5%/7.2%），对应PE 18.67/17.86/16.67x，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

浆站拓展不及预期；政策不确定性风险；商誉减值风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6567	7685	8395	9251
收入同比 (%)	53.2%	17.0%	9.2%	10.2%
归属母公司净利润	1880	2359	2466	2643
净利润同比 (%)	45.2%	25.5%	4.5%	7.2%
毛利率 (%)	44.2%	43.7%	42.5%	42.0%
ROE (%)	6.5%	7.6%	7.3%	7.3%
每股收益 (元)	0.28	0.36	0.37	0.40
P/E	22.64	18.67	17.86	16.67
P/B	1.48	1.41	1.31	1.21
EV/EBITDA	17.63	13.21	12.19	10.97

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 规模行业领先的老牌血制品企业.....	5
1.1 三十余年积淀，打造产品矩阵丰富的大型血制品企业.....	5
1.2 业绩稳健增长，进口白蛋白蓄势待发.....	7
2 需求持续复苏，供给边际宽松，行业供不应求迎发展春风.....	9
2.1 强监管属性带来高进入壁垒，行业集中度有望提升.....	9
2.2 市场需求旺盛，未来增长可期.....	12
2.3 供需矛盾突出，采浆效率提升空间大.....	14
3 核心品种优势凸显，积极并购保驾护航.....	17
3.1 白蛋白：代理基立福人血白蛋白，市场增量空间可观.....	17
3.2 静丙：疫情后需求向好，出海开拓国际市场.....	19
3.3 凝血因子类：市占率较高，增长潜力大.....	20
3.4 加大存量浆站的挖潜，浆源拓展工作实现新突破.....	20
3.5 海尔战略入股，推动行业的创新发展.....	21
4 盈利预测及投资建议.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议.....	23
风险提示：.....	23
财务报表与盈利预测.....	24

图表目录

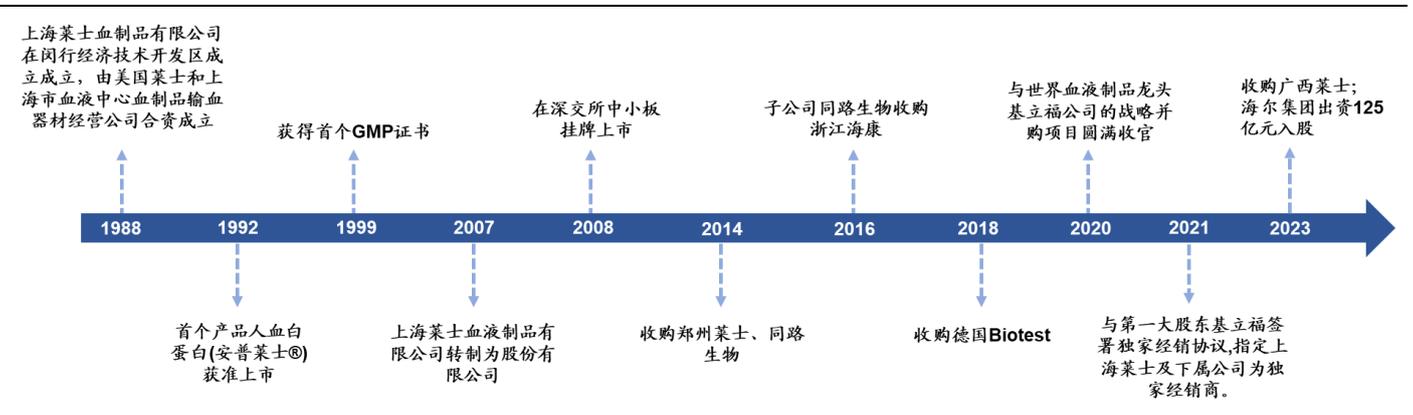
图表 1 公司发展历史沿革	5
图表 2 公司管理团队人才济济 (部分列出)	6
图表 3 公司股权激励方案及考核目标	7
图表 4 公司 2018-2022 营收稳步增长 (亿元, %)	8
图表 5 公司 2018-2022 归母净利润增长 (亿元, %)	8
图表 6 公司 2018-2023Q3 毛利率和净利率 (%)	8
图表 7 公司 2018-2023Q3 费用结构 (%)	8
图表 8 公司 2018-2023H1 各血制品营业收入 (亿元)	9
图表 9 公司 2021-2023H1 白蛋白产品营收占比 (%)	9
图表 10 政策监管严格	9
图表 11 部分省份“十四五”期间单采血浆站规划情况	11
图表 12 2018-2023H1 各企业血浆站数量 (个)	12
图表 13 2018-2023H1 各企业在营浆站数量 (个)	12
图表 14 主要血制品分类及用途	12
图表 15 全球部分地区血液制品人均消耗一览表	13
图表 16 2018-2023Q3 年我国医疗卫生机构诊疗情况 (亿, %)	13
图表 17 人血白蛋白批签发数据 (批次)	13
图表 18 狂犬病人免疫球蛋白批签发数据 (批次)	14
图表 19 2016-2022 年我国血液制品采浆量 (吨)	15
图表 20 我国血制品行业“双轨制”体系示意图	15
图表 21 各企业产品品种	16
图表 22 2018-2022 年各企业年采浆量 (吨)	17
图表 23 2022 年主要血制品公司吨浆收入和利润 (万元/吨)	17
图表 24 人血白蛋白分离过程	18
图表 25 进口与国产人血白蛋白批签发变化 (批次)	18
图表 26 2022 年进口人血白蛋白批签发占比 (%)	18
图表 27 公司代理人白销售收入和毛利率 (百万元, %)	18
图表 28 静丙批签发批次变化 (批次, %)	19
图表 29 2018-2023H1 静丙样本医院销售情况 (万元, 元/瓶)	19
图表 30 全球血制品市场以静丙为主 (2016 年)	19
图表 31 海外静丙价格对比 (2.5G/瓶)	19
图表 32 上海莱士人纤维蛋白原批签发数据 (批次)	20
图表 33 2023 年人凝血因子 VIII 批签发批次占比 (%)	20
图表 34 公司产品线情况	21
图表 35 盈康一生业务领域	22
图表 36 公司收入预测 (RMB MN)	22

1 规模行业领先的老牌血制品企业

1.1 三十余年积淀，打造产品矩阵丰富的大型血制品企业

上海莱士是中国规模领先的血液制品生产企业，采浆量居全国前列。公司前身上海莱士血制品有限公司成立于1988年，由美国稀有抗体抗原供应公司（“美国莱士”）和上海市血液中心血制品输血器材经营公司合资成立，是中国第一家中外合资的血液制品大型生产企业，2007年公司改制为股份有限公司，2008年挂牌上市，通过30余年的积淀及发展，公司已经形成了包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、特异性免疫球蛋白、凝血因子类产品等在内的产品矩阵。截至2023年中报，公司共有上海、郑州、合肥、温州4个血液制品生产基地，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、遍布区域及采浆量位居行业前列。2022年，公司全年采浆量突破1,400吨，创历史新高，位居行业第二。

图表 1 公司发展历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

新控股股东落地，海尔集团有望引领公司进入全新发展阶段。2020年公司完成对GDS 45%的股权收购，GDS的母公司Grifols(基立福)获得了上海莱士约26.2%的股份，自此成为公司最大股东。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，持续提升公司的市场份额及行业地位。2023年12月29日公司发布公告，海尔集团出资125亿元获得Grifols持有的20%股权，同时Grifols将剩余6.58%股权对应的表决权委托海尔集团或其指定关联方行使。根据协议，交割日后二十个工作日内基立福应促使召开临时股东大会，选举四名由海尔集团提名的董事候选人成为公司董事、基立福提名一位非独立董事，海尔集团将拥有公司董事会9个席位中的5个。

此次交易完成后公司实控人将变更为海尔集团。海尔集团是横跨生物医药、工业互联网等多个领域的大型集体所有制企业，总部位于青岛，业务辐射全球，近年来持续布局医疗大健康赛道，集团旗下拥有海尔生物、盈康生命两家医药行业上市公司，未来海尔将加大支持莱士的研发投入，利用集团在物联网、大健康等领域的优势为莱士赋能，助力公司实现效能提升。且山东人口集中，为血制品资源大省，本次股东变更也有望进一步打开公司的采浆量天花板。

白蛋白协议延长，业务稳定性进一步夯实。根据本次公告，莱士与基立福将现有白蛋白独家代理协议的期限修改为十年，并授予公司对该协议再次续延十年的权

利；同时基立福承诺 2024~2028 年期间将向公司以具备竞争力的价格供应白蛋白的年度最低供应量，进一步加强代理业务稳定性。

持续收购，协同效应显著。2013 年起公司开始了连环收购，先后并购了郑州莱士、邦和生物、同路生物、英国 BPL 以及浙江海康等公司。2023 年 11 月 10 日，公司发布公告收购广西冠峰 95% 股权，收购后公司将积极推进广西冠峰两个浆站的生产恢复工作，进一步深化公司在广西的影响力，采浆天花板进一步提高。随着外延式并购增加，公司充分发挥与子公司的协同效应，资源共享、优势互补，以提升公司规模优势、巩固行业领先的竞争地位。

公司高管团队拥有深厚的行业及专业背景。相关核心人员具有海外教育及研究背景，有在上海莱士母公司或子公司工作的相关经验，能够为公司在资产规模、经营规模、发展战略上得到有力提升，进一步占据行业领先地位。

图表 2 公司管理团队人才济济（部分列出）

姓名	职务	履历
董事会		
徐俊	董事长	美国国籍，1964 年 9 月出生，博士。2000 年至 2003 年期间曾任上海莱士血液制品股份有限公司副总经理；2003 年至 2011 年期间曾任美国奥克拉荷马医学研究所助理研究员。2012 年 1 月至 2022 年 10 月任上海莱士血液制品股份有限公司副总经理；2017 年 5 月至 2022 年 8 月任郑州莱士血液制品有限公司董事；现任 Grifols Diagnostic Solutions Inc. 董事；公司董事长、总经理。
Tommy Trong Hoang	副董事长	美国国籍，1967 年 7 月出生，硕士。现任 Rare Antibody Antigen Supply, Inc. 首席商务官；2020 年 5 月起任上海莱士血液制品股份有限公司副董事长。
郑跃文	董事	中国国籍，无境外永久居留权，1962 年 1 月出生，博士，高级经济师，中国民营经济国际合作商会会长，江西赣商联合总会会长，中非民间商会监事长；现任科瑞集团有限公司董事长，科瑞天诚投资控股有限公司董事局主席及光彩实业有限责任公司董事长；2004 年至 2016 年 4 月任公司董事长，2016 年 4 月至今任公司董事。
公司高管		
沈积慧	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，1966 年 12 月出生，博士。曾任职惠氏制药有限公司经理，现任同路生物制药有限公司董事；1991 年至 2002 年期间、2004 年 5 月至今任公司副总经理。
陆晖	副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，1975 年 10 月出生，博士。2004 年 7 月至 2005 年 4 月，公司总裁医学事务助理；2005 年 5 月至 2009 年 4 月，博士后，美国宾西法尼亚大学费城儿童医院血液科从事基因治疗相关工作；2009 年 5 月至 2010 年 4 月任公司研发部副经理；2010 年 5 月至 2013 年 3 月任公司研发部总监；2022 年 8 月至今任郑州莱士董事；2013 年 3 月起任公司副总经理。
刘峥	财务负责人、副总经理、董事会秘书	中国国籍，无境外永久居留权，1970 年 1 月出生，硕士，注册会计师。曾任中华会计师事务所注册会计师，中安投资管理香港有限公司北京代表处投资经理，汉鼎亚太公司北京代表处助理副总裁；现任上海鲁班软件股份有限公司独立董事，广东精艺金属股份有限公司监事；2004 年 6 月至 2021 年 7 月任公司财务负责人，2004 年 6 月至今任公司副总经理，2007 年 3 月起任公司董事会秘书。

陈乐奇

财务负责人

中国国籍，无境外永久居留权，1987年8月出生，硕士，注册会计师。2009年本科毕业于复旦大学管理学院财务管理专业，2019年硕士研究生毕业于中欧国际工商学院金融工商管理专业（FMBA）。曾任普华永道中天会计师事务所资深审计师，巴德医疗科技（上海）有限公司会计部经理、高级财务经理，基立福医药科技（上海）有限公司财务总监。现任郑州莱士董事；Grifols Diagnostic Solutions Inc. 董事；2021年10月起任公司财务负责人。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

推出员工持股计划，助力业绩增长。2023年7月31日公司公布第一期员工持股计划。规模不超过3,377.00万股，约占当前公司股本总额的0.50%，购买公司回购股份的价格为3.61元/股。从考核目标看，激励解锁目标为2023-2025年营业收入分别不低于74亿元/86亿元/90亿元（同比+12.7%/+16.2%/+4.7%），或2024、2025年有创新型/改良型生物制品临床申请获得批准。员工持股计划的设立有助于公司进一步绑定核心员工，充分调动员工积极性，从而推动效能的持续提高。

回购彰显长期发展信心。2023年9月1日，公司完成股份回购方案。公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份136,153,070股，占公司目前总股本的2.02%，成交总金额为999,686,226.40元；公司本次回购的股份将用于依法注销减少注册资本和实施股权激励/员工持股计划，其中30%用于实施股权激励计划。

图表3 公司股权激励方案及考核目标

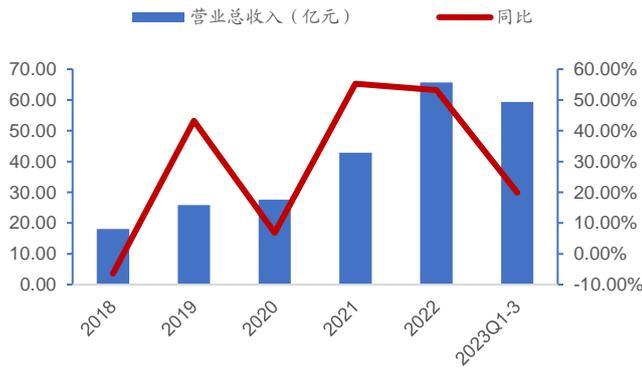
解锁批次	对应考核年度	业绩考核指标
第一个解锁期	2023	2023年营业收入不低于74亿元
第二个解锁期	2024	2023-2024年营业收入累计不低于160亿元或有创新型生物制品或改良型生物制品临床申请获得批准
第三个解锁期	2025	2023-2025年营业收入累计不低于250亿元或有创新型生物制品或改良型生物制品临床申请获得批准

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 业绩稳健增长，进口白蛋白蓄势待发

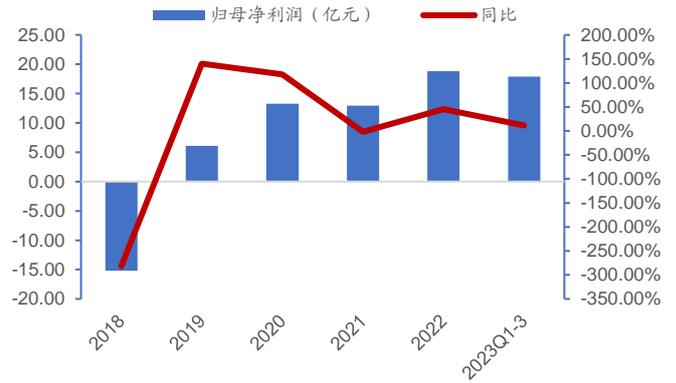
收入利润稳健增长，血制品主业快速发展。收入端，2022年公司实现营业收入65.67亿元，同比增长53.16%，2023年前三季度公司实现营收59.35亿元，同比增长19.87%。利润端，2018年公司受到资产重组中介费较多的影响，导致归母亏损15.18亿元，2019年起公司聚焦主业，利润恢复稳定增长，截至2023年前三季度公司实现归母净利润17.88亿元，同比增长11.46%。

图表 4 公司 2018-2022 营收稳步增长 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司 2018-2022 归母净利润增长 (亿元, %)

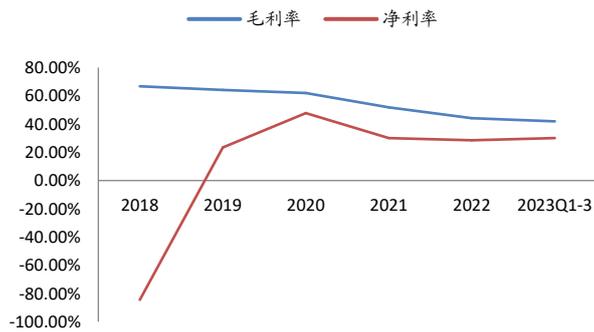


资料来源: wind, 华安证券研究所

代理白蛋白导致利润端略有下降。公司近年毛利率整体有所下降, 主要原因系 2020 年起公司新增了进口白蛋白代理业务, 该业务的毛利率比自产血液制品的毛利低进而拉低整体。2018-2022 年, 公司净利率大增后趋于平缓。公司在 2018 年净利率为 -84.84%, 净利率低主要原因系炒股亏损, 在 2019 年战略和发展全力聚焦于血液制品主营业务及生物制品相关产业, 净利润高速增长, 在 2020 年由于进口白蛋白代理业务出现小幅下降, 之后趋于平缓。未来随着公司优化营销管理体系建设, 深化与基立福在各专业领域的相关合作等, 毛净利率有望恢复增长。

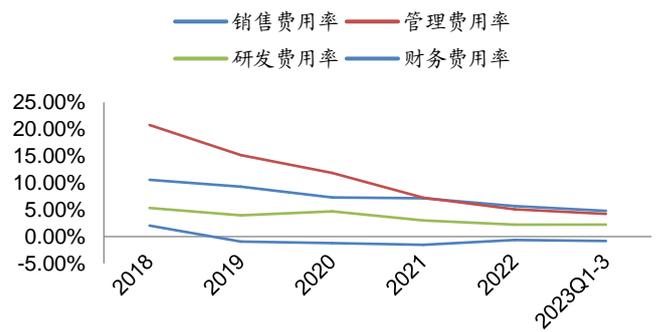
费用管控成果显著, 费用率改善。2023 年前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为 4.79%/4.23%/-0.82%。回溯历史, 公司近年来销售、管理费用率和研发费用率有所下降, 财务费用率整体相对稳定, 控费效果良好。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.68%/5.08%/2.22%/-0.63%, 销售费用率同比降 1.46pct, 管理费用率同比降 2.16pct, 研发费用率同比降 0.79pct, 财务费用率同比增 0.9pct。

图表 6 公司 2018-2023Q3 毛利率和净利率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司 2018-2023Q3 费用结构 (%)



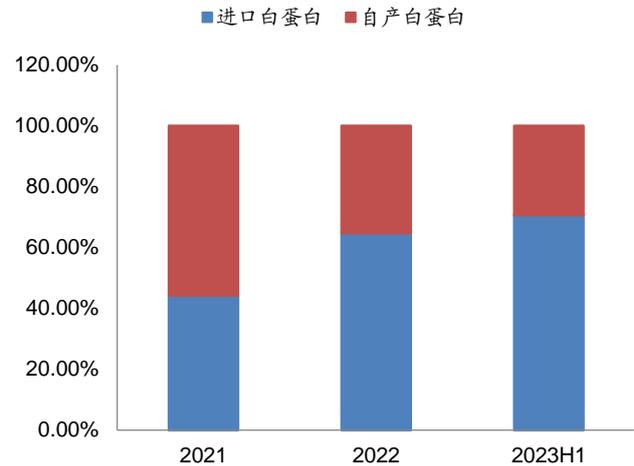
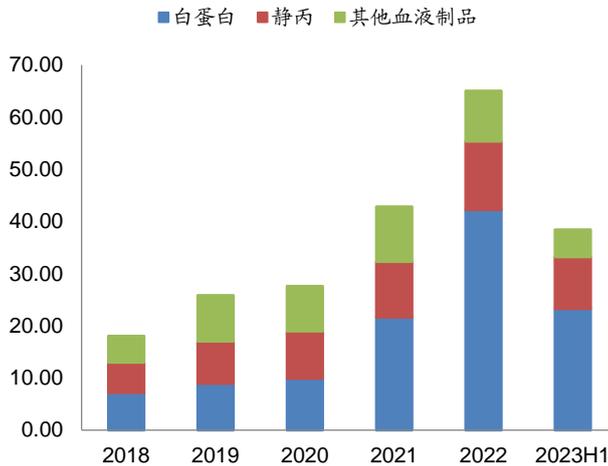
资料来源: wind, 华安证券研究所

人血白蛋白为公司最主要的收入来源, 进口成长空间大。拆分公司收入结构, 白蛋白类产品占收入比例最高, 2022 年, 白蛋白类产品实现营业收入 42.24 亿元, 占血制品收入的比重为 64.93%, 静丙类产品实现白蛋白类产品营业收入 13.13 亿元, 占血制品收入的比重为 20.19%。公司白蛋白类产品分为自产白蛋白和进口白蛋白, 近年来公司进口白蛋白销售业务占比加大, 营收占比逐步增加: 2022 年自产白蛋白

产品收入 14.89 亿元，同比增长 23.50%，进口白蛋白产品收入 27.34 亿元，同比增长 185.97%。同时进口白蛋白的营收占白蛋白产品比重也在持续提升，从 2021 年的 44.22% 稳步提升到 2023H1 的 70.66%。随着公司与基立福在进口人血白蛋白业务上的持续深入以及股权转让计划中合作协议的再次签订，公司代理业务的稳定性持续提高，业绩增长具备可持续性。

图表 8 公司 2018-2023H1 各血制品营业收入 (亿元)

图表 9 公司 2021-2023H1 白蛋白产品营收占比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

2 需求持续复苏，供给边际宽松，行业供不应求迎发展春风

2.1 强监管属性带来高进入壁垒，行业集中度有望提升

血液制品行业的准入要求高、行业壁垒坚固。鉴于血液制品的行业特殊性和安全性要求，政府对血液制品行业的监管极为严格。我国已经建立起从行业准入、原料血浆采集管理、生产经营等方面制定了一系列监管和限制措施。我国实行血液制品生产企业总量控制。2001 年国务院发布的《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001—2005 年）的通知》规定：国家不再批准设立新的血液制品生产企业，进行总量控制。血液制品生产企业申请新设单采血浆站门槛高。2012 年，卫生部发布的《关于单采血浆站管理有关事项的通知》（卫医政发〔2012〕5 号）规定：注册血液制品应不少于 6 个品种，承担国家计划免疫任务的血液制品生产单位不得少于 5 个品种，且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品。我国目前仅有天坛生物、上海莱士、华兰生物等 13 家企业满足资质。

图表 10 政策监管严格

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
1996 年 6 月	国务院	《血液制品管理条例》	健康人血浆的采集须通过单采血浆站进行，而单采血浆站需取得由省级政府卫生行政部门核发的《单采血浆许可证》才能进行采浆活动，且在一个采浆区域内只能设立一个单采血浆站。

2001年5月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划(2001—2005年)的通知》	开始对血液制品生产企业实行总量控制。
2012年1月	卫生部	《关于单采血浆站管理有关事项的通知》(卫医政发(2012)5号)	要求血液制品生产企业申请设置新的单采血浆站,其注册的血液制品应当不少于6个品种(承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于5个品种),且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子类制品。确定血液制品生产企业注册血液制品品种时,同种成分不同剂型和规格的血液制品应按一个品种计算,增强了原料血浆采集的源头管理。
2015年5月	发展和改革委员会等	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	自2015年6月1日起,除麻醉药品和第一类精神药品外,取消原政府制定的药品价格。按照使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用的要求,逐步建立以市场为主导的药品价格形成机制,最大限度减少政府对药品价格的直接干预价格放开后,血液制品各品种价格都出现了不同程度的上涨,企业可自主定价。价格管制放开,企业积极性提高,可推动血液制品销量,有望实现销量和价格的同步提升。
2016年11月	卫生和生育计划委员会	《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	严格新增单采血浆站设置审批,向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜,新设单采血浆站难度明显增加。
2017年12月	国家食品药品监督管理总局	《生物制品批签发管理办法》	加强生物制品监督管理,规范生物制品批签发行为,保证生物制品安全、有效。未通过批签发的产品,不得上市销售或者进口。
2019年12月	第十三届全国人大常委会	《中华人民共和国药品管理法》	允许药品上市许可人委托其他企业进行药品生产和经营工作,但血液制品、麻醉药品、精神药品医疗用毒性药品、药品类易制毒化学品不得委托生产。
2020年6月	国家药品监督管理局	《<药品生产质量管理规范(2010修订)>血液制品附录修订稿的公告》	对血液制品企业生产管理负责人、质量管理负责人和质量受权人的资质要求有了提升,要求企业定期开展实验室能力评估,确保实验结果准确、可靠和检验过程信息记录的真实、准确、完整和可追溯;要求企业对所有投料生产用原料血浆留样,至血浆投料生产所有产品有效期届满后1年要求原料血浆留样量应当满足规定病毒的核酸、病毒标志物检测及复测等的用量要求,原料血浆留样使用的容器应当满足留样期间样品保存、信息标识等的需要。
2021年9月	卫生健康委员会办公厅	《关于印发献血浆者须知(2021年版)的通知》(国卫办医函(2021)480号)	进一步加强单采血浆站管理,保障献血浆者身体健康,保证原料血浆质量。
2021年12月	卫生健康委员会	《关于印发单采血浆站基本标准(2021年版)的通知》	进一步加强单采血浆站管理,提升单采血浆站质量标准及要求,确保血浆质量和献血浆者安全。
2022年3月	卫生健康委员会	《关于印发单采血浆站质量管理规范(2022年版)的通知》(国卫医发(2022)5号)	进一步规范单采血浆站全面质量管理,提升单采血浆站血浆采集供应全过程质量标准及要求,保障血浆质量和献血浆者安全。

资料来源:智研咨询,华安证券研究所

十四五规划利好国内采浆站建设,浆站有望显著增加。“十四五”规划期间多地发布单采血浆站建设规划。从目前已经公布的规划来看,云南全省共设置单采血浆

站 19 个，内蒙古自治区计划 2022-2025 年全区规划设置 10 个单采血浆站，河南省规划 7 家单采血浆站等。十四五期间，随着更多省份披露采浆站建设规划，未来国内批准采浆站数量有望显著增加。

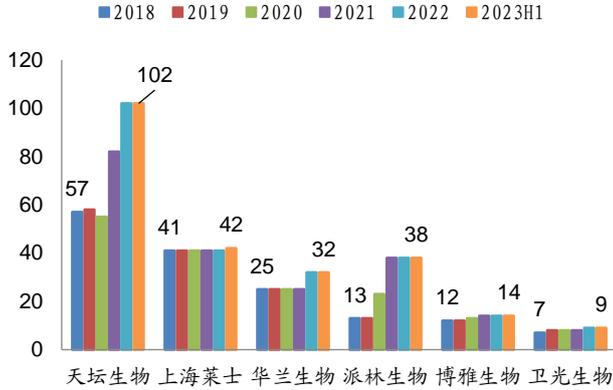
图表 11 部分省份“十四五”期间单采血浆站规划情况

区域	省份	时间	文件名称	主要内容
东北	黑龙江	2021/8/15	《“十四五”期间不再增设单采血浆站的通知》	根据我省当前人口状况、临床用血保障情况和单采血浆站设置现状，经研究，决定“十四五”期间全省不再增设单采血浆站
	辽宁	2022/1/29	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	全省单采血浆站设置原则上不超过 1 家
华北	内蒙古	2022/6/23	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划(2022—2025 年)》	2022-2025 年全区规划设置 10 个单采血浆站
华南	福建	2022/9/19	《福建省血站服务体系建设和发展规划(2021-2025 年)》	优化血站总体布局，加强血站基础设施建设和设备配置
	广东	2021/1/26	《广东省卫生健康委关于全面加强全省单采血浆站管理工作的通知》	在有地方病或者经血传播的传染病流行、高发的地区不得新设置单采血浆站和采浆。上一年度和本年度无偿献血未能满足临床应急供血需求的地级市，不得新增设置单采血浆站。所属单采血浆站在 3 年内未能达到年采集量不少于 30 吨要求的血液制品生产单位，不得新增设置单采血浆站。
西南	四川	2021/8/25	《四川省单采血浆站设置规划(2021-2023)》	将试点采浆点按照相关规定和程序设置为单采血浆站，规划期内原则上不再新增其他单采血浆站
	云南	2021/10/14	《云南省单采血浆站设置规划(2021-2023 年)》	全省共设置单采血浆站 19 个(含 2 个试点单采血浆站)，其中昆明 4 个、曲靖 3 个、昭通 4 个、楚雄 2 个、保山 2 个、普洱 2 个、临沧 2 个。
华中	河南	2022/9/14	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	十四五期间规划 7 家单采血浆站，加大单采血浆站监督管理力度，杜绝非法采供血现象发生。
	湖南	2022/11/22	《湖南省“十四五”医疗卫生服务体系规划》	“十四五”期间全省不增设单采血浆站

资料来源：各省卫生健康委员会，云南省人民政府官网，河南省人民政府官网，华安证券研究所

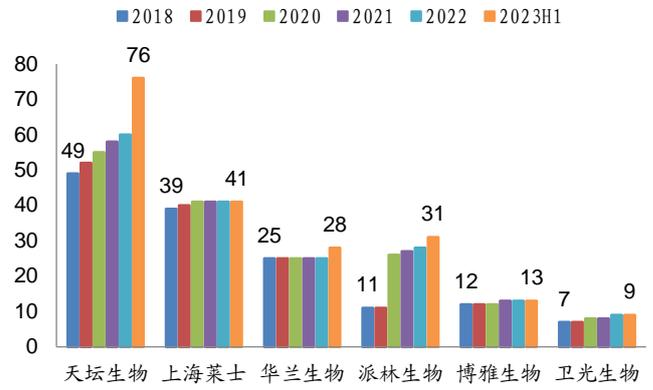
头部效益明显，浆站持有集中，行业集中度有望进一步提升。在政策环境影响下，国内血液制品企业并购重组事件频发，行业集中度随之提升。目前我国已形成天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物、派林生物为行业第一梯队的千吨级大型血液制品企业的竞争格局，浆站与近年来的新设浆站主要都集中在行业内这几家大型上市公司。近年来，随着企业采浆站快速扩张，原料血浆供应水平不断上升。截至 2023 年 6 月 30 日，天坛生物拥有浆站 102 家，在营浆站数量 76 家；上海莱士拥有浆站 42 家，在营浆站 41 家，2023H1 新获批浆站 1 家；华兰生物拥有浆站 32 家，在营浆站数量 28 家；派林生物拥有浆站 38 家，在营浆站 31 家；博雅生物拥有浆站 14 家，在营浆站数量 13 家；卫光生物拥有浆站 9 家，在营浆站 9 家。血浆供应只能来自于人体，且血制品的原料血浆只能由血制品企业控制的单采血浆站采集，因此血制品的稀缺资源属性凸显。**在血浆资源高度稀缺和行业高集中度背景下，拥有浆站数量较多的头部企业竞争优势明显。**随着国家政策支持以及行业自身发展，行业集中度将会进一步提高。

图表 12 2018-2023H1 各企业血浆站数量 (个)



资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

图表 13 2018-2023H1 各企业在营浆站数量 (个)



资料来源: 各公司年报, 华安证券研究所

2.2 市场需求旺盛, 未来增长可期

血制品适应症广泛, 不可替代性强。血液制品是将血液中不同的蛋白组分分离后制备成的各种产品, 按照功能和结构的不同, 血液制品可分为白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子。血液制品种类丰富, 适应症也比较广泛, 在某些重大疾病的预防和治疗及医疗急救等方面, 展现出其他药物无法替代的重要作用。其中, 白蛋白作为血浆中含量最多的蛋白, 是目前国内用量最大的血液制品, 广泛用于肿瘤、肝病、糖尿病等患者的治疗。

图表 14 主要血制品分类及用途

种类	产品名称	用途
白蛋白	人血白蛋白	失血创伤、烧伤引起的休克; 脑水肿及损伤引起的颅内压升高; 肝硬化及肾病引起的水肿或腹水; 低蛋白血症的防治等
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	用于常见病毒感染的被动免疫, 主要用于预防麻疹和病毒性肝炎
	静注人免疫球蛋白 (静丙)	增强免疫力, 治疗原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺乏症和自身免疫性疾病等
	冻干静注人免疫球蛋白	适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等
	乙肝免疫球蛋白	主要用于乙肝的被动免疫、治疗和肝移植等
凝血因子类	破伤风免疫球蛋白	主要用于预防和治疗破伤风, 尤其适用于对破伤风杆菌(TAT)有过敏反应者
	狂犬病免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒动物咬伤、抓伤患者的被动免疫
	人凝血酶原复合物	主要治疗先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症, 如乙型血友病等
	人凝血因子 VI	主要用于治疗甲型血友病和获得性凝血因子 VIII 缺乏而导致的出血症
	人凝血酶	局部止血药。辅助用于处理普通外科腹部切口, 肝脏手术创面和扁桃腺手术创面的渗血
凝血因子类	人纤维蛋白原	主要用于治疗异常纤维蛋白血症, 纤维蛋白原缺乏症
	人纤维蛋白粘合剂	局部止血药。辅助用于处理烧伤创面、普通外科腹部切口、肝脏手术创面和血管外科手术创面的渗血

资料来源: 各公司年报, 华安证券研究所

国内血制品人均使用量低。随着我国医疗条件的改善和人们健康意识的提高，国内血液制品的使用量和临床应用领域持续扩容，血液制品的需求也在逐年增加。从人均使用量情况来看，中国居民人均血液制品用量远低于国际发达国家水平，中国人血白蛋白人均年消耗小于 0.1g/年，免疫球蛋白人均年消耗小于 0.01g/年，而美国、加拿大、日本等地区人血白蛋白人均年消耗约 0.5g/年，免疫球蛋白人均年消耗约 0.04g/年。未来随着人口老龄化程度加剧和医疗水平提升，中国人均血制品使用量未来还有较大提升空间。

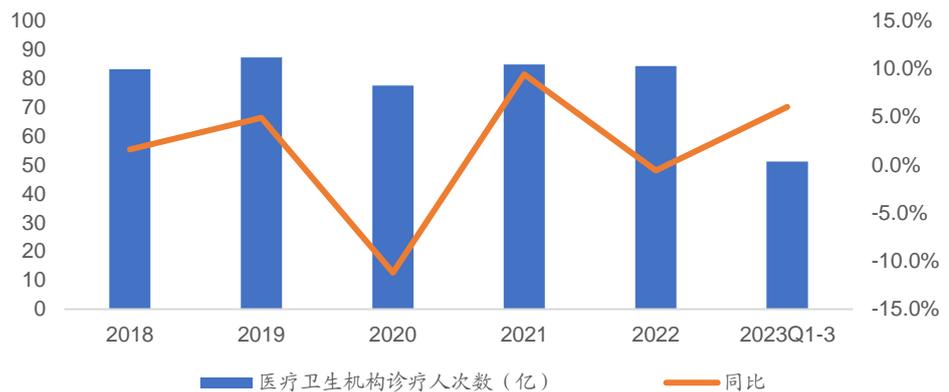
疫情影响消退，血制品市场需求复苏。2023 年随着疫情放开和经济复苏，医院就诊快速恢复，产品销售端市场需求复苏。根据国家卫健委数据，除 2020 年受疫情封控影响外，我国医疗卫生机构诊疗整体呈上升趋势。血制品常规需求持续回暖，批签发量随之增长。批签发方面，2023 年我国主要血制品品种批签发批次同比改善明显。2023 年，各血制品企业的人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等主要品种增势良好。

图表 15 全球部分地区血液制品人均消耗一览表

地区	人血白蛋白	免疫球蛋白	凝血因子类产品
美、加、日	0.5g/人/年 需求呈下降趋势	0.04g/人/年 需求呈上升趋势	>5IU 需求稳定
欧洲	0.1~0.3g/人/年 需求呈下降趋势	0.02~0.03g/人/年 需求呈上升趋势	1~3IU 需求上升
中国	<0.1g/人/年 需求呈上升趋势	<0.01g/人/年 需求呈上升趋势	<0.1IU 需求呈上升趋势

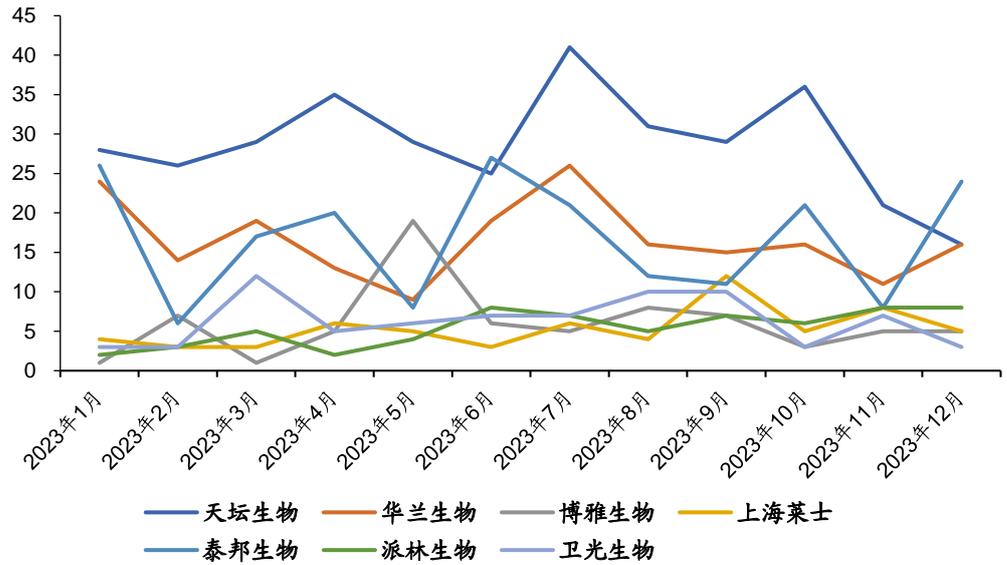
资料来源：卫光生物招股说明书，华安证券研究所

图表 16 2018-2023Q3 年我国医疗卫生机构诊疗情况 (亿, %)



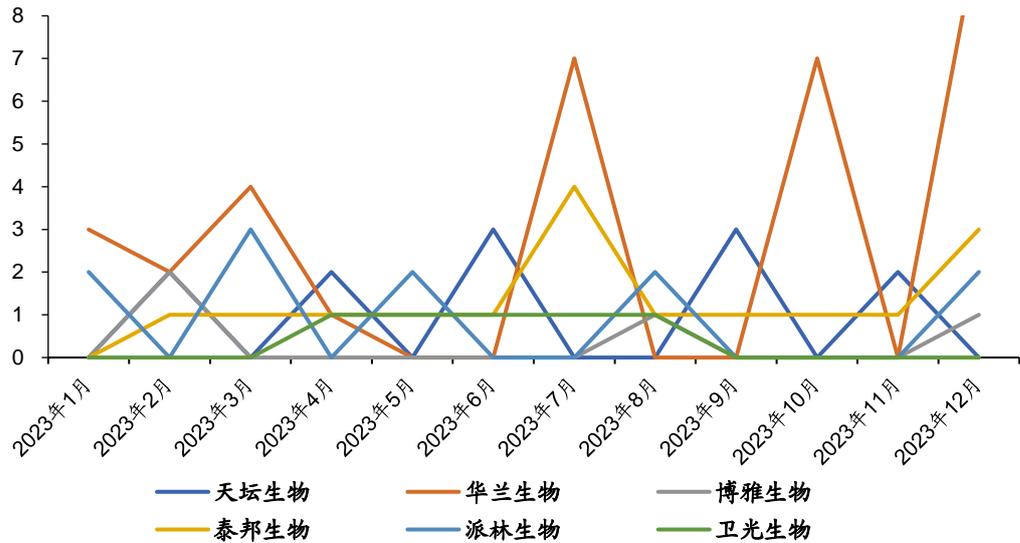
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，华安证券研究所

图表 17 人血白蛋白批签发数据 (批次)



资料来源：中检院，萝卜投研，华安证券研究所

图表 18 狂犬病人免疫球蛋白批签发数据 (批次)

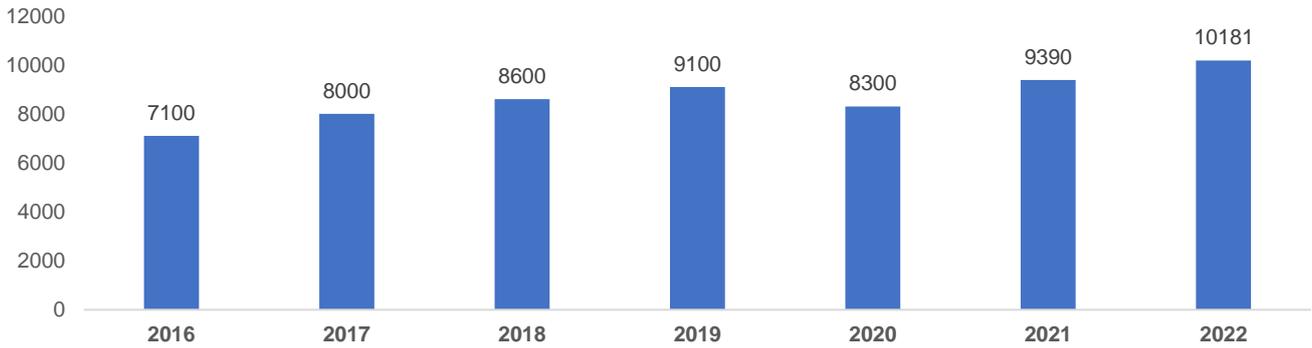


资料来源：中检院，萝卜投研，华安证券研究所

2.3 供需矛盾突出，采浆效率提升空间大

血浆供需缺口大，潜在空间有待开发。随着血液制品生产监管体系的不断完善，我国采浆量持续增长。2016-2022年，除2020年受疫情影响外，我国的采浆量呈现逐年上涨趋势，2022年采浆量上升至10181吨。随着需求端的上升，由于血浆采集的严格政策，我国血浆采集量与实际血浆需求量仍存在较大的差距。按国产及进口血液制品批签发数据估算，国内原料血浆需求量已超16,000吨/年，而2022年国内单采血浆站共采集血浆约10,181吨，目前国内原料血浆供应量及其增速已无法满足持续旺盛的市场需求，依靠进口解决供需矛盾，国内采浆量潜在空间有待开发。

图表 19 2016-2022 年我国血液制品采浆量 (吨)

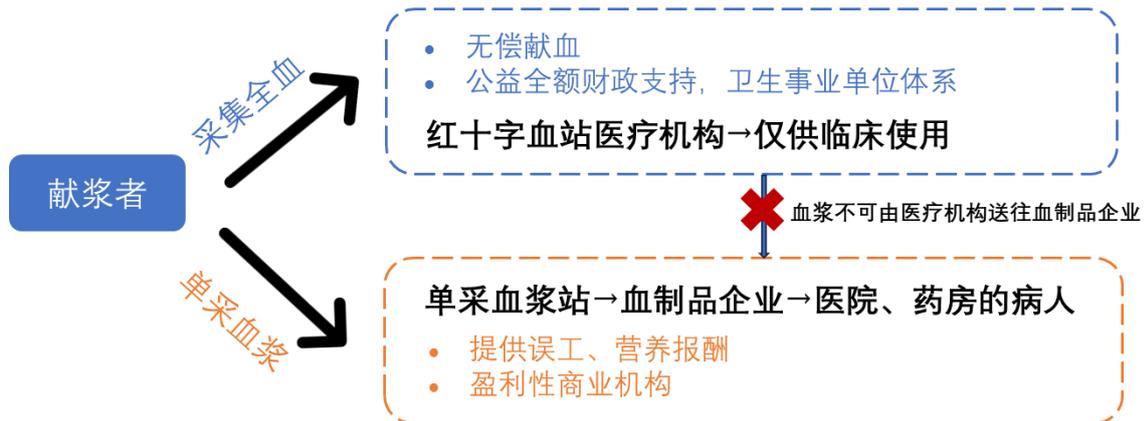


资料来源: 中检院, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

血制品行业实行“双轨制”，血浆综合利用率有待进一步提升。依据《血站管理办法》《单采血浆站管理办法》等相关法规，我国血液制品行业实现“双轨制”，即献血、献浆两套体系严格分离，医疗机构输血用血浆与企业生产成分血液制品无交集。在“双轨制”采血制度下，医疗机构输血（多数情况为仅输注浓缩的血细胞）后的剩余血浆不允许提供给企业，血液资源的利用度较低，血浆综合利用率有待进一步提升。

为了提高血浆的综合利用率，2008 年出台《单采血浆站管理办法》中规定，新增单采血浆站的公司注册的血液制品不得少于 6 个品种，承担国家计划免疫任务的企业不少于 5 个品种。2016 年，国家卫生及计划生育委员会颁布《关于促进单采血浆站健康发展的意见》，要求审批新增的单采血浆站向研发能力强、血浆综合剪用率高、管理规范的血液制品生产公司倾斜。这些法规及建议在一定程度上促进了国内企业对血浆的综合利用。

图表 20 我国血制品行业“双轨制”体系示意图



资料来源: 卫生部, 华安证券研究所

血液制品种类有待提高。在血浆量一定的情况下，企业从血浆中提取出的产品种类越多，血浆综合利用率就越高。根据中国血浆调查报告，血液中有 150 余种蛋白及因子，国外大型企业能够使用层析法分离 20 多种产品，我国血液制品企业的血浆提纯水平和综合利用水平较低，处于第一梯队的天坛生物、上海莱士、华兰生

物等企业只能分离 10-12 种，一般企业只能分离 3-4 种。分产品来看，各家公司均生产白蛋白、静丙两种主流产品。未来，随着新的蛋白分离纯化技术和方法的持续进步，大力研发新产品，国内血液制品品种将更加丰富，血浆利用率将逐步提升。

图表 21 各企业产品品种

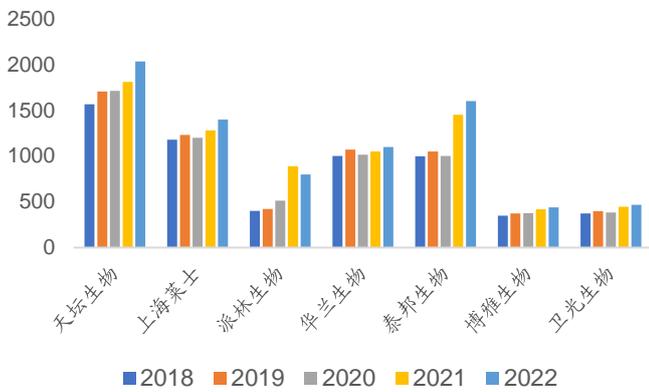
上市公司	子公司	白蛋白	丙球	静丙	冻干静丙	乙免	静注乙免	冻干乙免	冻干静注乙免
上海莱士	上海莱士	✓		✓					
	郑州莱士	✓	✓	✓		✓			
	同路生物	✓	✓	✓	✓	✓			
	浙江海康	✓	✓	✓		✓			
天坛生物	成都蓉生	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
	武汉血制	✓		✓					
	上海血制	✓		✓		✓			
	兰州血制	✓		✓					
	贵州血制	✓		✓					
	西安血制	✓		✓					
博雅生物	博雅生物	✓	✓	✓	✓	✓			
华兰生物	华兰生物	✓	✓	✓		✓			
	华兰重庆	✓	✓	✓		✓			
派林生物	广东双林	✓		✓					
	派斯菲科	✓		✓			✓		✓
卫光生物	卫光生物	✓	✓	✓	✓	✓			
上市公司	子公司	破免	狂免	组免	PCC	八因子	人凝血酶	纤原	纤原粘合剂
上海莱士	上海莱士				✓	✓	✓	✓	✓
	郑州莱士								
	同路生物	✓	✓		✓	✓			
	浙江海康								
天坛生物	成都蓉生	✓		✓	✓	✓			
	武汉血制	✓	✓						
	上海血制					✓		✓	
	兰州血制								
	贵州血制								
	西安血制								
博雅生物	博雅生物		✓		✓	✓		✓	
华兰生物	华兰生物	✓	✓		✓	✓		✓	✓
	华兰重庆	✓	✓						
派林生物	广东双林	✓	✓			✓			
	派斯菲科	✓	✓					✓	
卫光生物	卫光生物	✓	✓	✓				✓	

资料来源：中检院，各公司年报，华安证券研究所

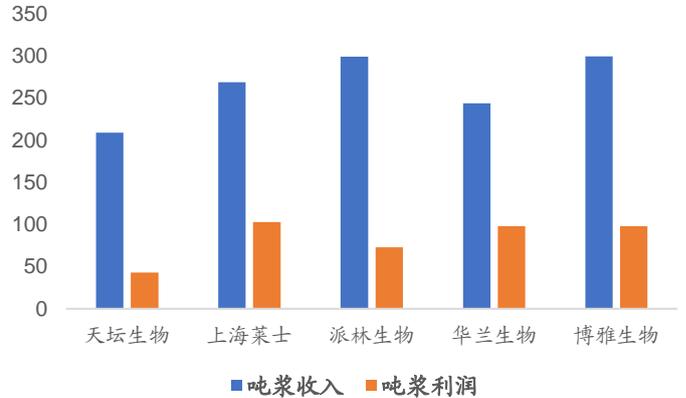
采集量和吨浆利润有望进一步提升。2022 年,前四家公司天坛生物、上海莱士、华兰生物和泰邦生物采集血浆均在 1000 吨以上,合计采浆占国内血浆采集量 60% 以上。血浆综合利用率决定公司的吨浆收入和吨浆利润水平。2022 年,上海莱士、派林生物和博雅生物的吨浆收入超过 260 万元,位列行业第一梯队。我们对主要血制品公司的吨浆盈利能力进行估算,通过对比 2022 年主要血制品公司的吨浆利润,上海莱士、博雅生物、华兰生物的吨浆利润较高,而天坛生物的吨浆利润较低,吨浆利润较低的主要原因系产品线不全。未来,随着各企业血浆综合利用率提升和随着越来越多新产品获批,吨浆利润还会继续提升。

血制品公司成长空间取决于采浆量(新浆站拓展能力)与经营效率(吨浆利润)提升。血制品行业供需缺口在未来一段时期内将持续存在,浆站数量与采浆效率提升有望逐步缓解供需失衡。从长期来看,血制品集采政策和行业的发展趋势向血浆增量、血浆综合利用率高的企业倾斜。

图表 22 2018-2022 年各企业年采浆量(吨)



图表 23 2022 年主要血制品公司吨浆收入和利润(万元/吨)



资料来源:卫健委,各公司年报,华安证券研究所

资料来源:各公司年报,公司公告,华安证券研究所测算
注:计算吨浆利润时归母净利代替血制品利润进行估算,上海莱士不包含进口血制品利润

3 核心品种优势凸显,积极并购保驾护航

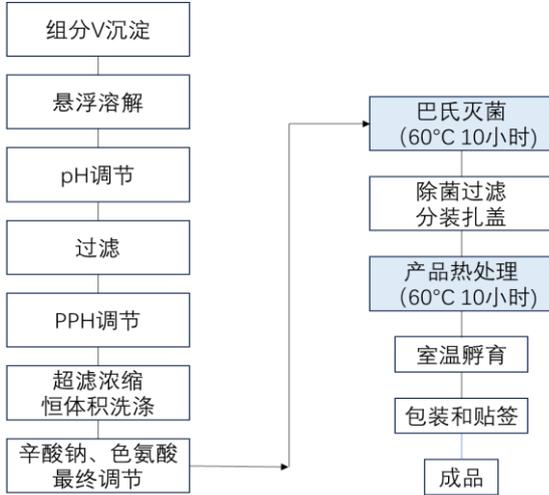
3.1 白蛋白:代理基立福人血白蛋白,市场增量空间可观

白蛋白是人血浆含量最多的蛋白质,只能由肝细胞合成,约 45g/L,占血浆总蛋白的 60%。白蛋白有多种生理功能,包括维持血浆胶体渗透压和免疫调节、运输与结合疏水性物质、维持微循环功能的完整性、对抗活性氧和活性氮类物质的毒性、清除自由基以及调节炎症反应等。临床上,人血白蛋白主要用于血容量不足(如失血创伤、烧伤引起的休克)的紧急治疗,治疗脑水肿及损伤引起的颅压升高,治疗肝硬化及肾病引起的水肿或腹水等等。

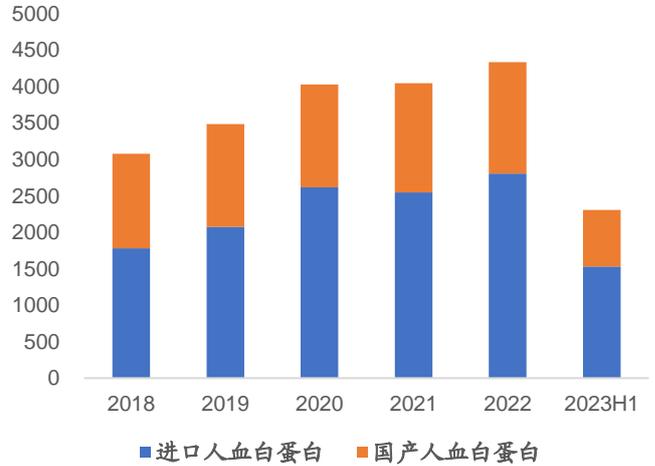
人血白蛋白分离纯化技术要求高,国内供应不足。从生产工艺看,人血白蛋白制品由健康人血浆经低温乙醇蛋白分离法(压缩过滤分离工艺)分离纯化并经 60 度加温灭活病毒后制成。目前,绝大多数国内外企业从血浆中分离纯化人血清白蛋白采用低温乙醇法。由于市场需求量大,单靠人血浆提取人血清白蛋白难以满足市场的需求,我国人血白蛋白供应依然不足。由于巨大的临床需求缺口,人血白蛋白是

我国唯一允许进口的血制品产品品类, 根据中检院数据显示, 2022 年国产人血白蛋白的批签发 1530 批次, 进口人血白蛋白的批签发 2807 批次, 超过一半需要进口, 国内人血白蛋白市场供应缺口大, 且进口占比越来越大。

图表 24 人血白蛋白分离过程



图表 25 进口与国产人血白蛋白批签发变化 (批次)



资料来源: 上海莱士招股说明书, 华安证券研究所

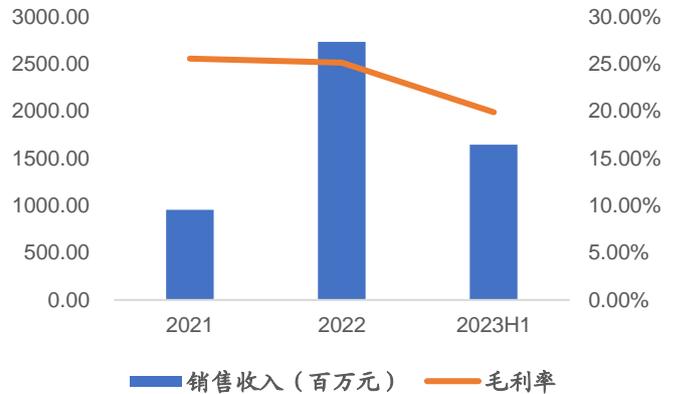
资料来源: 中检院, 华安证券研究所

代理基立福人白, 有望持续贡献业绩增量。2021 年, 公司与基立福签署了《独家代理协议》, 指定公司及下属公司为基立福白蛋白相关产品在中国大陆地区的独家经销商。基立福是欧洲最大的血浆产品公司, 也是全球血制品巨头之一。2022 年, 进口人血白蛋白批签发主要集中在几家大型的血制品企业, 批签发总量前 4 位的进口厂商分别为百特 (Baxter)、基立福 (Grifols)、杰特贝林 (CSL) 和奥克特珐玛 (Octa-pharma)。其中, 基立福 (Grifols) 获批 800 批, 占比 29.9%, 位列第二。2021 年到 2023H1, 公司进口白蛋白业务分别实现销售收入 9.6、27.3 和 16.4 亿元, 2021-2022 年销售毛利率超过 25%。国内人血白蛋白需求量大, 公司作为境外公司基立福的国内唯一代理, 人血白蛋白代理业务有望持续贡献业绩增量。

图表 26 2022 年进口人血白蛋白批签发占比 (%)



图表 27 公司代理人白销售收入和毛利率 (百万元, %)



资料来源: 医药魔方, 中检院, 华安证券研究所

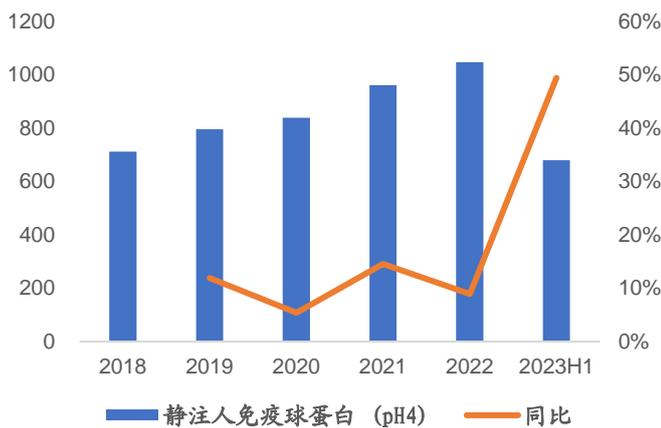
资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 静丙：疫情后需求向好，出海开拓国际市场

静脉注射人免疫球蛋白又称丙种球蛋白，简称丙球或静丙，是从大量健康人群混合血浆中纯化而来的血液制品，具有免疫调节和免疫替代的双重治疗作用，经静脉注射后，可迅速提高患者血液中的免疫球蛋白 G (IgG) 水平，从而增强机体的抗感染（病毒、细菌及其他病原体感染）能力和免疫调节功能。

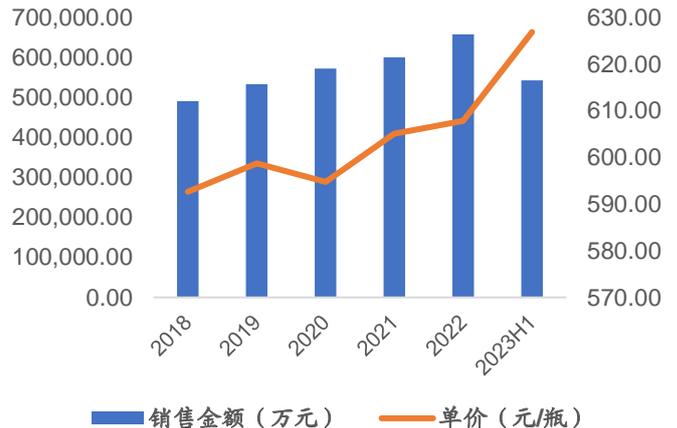
疫情期间静丙需求高增，行业有望保持高景气。2018-2022 年，静丙的批签发批次增长速度较快，2023H1 批签发 680 批次，同比增长 49.45%。药智网数据显示，2018-2022 年，样本医院静丙销售金额自 2018 年开始呈现逐年增长的态势，销售金额从 2018 年为 49.09 亿元，随后一路上升，至 2022 年，销售金额为 65.75 亿元。静丙的单价也有所上升，从 2018 年的 592.65 元上升到 2023H1 的 626.87 元。2021 年新冠感染率提升，入院的重症患者增多，导致对静丙需求量增高，静丙的单价提升明显。长期来看，新冠疫情提高了医患对静丙的认知及普及，即使疫情缓解后短期需求减弱，随着受到流感、支原体感染等呼吸系统感染疾病增多的影响，预计未来国内静丙需求仍将有明显增长，静丙发展前景向好。

图表 28 静丙批签发批次变化 (批次, %)



资料来源：中检院，华安证券研究所

图表 29 2018-2023H1 静丙样本医院销售情况 (万元, 元/瓶)



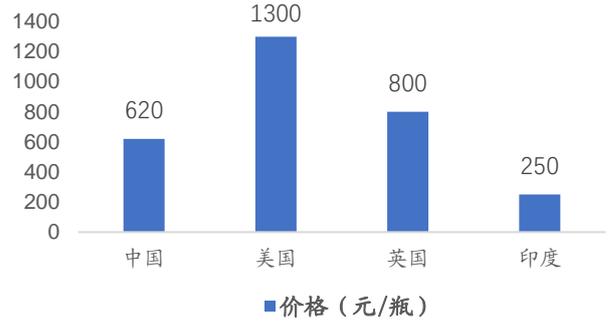
资料来源：药智网，华安证券研究所

静丙出海价量齐升，长期出口空间打开。新冠疫情期间，除了国内市场，欧美出口东南亚等国家血制品大幅下降导致海外非主流市场出现了血制品供应短缺，部分厂商以疫情为契机实现了静丙出海。海外市场，静丙是用量最大的品种，且售价更高。国内静丙价格接近 600 元，而同样规格的静丙在部分欧美发达国家的价格均高于国内静丙价格，静丙出口性价比高。

公司积极寻求合作伙伴开拓国际市场。公司是我国最早开拓海外市场的血液制品生产企业，也是国内出口规模最大的血液制品生产企业之一，主要出口产品为静注人免疫球蛋白，主要出口地区为东南亚、南美等地区。2022 年 2 月 8 日，子公司同路生物与基立福巴西签署了相关协议，向基立福巴西销售相关静注人免疫球蛋白产品，协议总金额为 16,000,000 美元。静丙海外市场需求旺盛且呈长期向好，静丙出海利于公司进一步打开成长天花板。

图表 30 全球血制品市场以静丙为主 (2016 年)

图表 31 海外静丙价格对比 (2.5g/瓶)



资料来源: MRB, 华安证券研究所

资料来源: CMS, medindia, 华安证券研究所

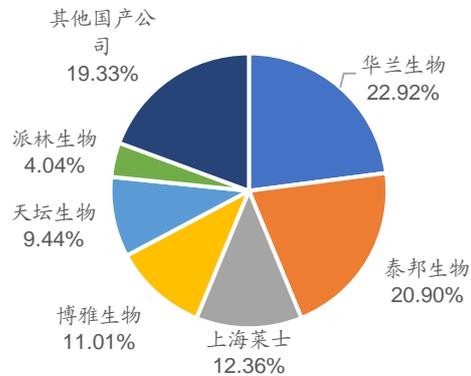
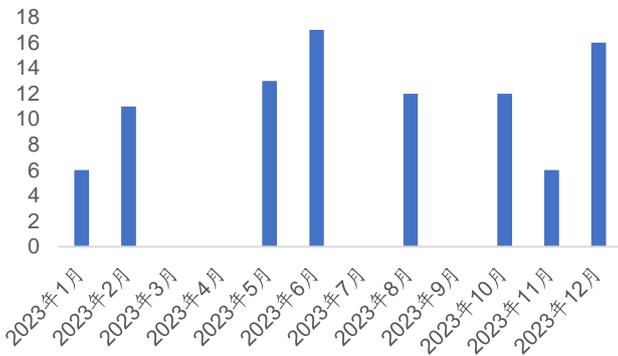
3.3 凝血因子类: 市占率较高, 增长潜力大

产品种类齐全, 收入贡献稳定。公司凝血因子类产品矩阵丰富, 是种类最齐全的生产企业。

公司于 2003 年批准生产的冻干人纤维蛋白粘合剂是国内唯一上市的同类品种; 此外人纤维蛋白原、凝血八因子等产品 23 年批签发批次增长明显, 2023 年 1-12 月我国人凝血因子 VIII 批签发 445 次, 其中上海莱士 55 次, 占比约为 12.36%; 上海莱士人纤维蛋白原 2023 年共获得批签发 93 批次, 具备广阔市场空间。未来, 公司将进一步提升原料血浆在凝血因子类产品的综合利用率, 逐步扩大凝血因子类产品市场份额。

图表 32 上海莱士人纤维蛋白原批签发数据 (批次)

图表 33 2023 年人凝血因子 VIII 批签发批次占比 (%)



资料来源: 中检院, 华安证券研究所

资料来源: 中检院, 华安证券研究所

3.4 加大存量浆站的挖潜, 浆源拓展工作实现新突破

公司单采浆站资源丰富。上海莱士通过并购不断进行外延发展, 以获得更多浆站。自 2014 年开始分别收购了邦和药业 (现郑州莱士)、同路生物和浙江海康。截至 2023 年中报, 公司及下属子公司、孙公司共拥有单采血浆站 42 家 (含 2023 年 2 月新获批 1 家)。其中, 上海莱士本部拥有 18 家浆站, 拥有 7 个品种; 同路生物拥有 19 家浆站, 9 个品种; 浙江海康拥有 3 家浆站, 4 个品种; 郑州莱士拥有 2 家浆站, 4 个品种。公司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。

图表 34 公司产品线情况

产品种类	产品名称	上海莱士	郑州莱士	同路生物	浙江海康
白蛋白类	人血白蛋白	√	√	√	√
免疫球蛋白类	人免疫球蛋白		√	√	√
	静注人免疫球蛋白 (pH4)	√	√	√	√
	冻干静注人免疫球蛋白 (pH4)			√	
	乙型肝炎人免疫球蛋白		√	√	√
	破伤风人免疫球蛋白			√	
	狂犬病人免疫球蛋白			√	
凝血因子类	人凝血酶原复合物	√		√	
	人凝血因子 VII	√		√	
	人凝血酶	√			
	人纤维蛋白原	√			
	人纤维蛋白粘合剂	√			
产品数		7	4	9	4

资料来源：公司半年报，华安证券研究所

公司浆站拓展工作加速推进。2018-2022 年，公司浆站数量保持 41 家。2023 年 2 月 17 日，公司披露了《关于全资子公司获批设置单采血浆站的公告》，公司全资子公司同路生物收到内蒙古自治区卫生健康委员会下发给乌兰察布市卫生健康委的《内蒙古自治区卫生健康委员会关于同意设置丰镇市同路单采血浆站的批复》同意同路生物在乌兰察布市丰镇市设置单采血浆站，公司拥有的浆站增至 42 家。

收购广西冠峰，拓展血浆资源。2023 年 11 月 10 日，根据公司公告，公司以 4.8 亿元的价格收购广西冠峰的 95% 股权，其核心资产包括一家位于广西壮族自治区南宁市的具有人血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、人免疫球蛋白三个产品品种、年产能为 200 吨血浆的血液制品生产企业，以及两个已经建成的单采血浆站。本次收购后公司浆站数量将增加至 44 家。广西冠峰系广西自治区唯一一家血液制品生产企业。广西自治区是全国采浆的传统大省，目前采浆量位列全国第二，血浆资源丰富，且单家单采血浆站年平均采浆量全国领先。收购广西冠峰有利于公司实现在广西壮族自治区的战略布局，进一步拓展广西壮族自治区优良的血浆资源，为打造一个融合行业最新前沿技术的血液制品生产基地奠定良好的基础。

3.5 海尔战略入股，推动行业的创新发展

海尔集团入股，为公司发展注入新活力。2023 年 12 月 29 日，海尔集团与公司股东 Grifols 签署《战略合作及股份购买协议》，以总价 125 亿元的价格收购基金立福持有的上海莱士 20% 股份并合计获得 26.58% 的表决权。近年来，海尔着力布局大健康产业赛道，将科技创新与大健康产业有机结合，打造了盈康一生大健康生态品牌，盈康一生还拥有海尔生物和盈康生命两家上市公司。盈康一生始终以用户的需求为中心，深耕生物科技、医疗器械、医疗服务等领域，在血浆血液成分采集、存储、制备、冷链运输及临床应用等领域形成了产业生态。此次战略合作的达成是海尔集团深入医疗健康核心领域的关键进程，公司对安全、质量和创新的追求，与海尔以用户为中心、追求卓越的理念相辅相成。公司并入海尔系后，借助海尔集团的研发以及一体化优势，有望继续做大做强血液制品产业。

图表 35 盈康一生业务领域



资料来源：海尔集团官网，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

公司的业务可以分为代理血制品、自产血制品、检测设备及试剂两大板块，其中自产包括自产白蛋白、静丙、其他血液制品（凝血因子类等），我们认为：1）代理板块，公司代理基立福白蛋白收入增速预计稳定增长，毛利率预计与历史水平持平；2）自产板块，a.自产白蛋白、静丙等产品在 23 年需求阶段性增加叠加去库存，预计 23 年增速高于采浆量；24 年考虑高基数给予平稳增长，25 年逐步恢复；b.其他血液制品，考虑到公司在凝血因子类产品布局较早，产品矩阵完善，收入增速预计保持稳定；3）检测设备及试剂板块，公司 2022 年新增 GDS 代理，我们认为由于前期体量较小，收入增速有望保持高增，毛利率保持稳定。

图表 36 公司收入预测 (rmb mn)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6567.20	7684.71	8395.12	9250.59
总营收 yoy%	53.16%	17.02%	9.24%	10.19%
整体毛利率	44.16%	43.66%	42.51%	41.99%
1) 代理白蛋白	2734.19	3226.34	3710.29	4155.52
代理 yoy%	185.97%	18.00%	15.00%	12.00%
代理毛利率	25.12%	25.00%	25.00%	25.00%
2) 自产白蛋白	1489.50	1608.66	1729.31	1850.36
自产白蛋白 yoy%	23.50%	8.00%	7.50%	7.00%
3) 静丙	1313.33	1681.06	1647.44	1812.18
静丙 yoy%	23.05%	28.00%	-2.00%	10.00%
4) 其他血制品	967.83	1045.25	1123.65	1202.30
其他血制品 yoy%	-8.28%	8.00%	7.50%	7.00%
自产产品毛利率	58.37%	58.22%	57.82%	57.45%
其中：检测设备及试剂	61.04	122.08	183.12	228.90

检测设备及试剂 yoy%		100.00%	50.00%	25.00%
其中: 其他业务收入	1.32	1.32	1.32	1.32
其他业务收入 yoy%	-56.07%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: wind, 华安证券研究所; 其中自产毛利率涵盖产品 2) 自产白蛋白+3) 静丙+4) 其他血制品

4.2 投资建议

从行业角度看, 血制品行业监管严格、进入壁垒高, 玩家较为固定, 采浆量与献浆密切相关, 增长较为稳定; 随着十四五政策进入后期, 新批浆站进程有望加快。最近一段时间行业内并购整合频发, 行业集中度有望进一步提高, 公司在较为友好的环境下有望更加积极并购整合资源 (如收购广西冠峰)。新冠后静丙、人白等产品需求阶段性爆发, 23 年各公司库存消化较快, 近期呼吸道疾病新一轮爆发, 需求端或将再次面临供不应求的局面, 重点产品量价齐升。未来随着血制品临床价值认知的持续提高, 以及分离提纯技术的提高所带来的产品迭代, 血制品市场规模有望进一步扩大, 需求有望加速增长。

公司是采浆量行业前三的大型血制品企业, 产品矩阵完善, 2014 年以来通过收购邦和药业、同路生物、浙江海康、广西冠峰等企业持续拓展业务版图, 截至 23 年末公司共有 44 家单采血浆站 (包含收购的广西冠峰 2 家), 5 个生产基地 (上海、郑州、合肥、温州、南宁)。近日公司公告实控人变为海尔集团, 结束了此前无实控人的状态, 海尔集团将拥有公司 9 个董事会席位中的 5 个。海尔集团是深耕山东、业务辐射全球的大型集体所有制企业, 业务横跨生物医药、智慧家居等多个板块, 近年来进军医疗大健康产业并拥有海尔生物和盈康生命 2 家上市公司, 本次入主有望助力公司提高山东区域品牌影响力和市占率, 加速获取新浆站, 进而带来采浆量的新增长点。

我们看好公司在行业内的领军地位, 海尔入主后有望持续为其在浆站资源等方面进行赋能, 采浆量有望进一步增加。我们预计 2023~2025 年公司 will 实现营业收入 76.85/83.95/92.51 亿元 (同比+17.02%/9.24%/10.19%); 将实现归母净利润 23.59/24.66/26.43 亿元 (+25.5%/4.5%/7.2%), 对应 PE 18.67/17.86/16.67x, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示:

浆站拓展不及预期; 政策不确定性风险; 商誉减值风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8473	10328	13000	15875	营业收入	6567	7685	8395	9251
现金	3977	5278	6756	8229	营业成本	3667	4330	4826	5366
应收账款	707	811	886	976	营业税金及附加	33	38	42	46
其他应收款	7	11	12	13	销售费用	373	446	495	555
预付账款	41	87	97	107	管理费用	333	384	420	463
存货	3269	3608	4692	5962	财务费用	-41	-40	-53	-68
其他流动资产	472	533	558	588	资产减值损失	-208	0	0	0
非流动资产	21985	22765	22762	22751	公允价值变动收益	18	0	0	0
长期投资	14930	14930	14930	14930	投资净收益	412	461	462	463
固定资产	1202	1223	1235	1240	营业利润	2279	2834	2963	3175
无形资产	175	165	155	145	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	5676	6447	6441	6435	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	30458	33093	35762	38627	利润总额	2274	2834	2963	3175
流动负债	1625	1901	2097	2310	所得税	401	468	489	524
短期借款	0	0	0	0	净利润	1873	2366	2474	2651
应付账款	1138	1323	1475	1640	少数股东损益	-7	7	7	8
其他流动负债	487	578	622	671	归属母公司净利润	1880	2359	2466	2643
非流动负债	20	18	18	17	EBITDA	2199	2937	3060	3265
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.28	0.36	0.37	0.40
其他非流动负债	20	18	18	17					
负债合计	1645	1919	2115	2328					
少数股东权益	-5	2	9	17					
股本	6741	6645	6645	6645					
资本公积	14560	14395	14395	14395					
留存收益	7517	10131	12598	15241					
归属母公司股东权益	28819	31172	33639	36282					
负债和股东权益	30458	33093	35762	38627					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1726	1780	1163	1158	成长能力				
净利润	1873	2366	2474	2651	营业收入	53.2%	17.0%	9.2%	10.2%
折旧摊销	195	143	150	158	营业利润	46.6%	24.4%	4.5%	7.2%
财务费用	-98	0	0	0	归属于母公司净利	45.2%	25.5%	4.5%	7.2%
投资损失	-412	-461	-462	-463	获利能力				
营运资金变动	-57	-276	-999	-1189	毛利率 (%)	44.2%	43.7%	42.5%	42.0%
其他经营现金流	2155	2651	3473	3840	净利率 (%)	28.6%	30.7%	29.4%	28.6%
投资活动现金流	-1130	-467	315	316	ROE (%)	6.5%	7.6%	7.3%	7.3%
资本支出	-223	-249	-149	-149	ROIC (%)	5.7%	7.5%	7.2%	7.1%
长期投资	-947	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	40	-218	464	465	资产负债率 (%)	5.4%	5.8%	5.9%	6.0%
筹资活动现金流	-193	-12	-1	-1	净负债比率 (%)	5.7%	6.2%	6.3%	6.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	5.22	5.43	6.20	6.87
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.16	3.48	3.90	4.23
普通股增加	0	-95	0	0	营运能力				
资本公积增加	1	-165	0	0	总资产周转率	0.23	0.24	0.24	0.25
其他筹资现金流	-194	249	-1	-1	应收账款周转率	11.18	10.12	9.89	9.93
现金净增加额	414	1301	1477	1473	应付账款周转率	3.49	3.52	3.45	3.45

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人: 陈珈蔚, 研究助理, 主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。