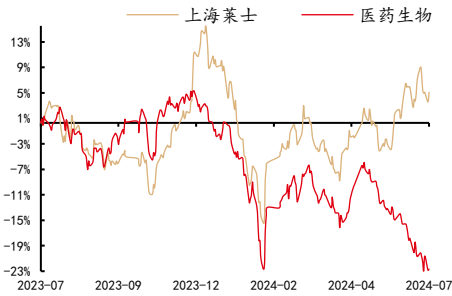


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	7.67
总股本/流通股本(亿股)	66.45 / 66.43
总市值/流通市值(亿元)	510 / 510
52周内最高/最低价	8.47 / 6.20
资产负债率(%)	7.1%
市盈率	28.41
第一大股东	Grifols,S.A.

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 陈成
SAC 登记编号: S1340524020001
Email: chencheng@cnpsec.com

上海莱士(002252)

海尔控股迈入发展新阶段，浆站拓展值得期待

● 具备丰富并购整合经验，盈利能力优秀，稳居行业第一梯队

公司上市后通过外延并购发展壮大，共拥有 5 张血制品牌照，具备丰富的并购整合经验。2023 年 44 家浆站、1500 吨采浆量均处于行业第一梯队。公司自产血制品收入规模从 2019 年 25.85 亿元增长至 2023 年的 43.17 亿元，CAGR 为 13.68%，白蛋白、静丙和其他血制品收入占比分别为 33.1%、41.8%和 25.0%，因子类产品中纤原和八因子市占率领先且具备独家产品纤维蛋白粘合剂。均衡的产品结构和优秀的销售能力使得公司自产血制品毛利率水平接近 60%，盈利能力处于行业前列。2021 年后代理白蛋白业务贡献较大收入增量，2023 年代理业务实现收入 35.04 亿。代理业务与基立福再续签十年，确定性和持续性有所保障。

● 血制品行业国资控股趋势明显，行业集中度将加速提升

2023 年我国采浆量超过 12000 吨，随着十四五规划浆站的陆续开采和群众献浆意识的提升，供给端增速提升。血制品整体需求端持续稳健增长，静丙等部分产品供不应求，价格体系较为稳定。由于供给侧的局限性，血制品两次区域联盟集采降幅较为温和。供给侧良好增长加上需求端持续向好，企业业绩端有望进入兑现期。近年来国资陆续控股血制品企业，国企及央企背景的血制品上市公司具备更强的资金实力和拓浆能力，行业集中度有望加速提升。

● 海尔集团正式控股，上海莱士有望迈入发展新阶段

2024 年 6 月，海尔与基立福正式完成股权交割，海尔集团成为公司实控人，上海莱士长期无实控人的状况得以扭转。海尔集团布局智慧住居、大健康 and 产业互联网三大板块，其中大健康板块共有 3 家上市公司，分别为海尔生物、盈康生命和上海莱士，海尔生物具备智慧用血综合解决方案，盈康生命致力于打造健康生态，业务上均与上海莱士血制品有良好协同增效。公司目前共有浆站 44 家，其中在营浆站 41 家，1 家新建和 2 家收购浆站有望于明年陆续开采。海尔的控股将助力公司新浆站的开拓，十五五阶段有望看到海尔集团对上海莱士浆站赋能效应显现，公司采浆端长期稳健增长可期。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 22.94/26.49/30.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.40/0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 22.5/19.4/16.7 倍，维持推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示：

采浆量不及预期风险；产品销售不及预期风险；新品上市不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7964	8684	9955	11401
增长率(%)	21.27	9.04	14.65	14.52
EBITDA(百万元)	2504.79	2858.02	3272.78	3785.25
归属母公司净利润(百万元)	1779.48	2293.73	2649.44	3085.05
增长率(%)	-5.35	28.90	15.51	16.44
EPS(元/股)	0.27	0.35	0.40	0.46
市盈率(P/E)	28.94	22.45	19.44	16.69
市净率(P/B)	1.74	1.62	1.51	1.40
EV/EBITDA	19.63	15.99	13.35	10.90

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（数据截至日期为2024年7月10日）

目录

1 公司稳居血制品行业第一梯队，海尔集团控股焕发新生.....	6
1.1 公司通过外延并购不断发展壮大.....	6
1.2 海尔集团正式控股，公司进入发展新阶段.....	7
1.3 与基立福签订多方面长期合作协议.....	8
1.3 股权激励设立稳健增长目标.....	10
2 血制品行业持续高景气度，十四五进入关键发展阶段.....	10
2.1 行业准入壁垒高，血制品牌照具备稀缺性.....	10
2.2 采浆量快速增长，浆站数量和单站采浆量快速提升.....	11
2.3 血制品维持良好价格体系，受集采政策影响相对较小.....	12
2.4 血制品行业国资控股趋势明显.....	13
3 盈利能力优秀，看好海尔集团对公司浆站资源的助力赋能.....	14
3.1 收入持续稳健增长，盈利能力处于行业较高水平.....	14
3.2 公司浆站数量多、分布广.....	16
3.3 产品数量居于行业前列，在研管线较为丰富.....	18
3.4 产品结构均衡，盈利能力优秀.....	19
4 盈利预测与投资建议.....	21
5 风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司并购历程.....	7
图表 3: 海尔集团成为上海莱士实控人.....	7
图表 4: 海尔集团三大主营业务板块.....	8
图表 5: 海尔集团大健康板块旗下上市公司.....	8
图表 6: 上海莱士与基立福合作历程.....	9
图表 7: 公司第一期员工持股计划考核目标.....	10
图表 8: 血制品全流程实行强监管.....	11
图表 9: 2023 年我国采浆量超过 12000 吨.....	11
图表 10: 2023 年我国在采浆站数增加 33 家.....	11
图表 11: 我国平均单站采浆量稳步提升.....	12
图表 12: 公司 2023 年 44 家浆站数量位列第二.....	12
图表 13: 公司 2023 年采浆量超 1500 吨位列第二.....	12
图表 14: 血制品区域联盟集采价格变化情况.....	13
图表 15: 央企或者地方国资主导的收购趋势明显.....	13
图表 16: 上海莱士具有 5 张血制品牌照位于行业第二.....	14
图表 17: 公司近三年营业收入实现快速增长.....	15
图表 18: 2021 年后进口白蛋白贡献较大收入增量.....	15
图表 19: 公司扣非净利润端呈现一定波动.....	15
图表 20: 投资收益波动影响净利润表现.....	15
图表 21: 毛利率伴随产品结构变化.....	16
图表 22: 代理业务毛利水平较低.....	16
图表 23: 近三年净利率水平较为稳定.....	16
图表 24: 公司四项费用控制良好.....	16
图表 25: 公司下属 44 家浆站分布在 11 个省份.....	16
图表 26: 公司 2023 年新增 3 家浆站.....	17
图表 27: 单站采浆量稳步增长.....	17
图表 28: 公司产品数量位于行业前列.....	18
图表 29: 公司在研产品种类丰富.....	18
图表 30: 公司自产血制品整体维持良好增长.....	19
图表 31: 公司自产血制品收入结构较为均衡.....	19
图表 32: 公司 2023 年自产血制品业务毛利率位居行业前列.....	20
图表 33: 公司三大类自产血制品收入和毛利率.....	20
图表 34: 公司凝血八因子批签发占比维持良好.....	21
图表 35: 公司纤维蛋白原批签发占比较高.....	21

图表 36: 公司采浆量预测..... 21

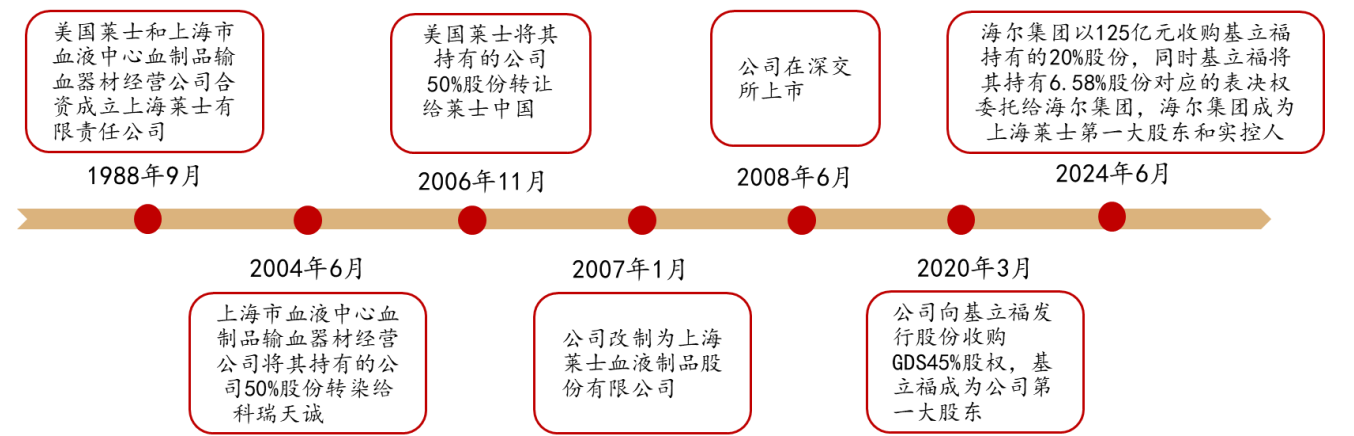
1 公司稳居血制品行业第一梯队，海尔集团控股焕发新生

上海莱士成立于1988年，2008年于深圳证券交易所上市，是一家集原料血浆采集、血液制品研发、生产、销售于一体的国内血液制品领先企业。公司拥有5张血制品牌照（上海莱士、郑州莱士、同路生物、浙江海康、广西冠峰），下属子公司、孙公司共计拥有单采血浆站44家，拥有白蛋白、球蛋白、因子类三大类12种血制品。公司在浆站数量、牌照数量和产品数量上均位于国内前列，综合实力强。

1.1 公司通过外延并购不断发展壮大

1988年9月，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在上海合资成立上海莱士有限责任公司。2004年6月，上海市血液中心血制品输血器材经营公司将其持有的公司50%股份转让给科瑞天诚投资控股有限公司。2006年11月，美国莱士将其持有的公司50%股份转让给莱士中国。2007年1月，公司改制为上海莱士血液制品股份有限公司，并于2008年6月在深交所成功上市。2020年3月，公司以向基立福发行股份方式完成对其下属子公司GDS 45%股权的收购，收购完成后基立福持有公司26.2%股份，成为第一大股东。2021年8月，科瑞天诚及其一致行动人、莱士中国及其一致行动人合计持有的公司股份比例低于基立福持有的公司股份比例，上海莱士进入无控股股东、无实际控制人状态。2024年6月，海尔集团以125亿元收购基立福持有的20%股份，同时基立福将其持有6.58%股份对应的表决权委托给海尔集团，海尔集团成为上海莱士第一大股东和实控人，共计持有26.58%股份所对应的表决权。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

公司上市后陆续通过外延并购发展壮大，跻身血制品行业第一梯队。2014年1月，公司定增发股收购郑州莱士100%股份；2014年12月，公司定增发股收购同路生物89.77%股权；2016年11月，公司现金收购同路生物剩余10.23%股权，同路生物成为公司全资子公司；2016年12月，子公司同路生物现金收购浙江海康90%股权；2023年11月，公司现金收购广西冠峰95%股权。截至目前，公司共有5张血制品牌照，牌照数量位于行业前列，仅次于天坛生物。借助内生增长和外延并购，公司血制品业务不断发展壮大，具备丰富的并购整合和经营管理经验。

图表2：公司并购历程



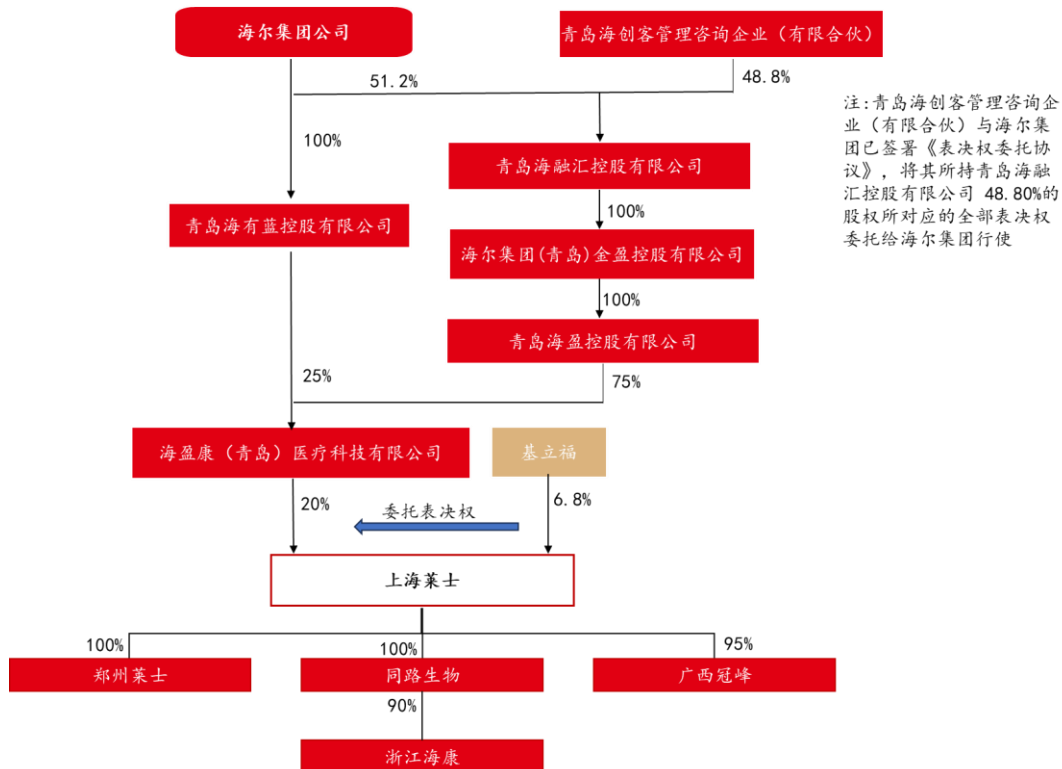
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

1.2 海尔集团正式控股，公司进入发展新阶段

2023年12月29日，上海莱士与第一大股东基立福、海尔集团签署《战略合作及股份购买协议》，海尔集团或其指定关联方拟协议收购基立福持有的132909.62万股（占公司总股本的20.00%），转让价款125亿元；同时，基立福将其持有的剩余公司43706.97万股对应的表决权委托予海尔集团或其指定关联方行使。

2024年1月21日，经基立福与海尔集团协商一致，海尔集团指定全资孙公司海盈康（青岛）医疗科技有限公司作为上述协议项下的承继方，海尔集团、海盈康与基立福重新签订了《经修订及重述的战略合作及股份购买协议》。本次交易完成后，海尔集团合计控制上市公司176616.58万股股份（占总股本26.58%）所对应的表决权，成为上市公司实际控制人。2024年6月18日，上海莱士发布关于公司股东协议转让公司股份进展暨完成过户登记的公告，公司已完成相关股份的过户登记手续，海尔集团正式控股上海莱士，公司自2021年8月起无实控人的状态得以扭转。

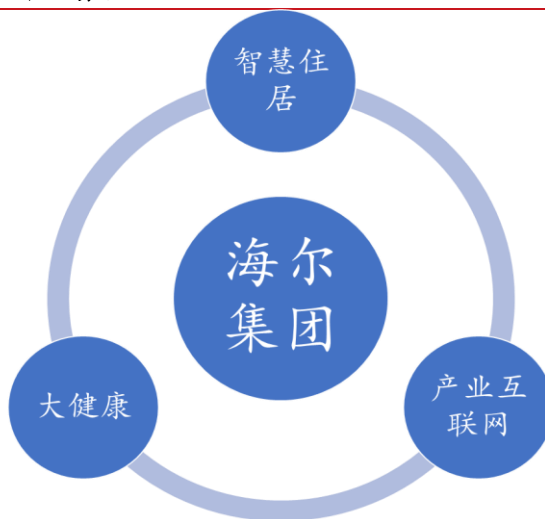
图表3：海尔集团成为上海莱士实控人



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

海尔集团创立于 1984 年，聚焦实体经济，布局智慧住居、大健康和产业互联网三大板块。其中集团大健康板块致力于为全球用户提供生物安全与生命科学高端装备、聚焦临床痛点的医疗器械、临床使用的生物制品。2023 年，海尔集团实现全球收入 3718 亿元，增长 6%，利润总额 267 亿元，增长 6%，收入利润持续稳健增长。大健康生态下共有 3 家上市公司，分别为海尔生物、盈康生命和上海莱士。海尔生物具备智慧用血综合解决方案，盈康生命致力于打造健康生态，业务上均与上海莱士血制品有良好协同关系。

图表4：海尔集团三大主营业务板块



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

图表5：海尔集团大健康板块旗下上市公司



资料来源：公司官网、中邮证券研究所

1.3 与基立福签订多方面长期合作协议

基立福是全球血制品行业的领军企业，总部位于西班牙，在全球 30 多个国家和地区设立分公司，产品和服务销往全国 110 个国家和地区。2023 年，基立福全年实现销售额 65.92 亿

欧元 (+11%)，其中生物制药实现收入 55.58 亿欧元 (+13.3%)，血浆供应量全年增长 10%。作为全球前五大血制品企业之一，基立福在血制品研发、生产、销售上具备丰富经验。

2019 年起，上海莱士与基立福在质量管理、技术研发、销售渠道等多个领域开展多项合作，建立了深入的合作关系。2019 年，公司与基立福等签订了《排他性战略合作总协议》，根据协议约定，双方将在生产质量规范、知识产权、技术研发、管理经验、销售渠道、工程和协作服务等多个领域展开深入合作。2020 年，公司完成与基立福的战略并购，并购重组后上海莱士拥有基立福下属子公司 GDS 45% 的股权，基立福成为持有公司 26.20% 股份的第一大股东。2021 年，公司与基立福签订独家代理协议，基立福方指定上海莱士及下属公司同路生物等为其白蛋白相关产品的独家经销商。2022 年，公司与关联方 GDS 签订独家经销协议，GDS 指定上海莱士及下属公司同路生物等为其血液筛查系统、血液筛查检测试剂以及血液筛查试剂盒产品在中国大陆地区的独家经销商。

图表6：上海莱士与基立福合作历程

2019年	2020年	2021年	2022年	2024年
<ul style="list-style-type: none"> 上海莱士与基立福在质量管理、技术研发、销售渠道等多个领域开展多项合作，建立了深入的合作关系。同年，公司与基立福等签订了《排他性战略合作总协议》，根据协议约定，双方将在生产质量规范、知识产权、技术研发、管理经验、销售渠道、工程和协作服务等多个领域展开深入合作。 	<ul style="list-style-type: none"> 公司完成与基立福的战略并购，并购重组后，上海莱士拥有基立福下属子公司GDS 45%的股权，基立福成为持有公司26.20%股份的第一大股东。 	<ul style="list-style-type: none"> 公司与基立福签订独家代理协议，基立福方指定上海莱士及下属公司同路生物等为其白蛋白相关产品的独家经销商。 	<ul style="list-style-type: none"> 公司与关联方 GDS 签订独家经销协议，GDS 指定上海莱士及下属公司同路生物等为其血液筛查系统、血液筛查检测试剂以及血液筛查试剂盒产品在中国大陆地区的独家经销商。 	<ul style="list-style-type: none"> 上海莱士与基立福签订《独家代理协议的第九次修正案》和《排他性战略合作总协议》，与基立福的独家代理协议自2024年6月18起十年内保持完全有效，并且上海莱士有权通过在初始期限届满前提前至少六个月事先书面通知基立福全球，将协议期限另行续展十年。

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2023 年 12 月 29 日，上海莱士与基立福和海尔集团签署的《战略合作及股份购买协议》中也就基立福合作的其他事项进行相关约定。一、GDS:基立福承诺 GDS 在 2024 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日期间累计 EBITDA 将不低于 8.5 亿美元，否则会向上海莱士进行补偿；二、代理白蛋白：基立福签署一份白蛋白独家代理协议修订协议，将现有白蛋白独家代理协议的期限修改为十年，自交割日起生效，并授予上海莱士对该协议再次续延十年的权利；三、其他血液产品：基立福承诺，除了现行有效的白蛋白独家代理协议涵盖的产品之外，若基立福或其关联方计划在中国市场推广、销售或分销基立福或其关联方在生物科学和诊断领域的任何血液产品，则须授予上海莱士对该等基立福或关联方血液产品在中国独家经销的优先报价权；四、排他性战略合作总协议：基立福承诺与上海莱士以及买方签署一份新的排他性战略合作协议，在生物科学和诊断领域，就基立福在中国目前已有和未来开展的所有业务经营达成排他性合作和战略合作关系。

2024 年 6 月 18 日，海尔与基立福完成股权交割，上海莱士与基立福签订《独家代理协议的第九次修正案》和《排他性战略合作总协议》。《独家代理协议的第九次修正案》中明确，上海莱士与基立福的独家代理协议自 2024 年 6 月 18 日起十年内保持完全有效，并且上海莱士有权通过在初始期限届满前提前至少六个月事先书面通知基立福全球，将协议期限另行续展十年。同时，独家代理协议中双方也对 2024 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日期间适用的最

低年度数量达成一致意见，并且将在不迟于 2028 年底前六个月对 2029 年 1 月 1 日后的接下来五年应适用的最低年度数量进行善意讨论并达成协议，但该等最低年度数量不得低于本协议所列的 2028 年最低年度数量。价格方面，基立福全球应保证 2024 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日产品的价格不高于基立福全球过往在交割日前收取的价格，以及届时的市场上具有竞争力的价格。

在代理白蛋白业务之外，公司还与基立福在其他领域深化合作。根据《排他性战略合作协议》，1) 产品经销方面，未来基立福或其指定关联方将成为莱士静脉注射免疫球蛋白 (IVIG) 在中国境外的经销商；2) 研发创新方面，双方将就血浆产品或其他涉及各自业务活动的产品和/或服务相关的研究、开发和/或创新活动可能开展的合作；3) 联合研发方面，双方约定共同设计和开发某些合作产品，包括但不限于尚未在中国市场上大规模生产并应用于临床的血源性和非血源性产品，以及公司现有血液产品的适应症扩展；4) 核酸检测方面，莱士应继续使用基立福的核酸检测技术对血浆样品进行检测，且莱士及其关联方被指定为 GDS 血液筛查系统、血液筛查化验和血液筛查试剂盒在中国的独家代理。

1.3 股权激励设立稳健增长目标

2023 年 8 月，公司发布第一期员工持股计划。本次员工持股计划的股份规模不超过 3377 万股，约占当前公司总股本的 0.50%，购买公司回购股份的价格为 3.61 元/股。参加本员工持股计划的员工初始人数不超过 272 人，其中包括公司董事、监事、高级管理人员 7 人。员工持股计划首次授予权益部分以 2023 年至 2025 年三个会计年度作为业绩考核年度，对 2023-2025 年的收入和研发项目进行考核。

从收入上看，2023、2024 和 2025 年考核目标分别为累计 74 亿、160 亿和 250 亿，或是在 2024 和 2025 年创新型生物制品或改良型生物制品获批临床。按照收入考核目标，公司 2023 年考核目标已完成（公司 2023 年实现收入 79.6 亿）；2024 年和 2025 年若分别实现 80.4 亿以上和 90 亿以上收入即可完成收入考核目标。

图表7：公司第一期员工持股计划考核目标

考核年份	业绩考核目标
2023	2023 年营业收入不低于 74 亿元；
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；
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、中邮证券研究所

2 血制品行业持续高景气度，十四五进入关键发展阶段

2.1 行业准入壁垒高，血制品牌照具备稀缺性

为遏制和防止艾滋病，我国从 2001 年起不再批准新的血液制品生产企业，目前我国共有约 30 家具备生产资质的血制品企业，行业具备高壁垒，竞争格局稳定，没有新进入者。同时，鉴于血液制品的特殊性和极高的安全性要求，我国对血制品实行全流程严格监管，对单采血浆站审批设立及管理、原料血浆采集、血浆检疫期制度及质量检测、血液制品生产和产品批签发

上市销售等每个环节均有严格的监管限制。强监管下，我国血制品行业已进入规范健康发展轨道。

图表8：血制品全流程实行强监管



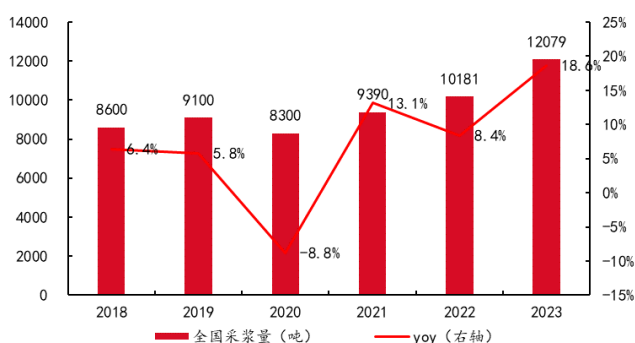
资料来源：中检所、中邮证券研究所

国家规定血液制品的原材料为健康人血浆，只能通过单采血浆站获取，无法通过传统药品的合成等工艺技术获得。并且相较美国，我国允许的采浆频次较低，献浆量较少，人民献浆意愿低，因此整体供应量存在不足。同时，我国对血液制品的进口采取严格的管制措施，目前仅允许进口人血白蛋白和重组因子类产品。2023年，国内采浆量超过12000吨，仍然不能满足终端需求量，静丙等产品仍处于较为紧缺状态，行业景气度较高。

2.2 采浆量快速增长，浆站数量和单站采浆量快速提升

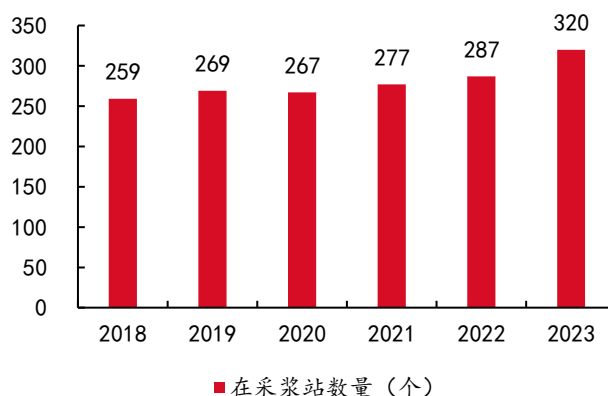
随着十四五规划浆站的陆续落地，2023年我国新增33家在采浆站，随着浆站建设验收的不断推进，我国采浆量在2023年实现高增长，2023年采浆量超12000吨，同比增速约19%。从平均单站采浆量上看，近几年也处于持续增长态势，反映出群众献浆意识和献浆氛围在持续提升。随着献浆宣传教育的不断普及，以及新浆站的落地和爬坡的增量贡献，预计未来三年我国采浆量有望持续较高增速，为后续产品端的放量奠定良好基础。

图表9：2023年我国采浆量超过12000吨

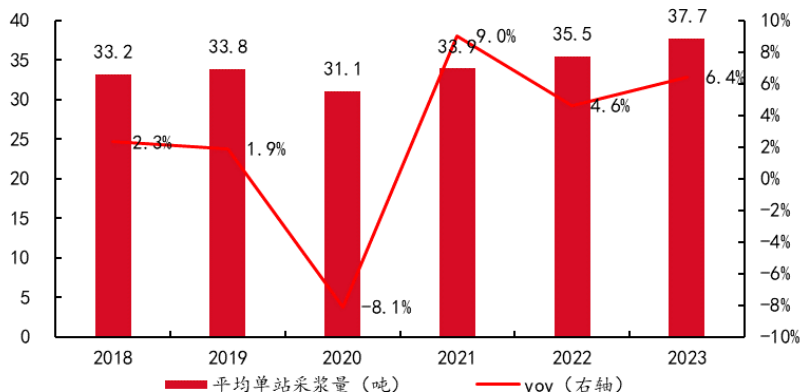


资料来源：博雅生物公告、中邮证券研究所

图表10：2023年我国在采浆站数增加33家

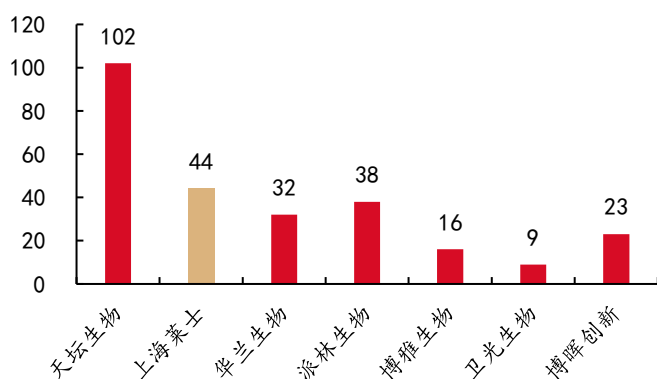


资料来源：博雅生物公告、中邮证券研究所

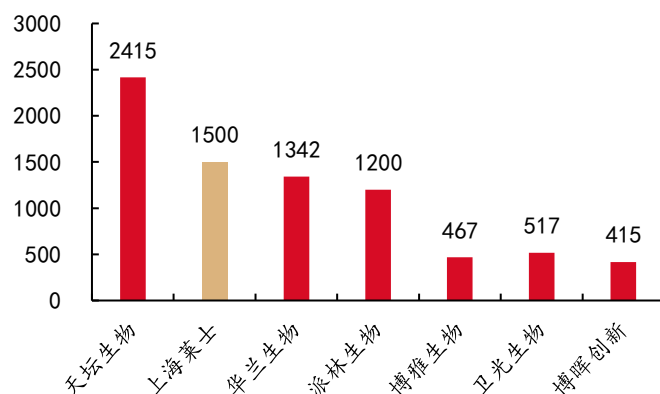
图表11：我国平均单站采浆量稳步提升


资料来源：博雅生物公告、中邮证券研究所

从上海莱士的采浆量和浆站数量上看，2023 年公司 1500 吨采浆量和 44 个浆站数位居行业第二，仅次于天坛生物，稳居行业第一梯队。未来在海尔集团的赋能下，公司拓浆能力有望得到持续提升。

图表12：公司 2023 年 44 家浆站数量位列第二


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表13：公司 2023 年采浆量超 1500 吨位列第二


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2.3 血制品维持良好价格体系，受集采政策影响相对较小

由于血制品供给端受限于血浆增长，且目前不能满足终端临床需求使用量，因此传统集采中仿制药以价换量的逻辑不适用于血制品，单一企业的产品供给量均无法满足临床终端总需求。血制品区域联盟集采最早开始于 2022 年的广东联盟集采，产品价格相较于前期挂网均价降幅均在 10% 以内。2023 年京津冀再次开展联盟集采，但从两次的价格上看，除了纤原的最低报价下降拉低了均价之外，其他产品价格基本趋同于 2022 广东联盟集采价格。

血制品主要品种白蛋白和静丙院外市场也有一定销售占比，相较于院内固定的挂网价，院外价格更加市场化，会根据供需关系产生波动。静丙等产品十分紧缺，院外端价格预计高于院内。未来随着血制品学术推广的不断加强与临床认识的持续提升，需求端有望维持良好增长趋势，而供给仍有限。在此供需关系下，血制品整体价格体系有望维持稳定。

图表14：血制品区域联盟集采价格变化情况

	价格（元）	广东联盟集采 （2022年）	京津冀集采 （2023年）	京津冀集采价 格变动幅度
白蛋白（10g）	平均价	405	408	0.73%
	最高价	550	614	11.71%
	最低价	350	350	0.00%
静丙（2.5g）	平均价	584		
	最高价	686		
	最低价	538		
人免疫球蛋白 （0.3g）	平均价	176		
	最高价	260		
	最低价	103		
凝血八因子 （200IU）	平均价	388	387	-0.15%
	最高价	411	411	0.00%
	最低价	353	353	0.00%
纤原（0.5g）	平均价	858	783	-8.75%
	最高价	940	878	-6.64%
	最低价	699	578	-17.31%

资料来源：广东省药品交易中心、北京市医疗保障局、中邮证券研究所

2.4 血制品行业国资控股趋势明显

近年来，国资陆续控股血制品企业，以央企或者地方国资主导的并购不断落地。目前天坛生物和博雅生物实控人分别为国药集团和华润医药，为央企。陕煤集团 2023 年控股派林生物，为地方国企。2024 年海尔集团收购基立福股权，成为上海莱士实控人。上海莱士背靠海尔集团，有望在浆站拓展方面取得良好进展。血制品企业未来在国资助力下，行业集中度有望加速提升，拥有国资背景公司的竞争优势将逐步凸显。

图表15：央企或者地方国资主导的收购趋势明显

时间	公司	主要事件	股东性质
2017年	天坛生物	国药集团控股天坛生物，成为第一大股东和实际控制人	央企
2021年	博雅生物	华润医药收购博雅生物，控股 28.86%，股票表决权占比 40.01%	央企
2023年	派林生物	胜帮英豪收购派林生物，控股 20.99%，股票表决权占比 23.01%，陕西省国资委成实际控制人	国企
2024年	上海莱士	海尔集团控股上海莱士，成为第一大股东和实际控制人，持股 20%	集体所有制企业

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

纵观国内外血制品行业发展史，基立福、百特和 CSL 等企业均通过外延并购加快行业整合，逐步发展成为行业龙头。国内血制品行业也有望在政策引导及市场竞争推动下实现兼并整合，拥有资源、资金、技术和规模的公司竞争优势逐步显现，头部企业与一般企业之间的差距将持续扩大。从几大上市公司拥有的血制品牌照数量上看，上海莱士拥有 5 张血制品牌照，仅次于天坛，具备显著竞争优势。

图表16：上海莱士具有5张血制品牌照位于行业第二

上市公司	血制品企业
天坛生物	国药集团西安生物制药有限公司
	国药集团武汉生物制药有限公司
	国药集团上海血液制品有限公司
	国药集团兰州生物制药有限公司
	国药集团贵州血液制品有限公司
上海莱士	成都蓉生药业有限责任公司
	郑州莱士血液制品有限公司
	浙江海康生物制品有限责任公司
	同路生物制药有限公司
	上海莱士血液制品股份有限公司
华兰生物	广西冠峰生物制品有限公司
	华兰生物工程重庆有限公司
派林生物	华兰生物工程股份有限公司
	哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司
卫光生物	广东双林生物制药有限公司
	深圳市卫光生物制品股份有限公司
博雅生物	华润博雅生物制药集团股份有限公司
	广东卫伦生物制药有限公司
博晖创新	博晖生物制药(河北)有限公司
	博晖生物制药股份有限公司

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3 盈利能力优秀，看好海尔集团对公司浆站资源的助力赋能

3.1 收入持续稳健增长，盈利能力处于行业较高水平

近年来，公司收入端维持快速增长态势，总营收从2019年的25.85亿元增长至2023年的79.64亿元。一方面，自产血制品收入维持良好增长，收入规模从2019年25.85亿元增长至2023年的43.17亿元，CAGR为13.68%。另一方面，2021年后代理白蛋白业务贡献较大收入增量，2023年代理白蛋白业务实现收入35.04亿元，占比提升至44%。

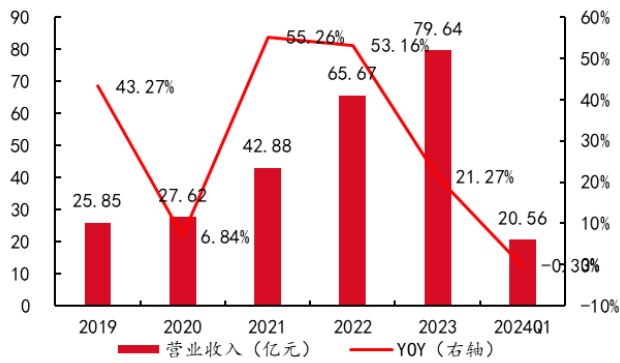
从利润上看，2023年公司扣非净利润为18.15亿元，2019-2023年间CAGR为32%，整体呈现快速增长态势，但由于投资收益变动（2023年由于GDS将采购SMC技术的相关支出计入损益，从而使得GDS按投资比例45%计算的投资损失达到1.75亿元），公司净利润端呈现一定波动。

公司持有GDS 45%股权，在《上海莱士血液制品股份有限公司详式权益变动报告书》中，基立福承诺GDS在2024年1月1日至2028年12月31日期累计EBITDA将不低于8.5亿美元；如测评期内GDS累计实现的EBITDA低于承诺EBITDA，基立福应在2028年度审计报告出

具后 30 日内向上海莱士进行补偿，补偿金额=测评期内累计实现的 GDS 的 EBITDA 和承诺 EBITDA 之间的差额×上海莱士持有 GDS 股权比例。

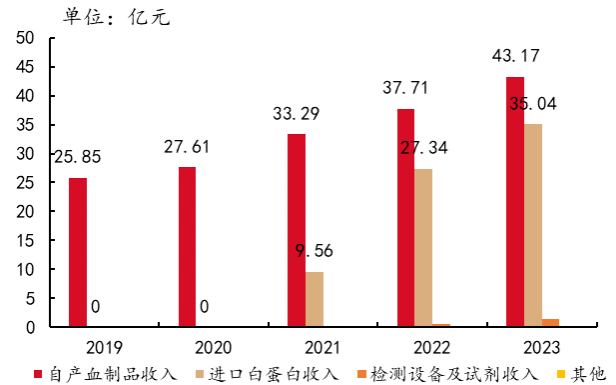
由于代理白蛋白业务毛利水平较低(19%-25%)，近三年由于代理白蛋白收入占比提升较快，公司整体毛利率随着产品的结构的变化而有所下降，2023 年销售毛利率为 40.79%。从扣非净利润率上看，近三年维持在 20-30%，费用控制良好，四项费用率较为稳定。

图表17：公司近三年营业收入实现快速增长



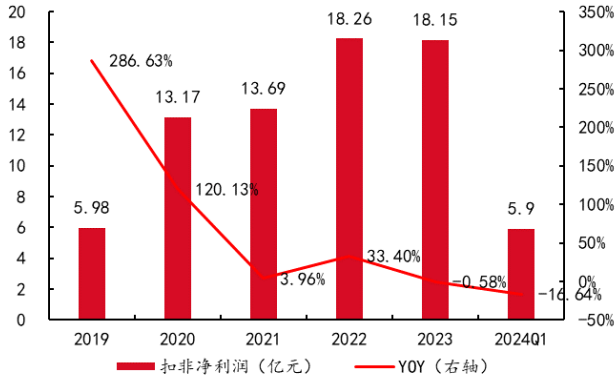
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表18：2021 年后进口白蛋白贡献较大收入增量



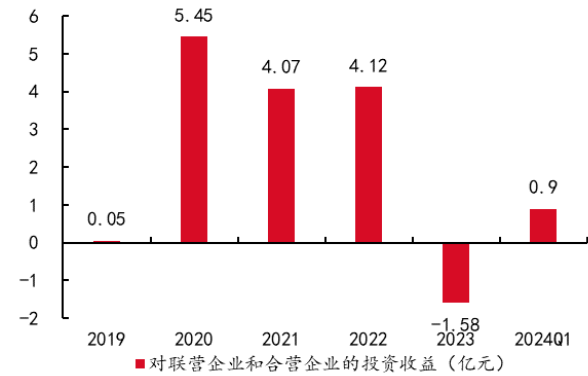
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表19：公司扣非净利润端呈现一定波动



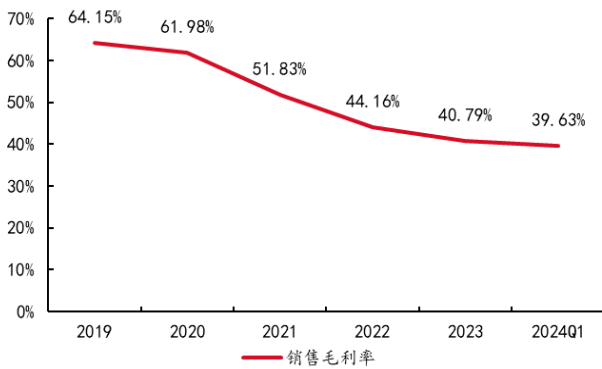
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表20：投资收益波动影响净利润表现



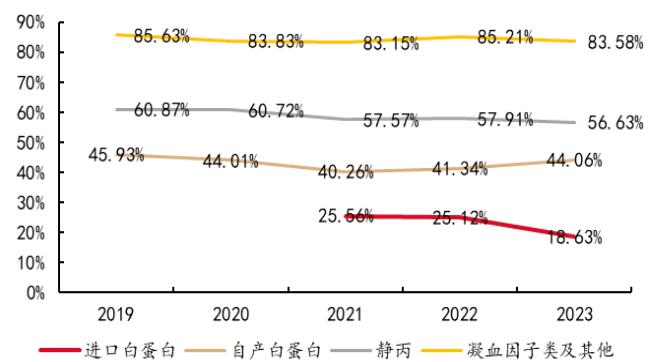
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表21：毛利率伴随产品结构变化



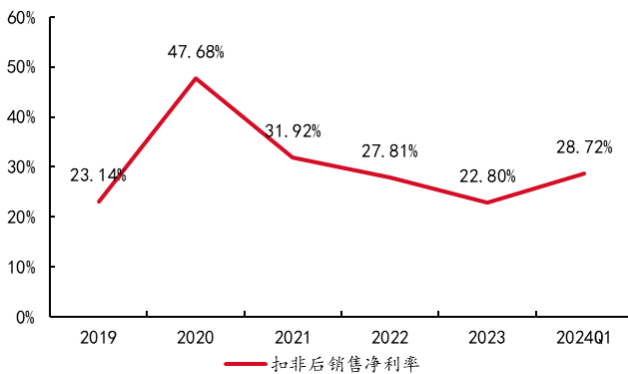
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表22：代理业务毛利水平较低



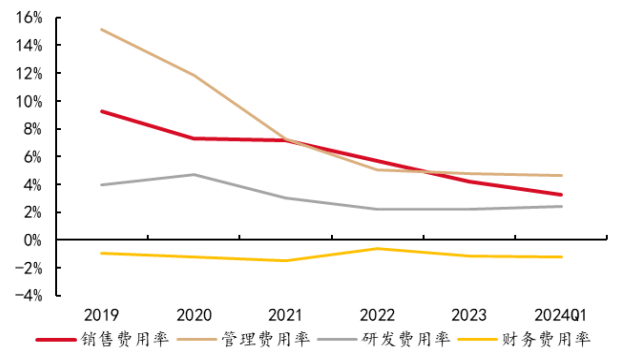
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表23：近三年净利率水平较为稳定



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表24：公司四项费用控制良好



资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.2 公司浆站数量多、分布广

公司共有 44 家浆站，分布在广西、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）。其中上海莱士下属 17 家、同路生物下属 20 家，浙江海康下属 3 家、郑州莱士下属 2 家、广西冠峰下属 2 家。

图表25：公司下属 44 家浆站分布在 11 个省份

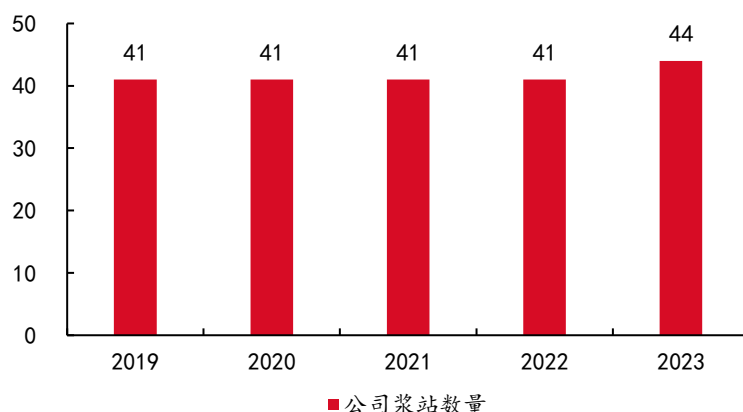
企业	总浆站数（个）	省份	浆站数（个）
上海莱士	17	海南	3
		湖南	2
		广西	6
		陕西	1
		湖北	1
		江西	1
		广东	2

		山东	1
		安徽	11
		内蒙古	5
同路生物	20	浙江	1
		广东	2
		海南	1
		浙江海康	3
		浙江	3
郑州莱士	2	广西	1
		湖南	1
广西冠峰	2	广西	2
合计	44		

资料来源：公司公告、爱企查、中邮证券研究所

从浆站总数上看，2019-2022 年间公司浆站数量维持在 41 家。2023 年，子公司同路生物在内蒙古新获批 1 家浆站，收购广西冠峰获得 2 家浆站。未来海尔集团有望助力公司在新浆站拓展上取得一定突破。

图表26：公司 2023 年新增 3 家浆站



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

公司 2019-2023 年间在营浆站数量均为 41 家。从采浆量上看，除了 2020 年疫情使得采浆量小幅下降，其余年份均维持平稳增长态势。从平均单站采浆量上看，2023 年公司平均 41 家浆站实现总采浆量超 1500 吨，平均单站采浆量为 36.6 吨，处于行业中等水平，仍具备提升空间。

图表27：单站采浆量稳步增长

	2019	2020	2021	2022	2023
采浆量 (吨)	1230	1200	1280	1400	1500
yoy		-2.44%	6.67%	9.38%	7.14%
在营浆站数 (家)	41	41	41	41	41
平均单站采浆量 (吨)	30.0	29.3	31.2	34.1	36.6

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3.3 产品数量居于行业前列，在研管线较为丰富

从血制品产品数量上看，公司共计有 12 种血制品，数量位于行业前列。其中上海莱士在凝血因子类产品方面布局全面，且具有独家产品人纤维蛋白粘合剂。除了已上市产品，5 家血制品企业均有多个产品及研究项目处于研发阶段。随着在研管线的不断推进，公司产品数量有望逐步丰富。

图表28：公司产品数量位于行业前列

产品种类	产品名称	上海莱士	郑州莱士	同路生物	浙江海康	广西莱士
白蛋白类	人血白蛋白	√	√	√	√	√
	人免疫球蛋白		√	√	√	√
免疫球蛋白类	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			√		
	人凝血酶原复合物	√		√		
凝血因子类	人凝血因子VIII	√		√		
	人凝血酶	√				
	人纤维蛋白原	√				
	人纤维蛋白粘合剂	√				
产品数	12	7	4	9	4	3

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表29：公司在研产品种类丰富

企业	产品	研究阶段
上海莱士	10%静注人免疫球蛋白	临床前
	活化凝血酶原复合物	临床前
	肌注乙肝人免疫球蛋白	临床前
	SR604 注射液 (活化蛋白 C 单抗)	临床申报
同路生物	人纤维蛋白原	临床
	10%静注人免疫球蛋白	临床前
	人纤维蛋白粘合剂	临床前
	血管性血友病因子	临床前
浙江海康	浙江海康低 IgA 高收率静注人免疫球蛋白的研发及产业化	完成
	破伤风人免疫球蛋白	临床前
	凝血因子产品开发工艺持续 研究	临床前

	血站分离血浆用于血液制品生产研究	前期技术研究
	血浆蛋白分离纯化和制剂技术的研究和产业转化	前期技术研究
	献血献浆融合发展智能化平台开发	研究开发阶段
郑州莱士	破伤风人免疫球蛋白	临床前
	狂犬病人免疫球蛋白	临床前
	人纤维蛋白原	临床前
	人凝血因子VIII	临床前
	人凝血酶原复合物	临床前
广西莱士	人凝血酶	临床前
	肌注乙肝人免疫球蛋白	临床前
	肌注狂犬病人免疫球蛋白	临床前
	肌注破伤风人免疫球蛋白	临床前

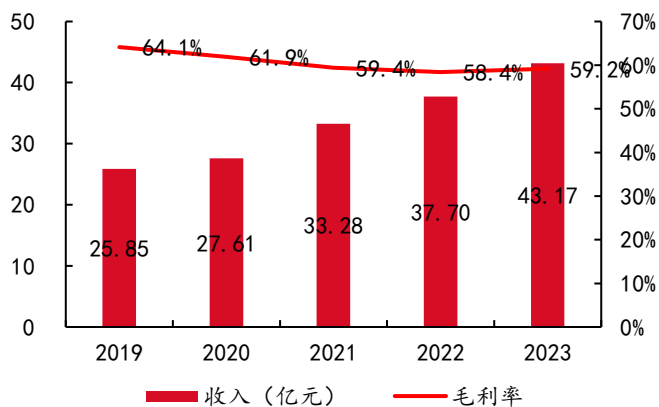
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

3.4 产品结构均衡，盈利能力优秀

从自产血制品收入上看，由2019年的25.85亿元增长至2023年的43.17亿元，CAGR为13.68%。毛利率自2020年开始有所下降，预计是疫情期间采浆综合成本上升所致。2023年，自产血制品毛利率为59.2%。目前终端产品景气度较高，价格体系较好，自产血制品业务毛利率有望维持平稳。

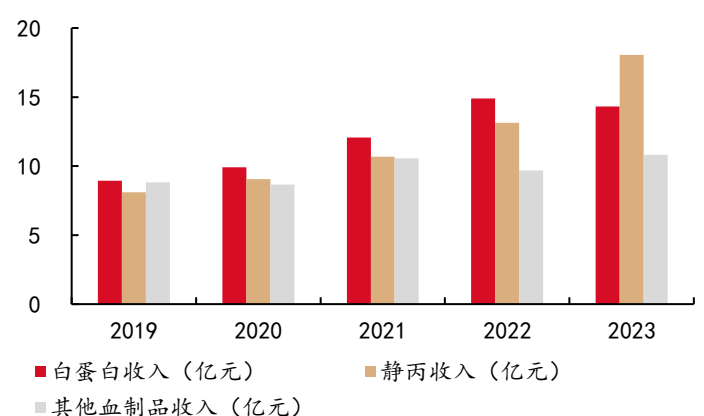
从产品结构上看，公司白蛋白、静丙和其他血制品收入结构相对均衡，2023年三者收入占比分别为33.1%、41.8%和25.0%。得益于均衡的产品结构和较强的销售能力，公司自产血制品近60%的毛利率水平位居行业前列。

图表30：公司自产血制品整体维持良好增长

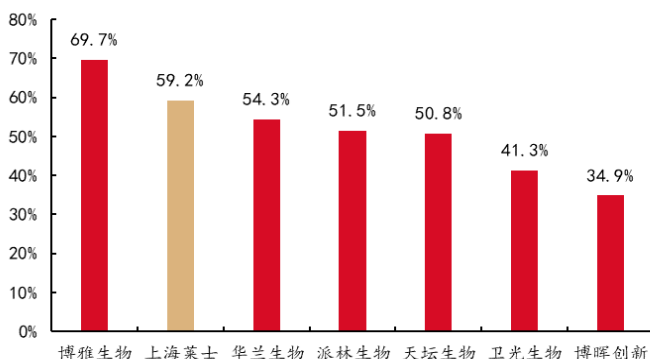


资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表31：公司自产血制品收入结构较为均衡



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表32：公司 2023 年自产血制品业务毛利率位居行业前列


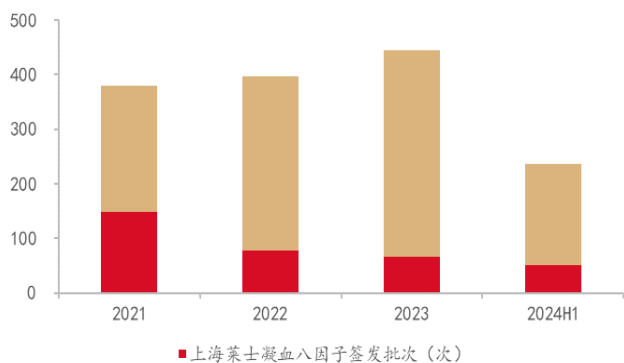
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表33：公司三大类自产血制品收入和毛利率

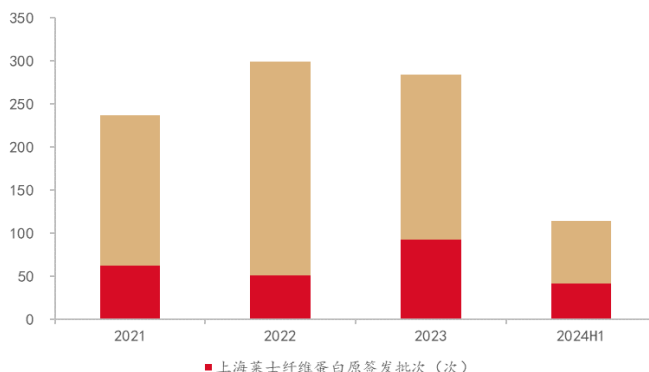
	2019	2020	2021	2022	2023
自产白蛋白					
收入 (亿元)	8.93	9.91	12.06	14.89	14.31
yoy		11.0%	21.7%	23.5%	-3.9%
毛利率 (%)	45.93	44.01	40.26	41.34	44.06
静丙					
收入 (亿元)	8.10	9.05	10.67	13.13	18.05
yoy		11.7%	17.9%	23.1%	37.5%
毛利率 (%)	60.87	60.72	57.57	57.91	56.63
其他					
收入 (亿元)	8.82	8.65	10.55	9.68	10.81
yoy		-1.9%	22.0%	-8.2%	11.7%
毛利率 (%)	85.63	83.83	83.15	85.21	83.58

资料来源：Wind、中邮证券研究所

从白蛋白和静丙历年收入上看，收入规模与采浆量的增长正相关，其中近三年静丙增速逐年提升，主要因为静丙终端需求在新冠疫情后得到大幅提升，从而带动产品实现量价齐升。其他血制品主要包括特免类和因子类，特免类产品包括狂免、破免和乙免，因子类产品包括凝血八因子、PCC、纤维蛋白原和纤维蛋白粘合剂。从近几年因子类主要品种的批签发上看，上海莱士凝血八因子签发批次占比平均在 20%左右，纤维蛋白原批签发占比平均在 30%以上，两大产品均维持良好市场份额。人纤维蛋白粘合剂为局部止血药，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，未纳入医保目录。根据中检所批签发数据，该产品近三年仅有上海莱士一家产品获批签发，为市场独家产品。公司纤维蛋白粘合剂 2023 年获得 43 批次批签发，2024 上半年获 11 批次批签发。

图表34：公司凝血八因子批签发占比维持良好


资料来源：中检所、中邮证券研究所

图表35：公司纤维蛋白原批签发占比较高


资料来源：中检所、中邮证券研究所

4 盈利预测与投资建议

公司稳居行业第一梯队，浆站数量、牌照数量、采浆量等方面均位于行业前列。公司近几年新浆站增长较慢，我们认为海尔集团控股有望对上海莱士的浆站拓展实现赋能助力，十五五期间有望看到上海莱士在新浆站上取得良好突破。单站采浆量逐步提升以及新浆站的陆续开采和持续拓展，公司采浆量有望在 2023 年 1500 吨基础上实现稳健增长。

产品上看，公司白蛋白和静丙的销量伴随采浆量提升实现良好增长，院内价格基本稳定，院外价格随着供需关系呈现一定波动。其他产品未实现产销平衡，近几年维持一定规模收入体量，其中八因子和纤原市占率较高。目前我国因子类产品整体市场规模较小，终端临床认知度较低从而使得市场需求未被充分挖掘，市场规模存在较大成长空间。除了已有品种外，在研品种储备丰富，未来有望陆续推出，进一步丰富产品种类、提升吨浆利润。另外，公司代理白蛋白业务再续约 10 年，每年有望贡献稳定体量的代理业务收入。

综合以上，我们预计 2024-2026 年公司采浆量分别有望达 1650、1820、2000 吨，预计实现营业收入 86.84/99.55/114.01 亿元，归母净利润分别为 22.94/26.49/30.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.40/0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 22.5/19.4/16.7 倍，维持推荐，给予“买入”评级。

图表36：公司采浆量预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
在营浆站数量 (个)	41	41	41	41	42	44	44
总浆站数数量 (个)	41	41	44	44	44	44	44
平均单站采浆量 (吨)	29.3	31.2	34.1	36.6	39.3	41.4	45.5
采浆量 (吨)	1200	1280	1400	1500	1650	1820	2000
yoy		6.7%	9.4%	7.1%	10.0%	10.3%	9.9%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

5 风险提示

新开浆站不及预期；采浆量不及预期风险；产品销售不及预期风险；新品上市不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	7964	8684	9955	11401	营业收入	21.3%	9.0%	14.6%	14.5%
营业成本	4715	5310	6126	7022	营业利润	-2.4%	24.3%	15.5%	16.4%
税金及附加	38	43	50	57	归属于母公司净利润	-5.4%	28.9%	15.5%	16.4%
销售费用	334	347	368	399	获利能力				
管理费用	379	382	398	422	毛利率	40.8%	38.9%	38.5%	38.4%
研发费用	174	200	239	262	净利率	22.3%	26.4%	26.6%	27.1%
财务费用	-92	-60	-87	-109	ROE	6.0%	7.2%	7.8%	8.4%
资产减值损失	-24	-28	-30	-35	ROIC	6.3%	7.1%	7.5%	8.1%
营业利润	2225	2765	3193	3717	偿债能力				
营业外收入	2	3	4	5	资产负债率	7.1%	6.6%	6.6%	6.4%
营业外支出	24	10	11	12	流动比率	3.86	4.71	5.36	6.13
利润总额	2204	2758	3186	3710	营运能力				
所得税	427	469	542	631	应收账款周转率	12.36	15.21	17.23	18.68
净利润	1777	2289	2644	3079	存货周转率	2.30	2.37	2.65	2.90
归母净利润	1779	2294	2649	3085	总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.30
每股收益(元)	0.27	0.35	0.40	0.46	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.27	0.35	0.40	0.46
货币资金	4001	5791	7806	10236	每股净资产	4.46	4.77	5.13	5.54
交易性金融资产	197	197	197	197	估值比率				
应收票据及应收账款	581	561	595	626	PE	28.94	22.45	19.44	16.69
预付款项	26	27	27	28	PB	1.74	1.62	1.51	1.40
存货	3667	3659	3856	4003	现金流量表				
流动资产合计	8675	10445	12711	15331	净利润	1777	2289	2644	3079
固定资产	1316	1369	1430	1462	折旧和摊销	173	160	174	185
在建工程	134	214	314	434	营运资本变动	216	-27	-120	-89
无形资产	234	301	376	459	其他	112	-245	-300	-333
非流动资产合计	23253	23549	23780	24015	经营活动现金流净额	2278	2177	2398	2842
资产总计	31928	33993	36491	39346	资本开支	-448	-367	-417	-427
短期借款	0	0	0	0	其他	-222	179	334	365
应付票据及应付账款	1651	1622	1702	1756	投资活动现金流净额	-671	-188	-83	-62
其他流动负债	594	597	671	743	股权融资	0	4	0	0
流动负债合计	2245	2219	2373	2499	债务融资	0	0	0	0
其他	34	33	33	33	其他	-1134	-203	-300	-350
非流动负债合计	34	33	33	33	筹资活动现金流净额	-1134	-199	-300	-350
负债合计	2279	2252	2406	2532	现金及现金等价物净增加额	470	1790	2015	2430
股本	6645	6645	6645	6645					
资本公积金	13805	13809	13809	13809					
未分配利润	8319	10019	11971	14243					
少数股东权益	16	11	6	0					
其他	864	1256	1654	2116					
所有者权益合计	29650	31741	34085	36814					
负债和所有者权益总计	31928	33993	36491	39346					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048