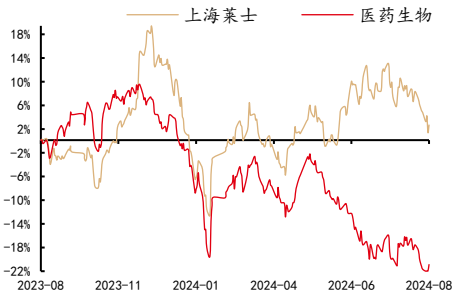




股票投资评级

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)	7.25
总股本/流通股本(亿股)	66.38 / 66.35
总市值/流通市值(亿元)	481 / 481
52周内最高/最低价	8.47 / 6.20
资产负债率(%)	7.1%
市盈率	26.85
第一大股东	海盈康(青岛)医疗科技有限公司

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)

二季度恢复良好增长，各项业务稳健发展

● 事件：

8月28日，上海莱士发布2024年中报。2024上半年实现营业收入42.52亿元(+9.02%)，归母净利润12.41亿元(+0.15%)，扣非净利润11.29亿元(-6.03%)。对应2024Q2营业收入21.96亿元(+19.51%)，归母净利润4.84亿元(-7.00%)，扣非净利润5.38亿元(+9.22%)。公司二季度收入和利润恢复良好增长，业务稳健发展。

● 白蛋白和因子类产品增速较高

2024H1进口白蛋白业务实现收入19.55亿元(+18.87%)，收入占比45.97%，毛利率为17.86%(-2.02pct)，收入端快速增长，毛利率下降主要受美元兑人民币汇率变动影响。2024H1自产血制品业务共计实现收入22.46亿元(+2.09%)，收入占比52.82%，毛利率为60.91%(+1.29pct)。分产品来看：自产白蛋白收入8亿元(+17.21%)，毛利率46.21%(+1.63pct)；静丙8.39亿元(-15.50%)，毛利率58.73%(+2.15pct)；其他血制品6.07亿元(+15.69%)，毛利率83.31%(-1.64pct)。静丙收入同比下降预计与去年基数较高以及公司血浆库存受限有关，目前静丙终端需求持续旺盛。因子类产品毛利率下降预计与纤原集采联动降价有关，预计销量维持良好增长。公司2024H1经营性现金流-4755万(-103%)，主要是公司提前支付进口白蛋白的货款，获取相应现金折扣及汇率补偿以管理外汇风险所致。

● 业绩表现稳健，研发稳步推进

2024H1毛利率40.88%(-1.74pct)，主要因为代理业务收入占比上升且毛利率下降。从利润上看，上半年GDS贡献投资收益1.6亿。剔除投资收益以及营业外支出中对外捐赠等影响因素，公司利润端表现稳健。费率方面，2024H1公司销售费用率为4.61%(-0.38pct)，管理费用率为4.90%(+0.70pct)，研发费用率为2.49%(+0.27pct)，财务费用率为-0.23%(+0.13pct)。管理费用增长主要受广西莱士并表及股份支付费用影响。目前公司在研的全球首个针对活化蛋白C的血友病单抗SR604已于3月获批临床，进入临床I期。7月30日，公司实际控制人变更为海尔集团，期待海尔集团对公司浆站拓展、经营管理等多方面赋能，公司龙头地位有望持续稳固。

● 投资建议：

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为22.94/26.46/30.82亿元，对应EPS分别为0.35/0.40/0.46元，当前股价对应PE分别为20.98/18.19/15.62倍，持续推荐，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	2645.93	3081.74
增长率(%)	-5.35	28.90	15.36	16.47
EPS(元/股)	0.27	0.35	0.40	0.46
市盈率(P/E)	27.04	20.98	18.19	15.62
市净率(P/B)	1.62	1.52	1.41	1.31
EV/EBITDA	19.63	14.91	12.41	10.09

资料来源：公司公告，中邮证券研究所（数据为2024年8月29日收盘价）

**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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
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%	15.3%	16.4%
税金及附加	38	43	50	57	归属于母公司净利润	-5.4%	28.9%	15.4%	16.5%
销售费用	334	347	368	399	<b>获利能力</b>				
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%	27.0%
财务费用	-92	-60	-83	-105	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%
<b>营业利润</b>	<b>2225</b>	<b>2765</b>	<b>3189</b>	<b>3713</b>	<b>偿债能力</b>				
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	4.58	5.24	6.02
<b>利润总额</b>	<b>2204</b>	<b>2758</b>	<b>3182</b>	<b>3706</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	427	469	541	630	应收账款周转率	12.36	15.21	17.23	18.68
<b>净利润</b>	<b>1777</b>	<b>2289</b>	<b>2641</b>	<b>3076</b>	存货周转率	2.30	2.37	2.65	2.90
<b>归母净利润</b>	<b>1779</b>	<b>2294</b>	<b>2646</b>	<b>3082</b>	总资产周转率	0.26	0.26	0.28	0.30
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.27</b>	<b>0.35</b>	<b>0.40</b>	<b>0.46</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.27	0.35	0.40	0.46
货币资金	4001	5510	7522	9948	每股净资产	4.46	4.78	5.14	5.55
交易性金融资产	197	197	197	197	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	581	561	595	626	PE	27.04	20.98	18.19	15.62
预付款项	26	27	27	28	PB	1.62	1.52	1.41	1.31
存货	3667	3659	3856	4003	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>8675</b>	<b>10163</b>	<b>12426</b>	<b>15043</b>	净利润	1777	2289	2641	3076
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	-260	-300	-333
<b>非流动资产合计</b>	<b>23253</b>	<b>23847</b>	<b>24078</b>	<b>24313</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2278</b>	<b>2163</b>	<b>2395</b>	<b>2839</b>
<b>资产总计</b>	<b>31928</b>	<b>34011</b>	<b>36505</b>	<b>39357</b>	资本开支	-448	-367	-417	-427
短期借款	0	0	0	0	其他	-222	-106	334	365
应付票据及应付账款	1651	1622	1702	1756	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-671</b>	<b>-473</b>	<b>-83</b>	<b>-62</b>
其他流动负债	594	596	671	743	股权融资	0	-2	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2245</b>	<b>2219</b>	<b>2372</b>	<b>2499</b>	债务融资	0	0	0	0
其他	34	31	31	31	其他	-1134	-179	-300	-350
<b>非流动负债合计</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1134</b>	<b>-182</b>	<b>-300</b>	<b>-350</b>
<b>负债合计</b>	<b>2279</b>	<b>2250</b>	<b>2403</b>	<b>2530</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>470</b>	<b>1509</b>	<b>2012</b>	<b>2426</b>
股本	6645	6645	6645	6645					
资本公积金	13805	13803	13803	13803					
未分配利润	8319	10019	11968	14238					
少数股东权益	16	11	6	0					
其他	864	1281	1678	2140					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29650</b>	<b>31761</b>	<b>34101</b>	<b>36827</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>31928</b>	<b>34011</b>	<b>36505</b>	<b>39357</b>					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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